



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés

Departamento de Finanzas

Magister en Finanzas

**Valuación del capital accionario de
Hasbro Inc.**

Autor: Zinovoy Micaela

DNI: 35.728.401

Director de Trabajo Final de Graduación: Javier Epstein

Buenos Aires, Argentina – 15 de noviembre de 2018

Resumen

El objeto del presente trabajo es realizar un análisis financiero de la compañía Hasbro, concluyendo con la valuación de las acciones de la misma. Hasbro es una empresa estadounidense especializada en la producción de juguetes y entretenimiento con alcance mundial

En primer lugar, se procederá a entrarse en el conocimiento de la compañía mediante un análisis de su historia, su industria y sus competidores hasta alcanzar un estudio de la salud financiera de Hasbro.

El trabajo, luego, se centrará en la valuación de la compañía para lo cual se seguirán dos metodologías (Flujo de Fondos Descontados y Valuación por Comparables) a fin de cotejar la razonabilidad del precio de mercado con el valor arribado por flujos de fondos y valuación relativa.

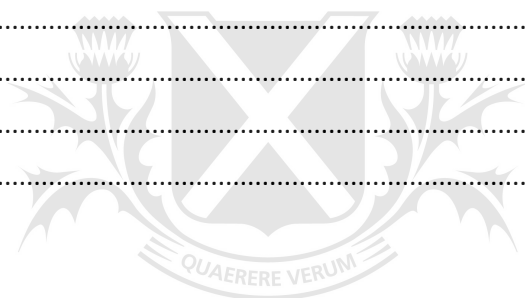
Con el fin de poder estimar el valor de la compañía a través del método de Flujo de Fondos Descontados se debió estimar los siguientes parámetros: Beta (0,828), Tasa libre de riesgo (2,40%), Prima por riesgo (7,20%), Costo del capital propio (8,36), Costo de la deuda (4,57%), WACC (7,97%), Tasa de crecimiento (3,77%). Con estas estimaciones y la proyección del Flujo de Fondos Libre de la compañía se alcanzó un valor del equity para Hasbro de 93,61 dólares por acción al 31 de diciembre de 2017. Como parte de este ejercicio de valuación se sensibilizaron las variables de crecimiento de ventas y participación de mercado para conformar un escenario optimista y uno pesimista, arribándose a 107,96 y 76,51 dólares por acción respectivamente.

Finalmente, para la valuación relativa se seleccionaron un grupo de cinco empresas dentro de la industria global de juguetes comparables con Hasbro. Se seleccionó como múltiplo EV/EBITDA para realizar la valuación por comparables alcanzando un precio por acción de 85,51 dólares. Sensibilizando el múltiplo de EV/EBITDA entre 11x y 13x y brindando diferentes valores de EBITDA, se concluyó adicionalmente que el precio de la acción de Hasbro puede alcanzar valores entre 76,08 y 95,25 dólares por acción.

Contenido

Resumen.....	2
Hasbro, Inc.	5
Historia	7
Composición accionaria	9
Portfolio de marcas	12
Responsabilidad Social Corporativa	14
Segmentos.....	16
Diferencia cambiaria	19
Proceso de Producción e Importación	20
Ventas y Marketing	23
Storytelling, la industria del cine y la televisión.....	24
Análisis de la Industria del Juguete	27
Participación de mercado - Competencia	31
Canales de Distribución.....	34
El fin de Toy's R Us y el comienzo del e-commerce	35
Estacionalidad de la industria	37
Ciclo de vida de los productos.....	38
Costo de Producción	39
Análisis Financiero.....	41
Ratios de Rentabilidad	42
ROE y ROA – Rentabilidad del Capital y Rentabilidad de los Activos.....	42
Evolución de márgenes	44
Ganancia neta	48
Ratios Crediticios.....	50
Ratios de actividad	51
Comparación con la industria	52
Evolución de la estructura patrimonial	53
Valuación de Hasbro: Flujo de Fondos Descontados	58
Beta	59
Tasa libre de riesgo	60
Prima por riesgo	61
Costo del capital.....	62
Costo del capital propio	62
Costo de la deuda.....	63
WACC – Costo promedio ponderado del capital.....	64

Flujo de Fondos Libre	65
Ventas.....	65
Margen Operativo	67
Activos Fijos e Intangibles	69
Capital de trabajo	71
Valor Terminal	72
Valuación.....	74
Análisis de Sensibilidad	75
Valuación por Múltiplos	76
Anexos.....	78
ANEXO “A” – Flujo de Fondos Descontados – Escenario Base.....	79
ANEXO “B” – Flujo de Fondos Descontados – Escenario Optimista.....	84
ANEXO “C” – Flujo de Fondos Descontados – Escenario Pesimista	85
Bibliografía	86
Referencia Gráficos	88
Referencia Ilustraciones.....	89
Referencia Tablas	89



Universidad de
San Andrés



Hasbro es una empresa estadounidense, fundada en 1926 en el estado de Rhode Island. Se especializa en la producción de juguetes y entretenimiento donde su misión es crear la mejor experiencia de juego del mundo, proveer alegría, creatividad y formar una conexión entre las personas a nivel global y entre las diferentes generaciones a través de la historia.

La compañía se ha ido adaptando a los profundos cambios en la forma de juego de los niños y la interacción familiar. La tecnología ha modificado la forma de relacionarse entre los individuos dejando atrás maneras de interactuar y jugar para dar paso a una era donde la tecnología incentiva la creatividad de los niños más allá de las fronteras de la realidad. Es por este motivo que Hasbro no solo cuenta con juguetes y juegos de mesa sino que además se ha involucrado en el desarrollo de contenido televisivo y de cine basado en sus marcas más consolidadas, como así también se ha introducido en el mundo de los juegos digitales y las redes sociales.

Hasbro cuenta con un extenso portfolio de marcas el cual pretende profundizar y expandir a través de intensificar la línea de cuento que subyace a cada producto y un profundo análisis de los consumidores. Focalizar en las historias detrás de cada producto ayuda a arraigar el lazo de los niños a los juegos y juguetes y así prolongar el ciclo de vida de las marcas. Con el fin de cumplir este objetivo y alcanzar nuevos mercados a nivel internacional, la compañía se centra en cuatro áreas clave para el desarrollo de sus marcas: Innovación aplicada a juguetes y juegos, Productos de consumo masivo, Juegos digitales y Experiencias inmersivas de entretenimiento (Hasbro Inc. , 2018).

Hasbro tiene presencia mundial y en el período entre 2013-2017 tuvo una tasa compuesta anual de crecimiento (CAGR en inglés) en ventas del 6,3%, pasando de 4.082 millones de dólares en ventas para el 2013 a 5.210 millones de dólares en el 2017. En el

siguiente gráfico se puede observar el crecimiento consistente de ventas para los pasados cinco años.

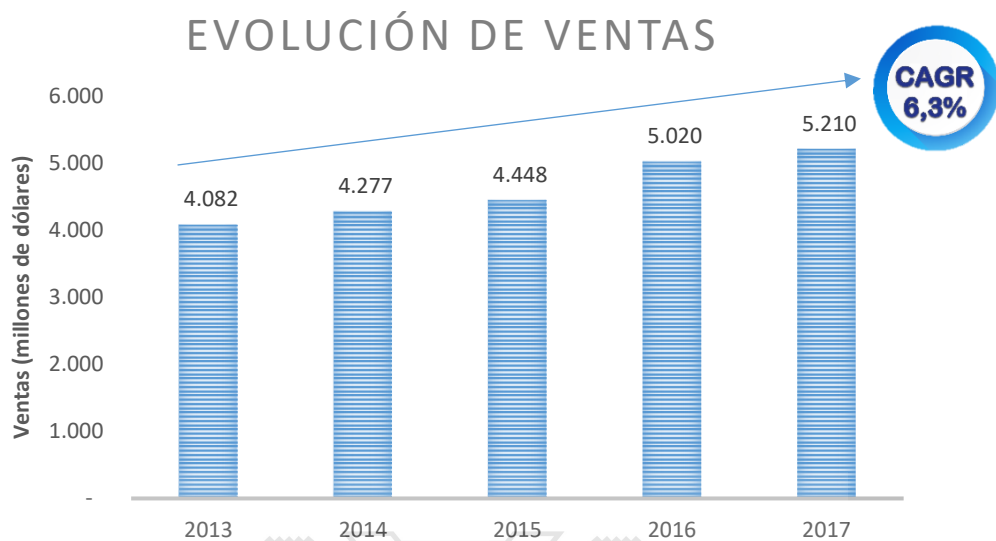


ILUSTRACIÓN 1 - EVOLUCIÓN DE VENTAS - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: REPORTE ANUAL DE HASBRO 2013-2017

A su vez, resulta de interés conocer que la compañía mantiene un margen de EBITDA (en inglés, Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization que significa, Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones) creciente para los últimos 5 años, donde un crecimiento de 648 millones de dólares en el 2013 a 982 millones de dólares en el 2017. Traducido a una tasa anual de crecimiento para dicho período, nos encontramos con una CAGR de 10,95% para el mismo período.

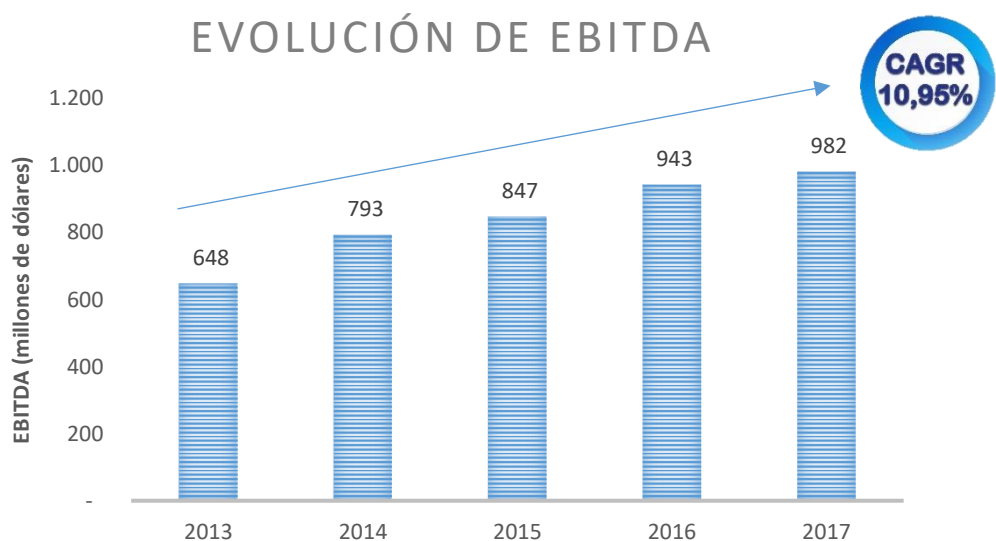


ILUSTRACIÓN 2 - EVOLUCIÓN DE EBITDA - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: REPORTE ANUAL DE HASBRO 2013-2017

Historia

La historia de Hasbro se remonta a 1926. Fundada por los hermanos Hassenfeld (Henry, Hilal y Herman) comenzó en la industria textil creando cartucheras con útiles escolares. Fue recién en 1930 que la compañía se inició en la manufactura de juguetes como una extensión a su oferta de útiles escolares. Entre sus primeros juguetes existían sets para pequeños doctores y enfermeras y juegos de modelaje de plastilinas.

Hacia 1942 la compañía se había volcado principalmente hacia la industria del juguete. Durante este período se aventuró hacia el plástico para soportar el armado de nuevos juguetes.

En 1952 se incorporó uno de los icónicos juguetes de la compañía, Mr. Potato Head, el primer juguete en ser promocionado en televisión.

En 1964 se lanzó a la venta la reconocida figura de G.I. Joe.

Entre 1960 y 1970 la compañía atravesó una década de malas decisiones de inversión. Acompañando la tendencia de la época hacia la diversificación en diferentes industrias, Hasbro se insertó en el mundo de la educación a través de la creación de una cadena de jardines maternas y en el mundo de la gastronomía a través de la venta de productos gourmet.

Durante los '80 y '90, Hasbro acompañó la historia económica iniciando un período de grandes adquisiciones:

- En 1984 compró Milton Bradley, una empresa cuya fortaleza estaba en el mercado de los juegos de mesa. Esta adquisición consolidó la posición de Hasbro al ser la pieza que faltaba a la ya desarrollada compañía en las áreas de muñecos de plástico y muñecos rellenos.
- 1989 adquirió la empresa Coleco que le proveyó los derechos sobre los famosos juegos Scrabble and Parcheesi.
- 1991 adquirió Tonka Corp. Con la que incorporó el Monopoly y la división que manufacturaba las figuras de Batman y Frutillita.
- 1999 adquirió Wizards of the Coast una empresa dedicada a la creación y publicación de toda clase de juegos (juegos de mesa, juegos de rol y cartas coleccionables). Su mayor aporte a Hasbro vino de la mano del famoso juego de cartas Magic y Dungeon and Dragons.

Desde mediados de los '90 en adelante la compañía tuvo que adaptarse al cambio tecnológico vigente. El salto hacia el futuro lo logró de la mano de Hasbro Interactive. Esta nueva área lanzó al mercado una versión de computadora de los más famosos juegos como el Monopoly y la Batalla Naval, así como también nuevos juegos como el Daytona, Frogger y PacMan entre muchos otros para diferentes plataformas como Sega, GameBoy, Playstation o Windows (Pederson & Grant, 2014).

En el 2016 adquirió la compañía Boulder Media responsable por la elaboración de varios capítulos de dibujos animados para Cartoon Network (Hasbro Inc., 2016). Y en el 2018 compró Power Rangers del fondo de Private Equity Saban (Infobae, 2018).

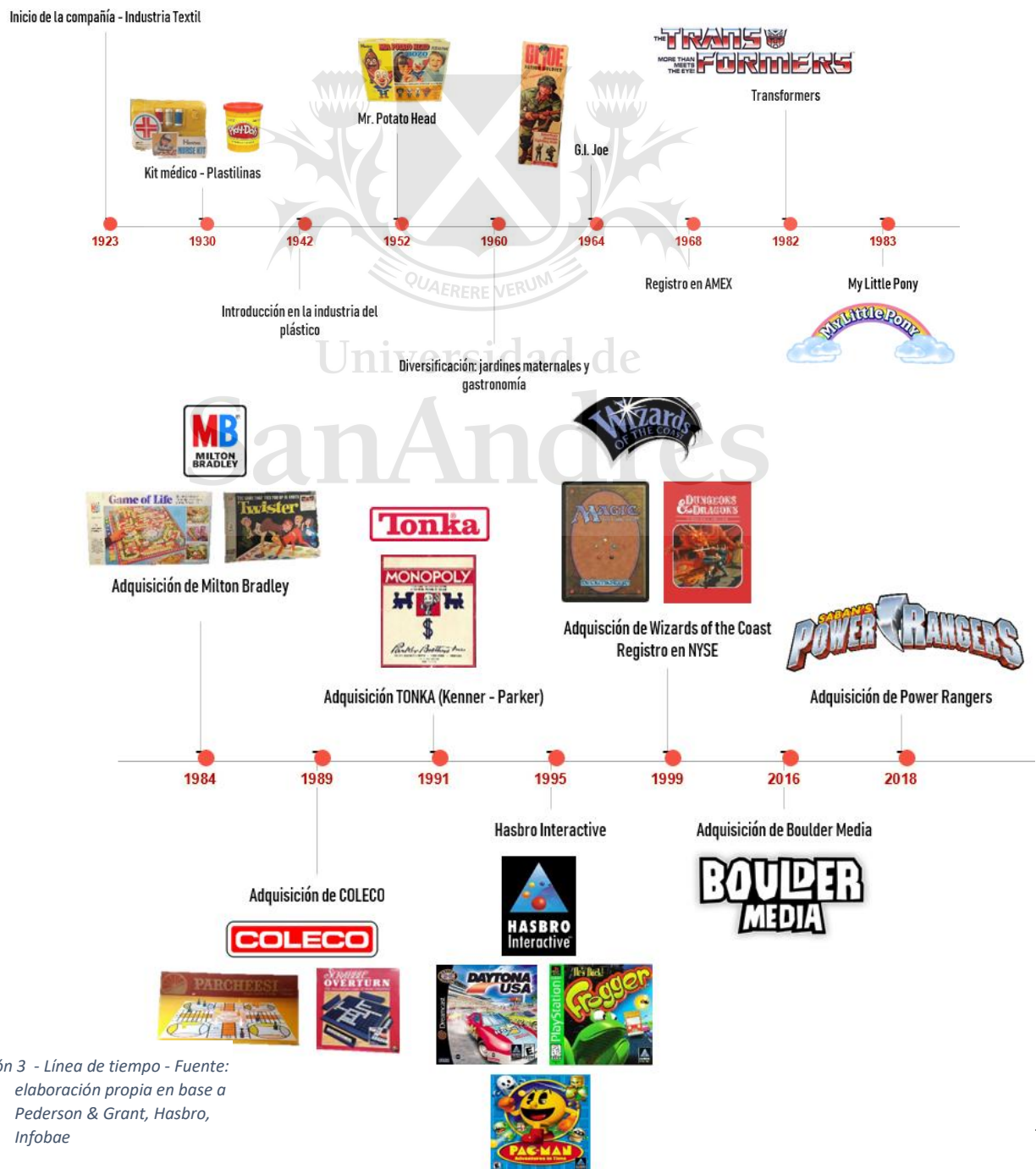


Ilustración 3 - Línea de tiempo - Fuente: elaboración propia en base a Pederson & Grant, Hasbro, Infobae

Composición accionaria

Hasbro se registró por primera vez en 1968 en el American Stock Exchange (AMEX), y recién para 1999 cambió su registración a HAS y comenzó a cotizar en la National Association of Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ).

De acuerdo a la última información presentada por la compañía ante la SEC, el capital accionario de la entidad asciende a 124 millones de acciones. De las mismas el 78,15% está en manos de accionistas institucionales, el 13,21% en la cartera de fondos mutuales y el restante 8,64% en posesión de miembros de la compañía.

CANTIDAD DE ACCIONES SEGÚN CLASE DE INVERSOR

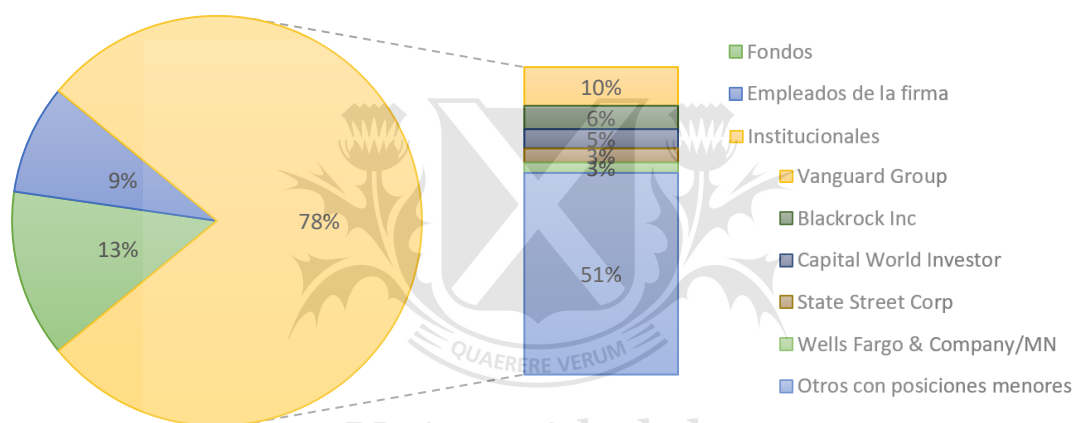


GRÁFICO 1 - CANTIDAD DE ACCIONES SEGÚN CLASE DE INVERSOR - FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A [HTTPS://WWW.NASDAQ.COM/SYMBOL/HAS](https://www.nasdaq.com/symbol/has)

Podemos notar a través del gráfico 1 que los inversionistas están fuertemente fragmentados. Focalizando en el 78% de las acciones en manos de inversores institucionales, la mayor concentración se encuentra en posesión del Grupo Vanguard representando únicamente por el 10% sobre el total accionario, el 51% de la compañía se encuentra en manos de pequeños inversores institucionales con participaciones menores al 3%.

Focalizando en el capital accionario en manos de fondos mutuales notamos el mismo patrón ya que del 13%, la mayor concentración accionaria se encuentra en el portfolio del Fondo Vanguard Mid-Cap Index con un 2%. El resto de los fondos tienen posiciones menores.

En cuanto al capital en manos de empleados de la compañía, el total del rubro no llega a alcanzar el porfolio del mayor inversionista institucional del 10%.

	Cantidad de Acciones	% sobre el total de acciones
Accionistas Institucionales		
Vanguard Group	12.585.602	10%
Blackrock Inc	7.615.253	6%
Capital World Investor	6.263.448	5%
State Street Corp	4.598.360	4%
Wells Fargo & Company/MN	3.359.777	3%
Otros con posiciones menores	65.615.901	51%
	100.038.341	

Fondos Mutuales		
Vanguard Mid-Cap Index Fund	2.781.426	2%
Vanguard Total Stock Market Index Fund	2.584.865	2%
Income Fund of America Inc	2.260.000	2%
Investment Company Of America	2.000.000	2%
Vanguard 500 Index Fund	1.774.074	1%
Otros con posiciones menores	5.511.230	4%
	16.911.595	

TABLA 1 – COMPOSICIÓN ACCIONARIA – FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A [HTTPS://FINANCE.YAHOO.COM/QUOTE/HAS](https://finance.yahoo.com/quote/HAS) Y [WWW.NASDAQ.COM/SYMBOL/HAS](http://www.nasdaq.com/symbol/HAS)

La empresa tiene un férreo compromiso con sus inversores para maximizar el valor para los accionistas. Para ejecutar esta visión aplicó como política de pago no solo la retribución de dividendos sino también un programa de recompra de acciones iniciado en el 2005 siendo su última aprobación en el 2015 por 500 millones de dólares.

De acuerdo a la información presentada en el segundo trimestre del 2018, Hasbro ha distribuido 1,9 miles de millones dólares en dividendos en los últimos 10 años con un sólido crecimiento compuesto anual del 12%. En suma, fueron invertidos 2,6 miles de millones de dólares en la recompra de acciones (Hasbro Inc., 2018). Durante el 2017, Hasbro recompró aproximadamente 1.6 millones de acciones a un costo total de 150,1 millones de dólares y a un precio promedio de USD94,74. Teniendo una visión histórica notamos que, desde el inicio de su programa en el 2005, Hasbro compró 105,5 millones de acciones a un costo total de 3.647 millones de dólares y a un precio promedio por acción de USD34,80 (Hasbro Inc., 2017).

Pese a la desventaja fiscal histórica asociada al pago de dividendos versus el beneficio impositivo de recompra de acciones (dado el diferente gravamen aplicado a ganancias y a aumentos de capital) (Berk & Demarzo, 2013), la proporción de pago

realizada a los inversores fue en una mayor proporción mediante dividendos y una menor a través de la recompra de acciones para los últimos 3 años entre el 2015 y 2017. Todavía la compañía no ha anunciado una actualización del plan de recompra 2015, llegando al límite de dólares aprobados por el directorio.

POLÍTICA HISTÓRICA DE PAGO

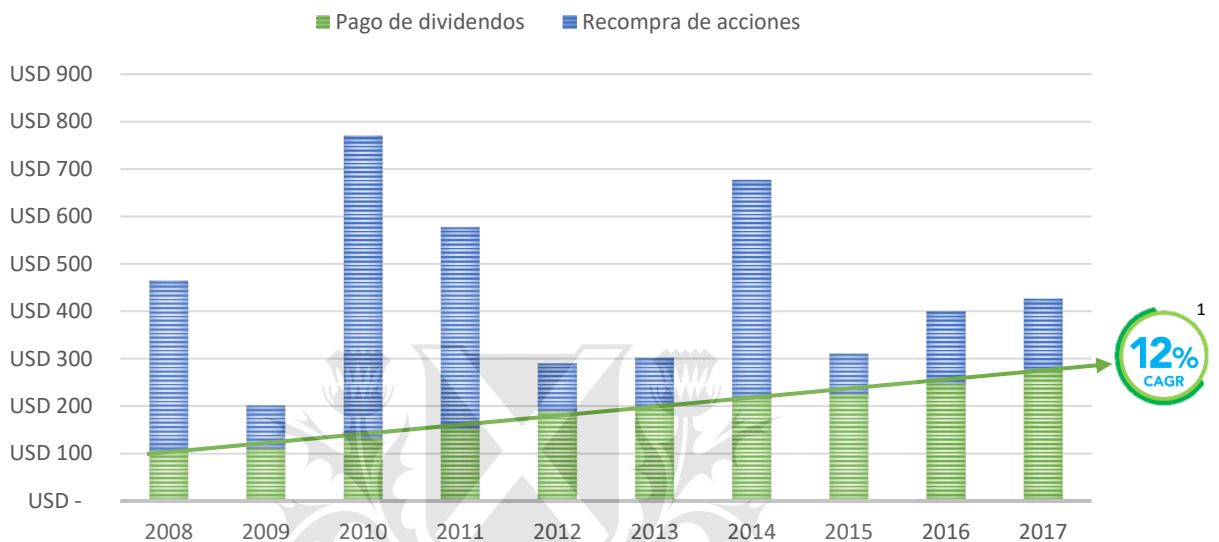


GRÁFICO 2 - POLÍTICA HISTÓRICA DE PAGO - FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A "2018 INVESTOR TOY FAIR HASBRO MANAGEMENT PRESENTATION"

En el gráfico 3 elaborado en base a la información provista en el Reporte Anual 2017, Hasbro Inc. muestra un sólido crecimiento por encima de los índices S&P500 y Russell1000 para los últimos 6 años.

El índice S&P500 está conformado por las 500 empresas más grandes comercializadas en los Estados Unidos, mientras que en el Russell1000 por las mayores 1000 empresas. Este último al incluir un mayor número de empresas para la construcción del índice, concentra una creciente cantidad de empresas con una capitalización menor. Esta distinción es importante ya que las compañías con capitalizaciones intermedias suelen tener un mayor riesgo y con ello un mayor retorno (Dierking, 2016). En el gráfico 3 se muestra la evolución de la acción de Hasbro Inc. en forma comparativa con el mercado revelando que el rendimiento promedio las acciones

¹ CAGR: siglas en inglés para Tasa Compuesta Anual de Crecimiento

de la empresa acompañaron el movimiento alcista del mercado manifestado a través de los antes mencionados índices.

EVOLUCIÓN DE HASBRO INC. VS S&P500 VS RUSSELL 1000

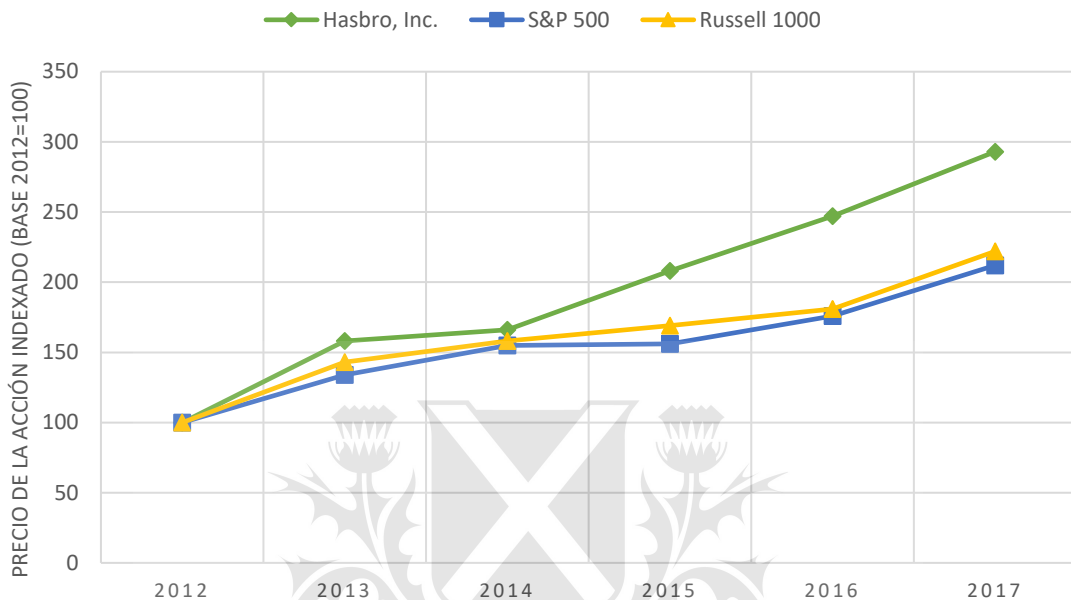


Gráfico 3 - Evolución Hasbro vs S&P vs Russell 1000 - Elaboración propia en base a Hasbro Inc Reporte Anual 2017

Portfolio de marcas Universidad de San Andrés

Dentro de la extensa lista de marcas adquiridas y desarrolladas por Hasbro, puede realizarse la siguiente clasificación (Hasbro Inc., 2017):

1. **Franquicias:** es el conjunto de marcas que Hasbro controla o es dueña y que tiene la capacidad de proveer las mayores ganancias y crecimiento de largo plazo. Estas franquicias componen la mayor proporción del total de ventas.

Durante el 2017 este rubro estuvo compuesto por 7 marcas:

- Littlest Pet Shop
- Magic: The Gathering
- Monopoly
- My Little Pony
- Nerf
- Play-Doh
- Transformers



2. **Aliados/Partners**: incluye el conjunto de marcas para las cuales Hasbro tiene la licencia para el desarrollo de juguetes y juegos.

Entre las licencias de los socios más importantes encontramos: Marvel (Spiderman y Avengers), Star Wars, Disney Princess, Disney Frozen, Disney descendants, Beyblade, Dreamworks' Trolls, Sesame Street y Yo-Kai Watch.

3. **Videojuegos Hasbro**: contiene el conjunto de marcas que revolucionan el juego digital. La base de estas marcas está en el análisis de las tendencias en las redes sociales para la elaboración de juegos acordes a los cambiantes deseos de los consumidores y su rápida introducción al mercado.

Entre las marcas que componen este conjunto tenemos: The Game of Life, Operation, Scrabble, Trivial Pursuit, Twister, entre otros.

4. **Marcas Emergentes**: son aquellas que Hasbro es dueña o controla y que no han logrado alcanzar el status de Franquicias, pero que la compañía considera que tienen potencial para lograrlo a través del tiempo con mayor inversión y desarrollo. También incluye las nuevas marcas desarrolladas por Hasbro.

Entre estas marcas encontramos: Baby Alive, Furby, Playskool Heroes, etc.

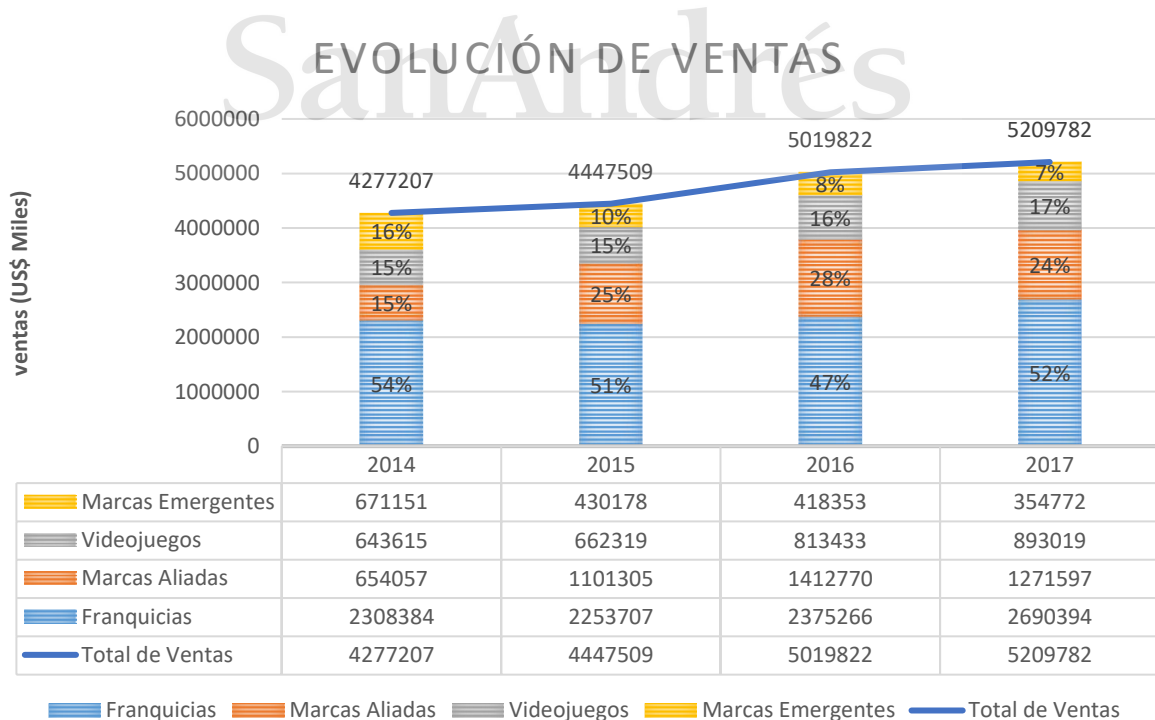


Gráfico 4 - Evolución de Ventas - Fuente Elaboración propia en base a Hasbro Brand Portfolio Information

En el gráfico 4 podemos analizar la evolución de las ventas de Hasbro en los últimos 4 años. En el mismo podemos notar un constante crecimiento de las ventas con una perceptible relevancia en la participación de las marcas en franquicia, ya que para el 2017 acumulan el 52% del total de las ventas de la compañía, seguido en una distancia considerable por las marcas adquiridas de aliados, Videojuegos y finalmente las marcas emergentes. El crecimiento del 2017 se debió principalmente al continuo crecimiento de NERF consolidado como el juguete número 1 de los Estados Unidos en Amazon hacia el último trimestre de acuerdo a NPD Group² y por el crecimiento en las ventas de los videojuegos Monopoly y Magic: The Gathering Arena. El área de videojuegos es una de las categorías con mayor expansión de los últimos tiempos ya que alcanza un amplio espectro de consumidores, desde bebés hasta adultos, y brinda variadas alternativas de desarrollo.

En cuanto a las marcas emergentes podemos notar un leve desaceleramiento, sin embargo, dentro de esta categoría el mayor crecimiento está otorgado por la marca Baby Alive. Dadas las encuestas de mercado y su potencial de ventas a nivel global, en el 2018 se reestructurarán las categorías de Emergentes y Franquicias, donde Baby Alive pasará a marcas franquiciadas mientras que Littlest Pet Shop pasará a emergentes.

La caída en ventas en las marcas aliadas se debió principalmente a una performance débil de la última película de la saga de Star Wars, Star Wars: El Último Jedi (Hasbro Inc., 2017).

El crecimiento en ventas en el portfolio de Marcas Franquiciadas y el hecho de que Hasbro encuentre nuevas marcas para su desarrollo dentro de su cartera de Marcas emergentes demuestra un sólido potencial de crecimiento de su portfolio (Bloomberg , 2017).

Responsabilidad Social Corporativa

Hasbro es considerada como una de las empresas con mayor foco en la responsabilidad social corporativa y sustentabilidad. Es considerada líder no sólo a nivel de su industria sino comparable a nivel nacional.

² Empresa estadounidense dedicada a estudios de mercado.

Corporate Responsibility Magazine ³ publicó los 100 mejores ciudadanos corporativos en este rubro. La base para el armado de esta lista se encuentra en la elaboración de un puntaje para 7 diferentes categorías: medioambiente, cambio climático, derechos humanos, gobierno corporativo, filantropía y finanzas. Las empresas deben encontrarse en el índice Russell 1000 y las medidas de desempeño son puntuadas en base a información pública disponible (Kuchinski, 2018).

Durante el 2016 y 2017, Hasbro se posicionó en primer lugar; en la más reciente publicación, 2018, se encontró en quinto puesto a nivel nacional.

De acuerdo con Thomas W. Knowlton, especialista en Ciudadanos Corporativos y socio del Grupo TCC⁴, un fuerte compromiso hacia la responsabilidad social, el medioambiente y el gobierno corporativo intensifica y mejora la reputación de la empresa, la política de retención de clientes, ayuda a la relación con sus empleados mejorando la lealtad a la empresa y los recursos humanos a la hora de reclutar nuevos trabajadores (Skroupa, 2018).



GRÁFICO 5 - EVOLUCIÓN ESG - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: YAHOO FINANCE

En el gráfico 5 podemos apreciar la evolución histórica del ESG donde Hasbro se posicionó siempre por encima de sus pares.

³ Revista publicada por la Asociación 3BL, antes conocida como Asociación de Responsabilidad Corporativa y cuya labor destacada es la elaboración del rating ESG (siglas en inglés para medioambiente, sociedad y gobierno).

⁴ Empresa dedicada al desarrollo de estrategias y programas que mejoran la eficiencia y eficacia de fundaciones, organizaciones sin fines de lucro, programas de corporate citizenship, empresas y gobiernos. <http://www.tccgrp.com/>

⁵ ESG: Environment, Social, Governance. En español: Medioambiente, Sociedad y Gobierno.

Segmentos

Las operaciones de Hasbro pueden organizarse en 3 segmentos diferentes (Hasbro Inc., 2017):

- **Estados Unidos y Canadá:** comprende América del Norte y abarca la actividad de marketing y venta de diferentes juegos y juguetes.
- **International:** comprende principalmente Europa, Asia-Pacífico y América Latina. Abarca la actividad de marketing y venta de diferentes juegos y juguetes. Tiene ventas minoristas, mayoristas y distribuidores en aquellos países en los cuales no cuenta con oficinas propias. Tiene focalización en los mercados emergentes debido a la oportunidad de crecimiento, entre ellos se encuentra China, Rusia y Brasil.
- **Entretenimiento y licencias:** este segmento comprende las licencias de los productos de consumo masivo, operaciones de televisión, cine, juegos digitales. También se encarga de la gestión y otorgamiento de licencias y derechos de propiedad intelectual a terceros sobre marcas propias de la compañía.

El otorgamiento de licencias a terceros donde no exista una competencia directa con los productos de Hasbro se da en situaciones donde la compañía considera más eficiente y rentable, otorgar la licencia que desarrollar y realizar el marketing de nuevos productos.

El negocio de juegos digitales apunta a promover las marcas propias a través del otorgamiento de licencias sobre las propiedades intelectuales de las distintas marcas de Hasbro. Los aliados tienen fuertes conocimientos sobre desarrollo y oferta de juegos digitales para computadoras personales, teléfonos celulares y consolas de videojuegos. Entre los socios comerciales se encuentran: Electronic Arts Inc., Activision, Ubisoft, Scopely entre otros.

Dentro de este segmento se encuentra también Backflip, un estudio propio de Hasbro dedicado al desarrollo de juegos para teléfonos celulares y tabletas que pretende apuntalar la entrega de licencias con el desarrollo interno de videojuegos.

Las ganancias provenientes de ventas de juguetes y juegos forma parte del segmento de U.S. y Canadá e Internacional; mientras que los ingresos por regalías incluyendo las ganancias por programas de televisión y cine se incluyen en este segmento.

- **Operaciones globales:** Abarca las operaciones entre segmentos. Incluye la fabricación del producto y el abastecimiento de los segmentos Estados Unidos, Canadá e Internacional.

En el 2015, Hasbro vendió a “Cartamundi” centros de manufactura que tenía ubicados en Massachusetts e Irlanda que se dedicaban principalmente a la producción de juegos. Cartamundi tiene ahora un contrato de varios años para la producción de juegos a Hasbro.

Hasbro realiza su producción en otros centros tercerizados especialmente en China, donde a su vez tiene una subsidiaria propia para el control de calidad y coordinación.

En los gráficos 6 y 7 que se presentan a continuación se puede ver la composición y evolución de las ventas en base a cada segmento:

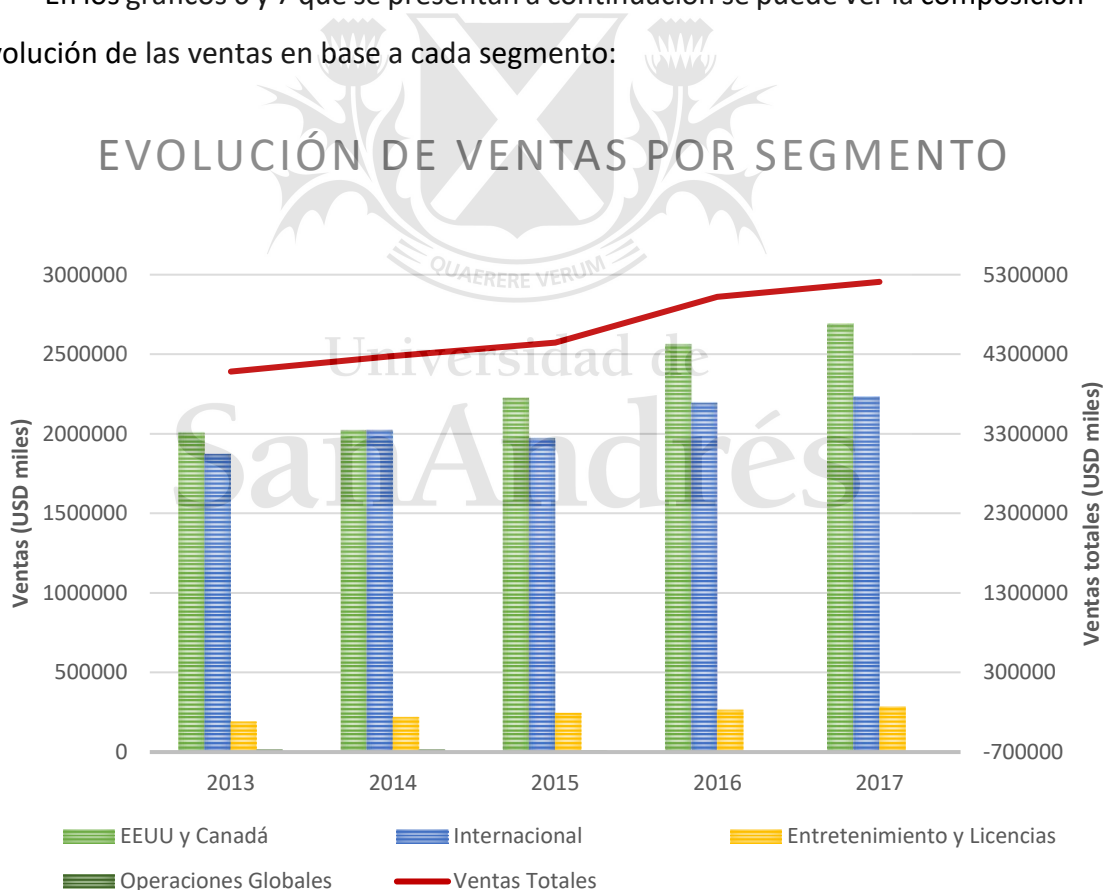


GRÁFICO 6 - VENTAS POR SEGMENTO - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: HASBRO REPORTE ANUAL 2017

SEGMENTO INTERNACIONAL: APERTURA POR REGIÓN

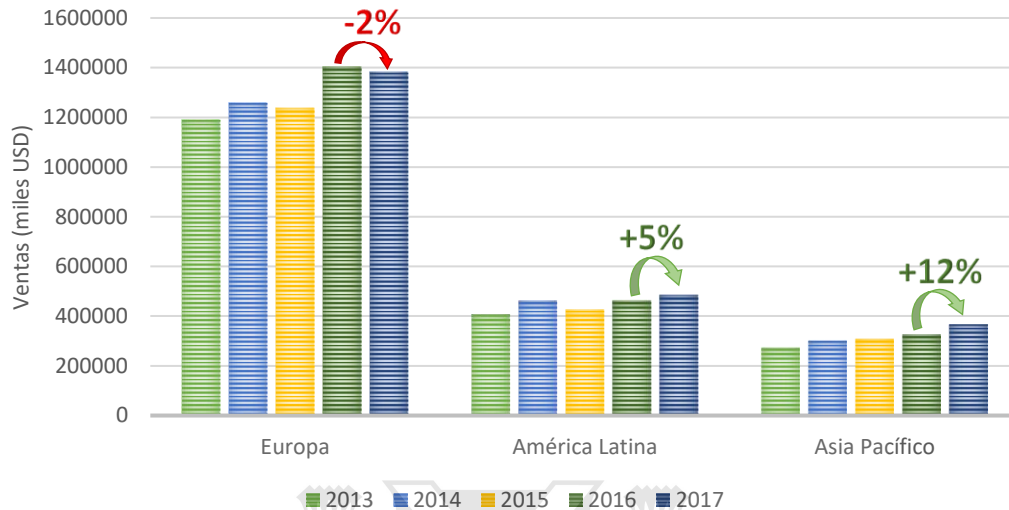


GRÁFICO 7 – SEGMENTO INTERNACIONAL: APERTURA POR REGIÓN - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: HASBRO REPORTE ANUAL 2017

El 51% de las ventas provienen del segmento de Estados Unidos y Canadá seguido en un 43% por el segmento internacional. Seguido en menor contribución por el segmento de Entretenimiento y Licencias.

Estados Unidos y Canadá creció un 5% en ventas entre el 2016 y 2017, el segmento internacional creció un 2% y el mayor crecimiento vino dado por el segmento de Entretenimiento y Licencias en un 8% siendo una de las principales oportunidades de desarrollo y crecimiento para la compañía dados los nuevos patrones de consumo.

Dentro del mercado internacional tenemos Europa y los mercados emergentes en América Latina y Asia Pacífico. Hasbro se orientó a estos mercados proponiéndose conseguir mejores márgenes operativos a medida que construyen un mayor nivel de escala aprovechando nuevas oportunidades. Este concepto se ve sustentado por la apertura de oficinas en la India, Argentina y Sudáfrica (Hasbro Inc., 2017).

Gran parte del crecimiento de este segmento es concebido por mayores operaciones en China donde dos importantes marcas de Hasbro como Transformers y My Little Pony tuvieron gran aceptación. Hasbro introdujo no solo sus marcas sino también contenido televisivo, consumos de producto masivo y comercio online. Para el 2018 se estrena en China la película de My Little Pony que promete ser la mayor fuente

de ingresos para el segmento Internacional. Para el 2019 la compañía pretende explotar el éxito de Transformers expandiendo y apalancando la marca en China a través del desarrollo de contenido de televisión y cine. A su vez China se presenta como un país con fuerte experiencia y auge tecnológico brindándole a Hasbro la potencialidad de desarrollar y apalancar su contenido de videojuegos.

Hasbro espera que una porción cada vez más importante del total de las ganancias provenga de los mercados emergentes (Europa del este, América Latina, África y Asia). Con el tiempo se espera una inserción más profunda en estos mercados donde todavía hay demanda insatisfecha. Esta estrategia empresarial presenta renovados obstáculos como:

- Adaptarse a nuevas leyes y políticas de gobierno.
- La capacidad para determinar precios
- Dificultades para comprender el negocio minorista de cada lugar, las tendencias de consumo locales, comprender las necesidades de los clientes y las condiciones de competencia.
- Dificultades para el ingreso de materiales y productos. Regulaciones aduaneras. Paros, interrupciones y retrasos.
- La imposición de tarifas, impuestos entre países, medidas proteccionistas de la industria local.

El crecimiento del segmento de Entretenimiento y licencias vino acompañado de mayores ventas provenientes de la reciente adquisición de los estudios Backlip en el 2016, crecimiento del consumo de productos masivos y las licencias de videojuegos. Este crecimiento se vio parcialmente afectado por una reducción de los ingresos por programas televisivos respecto al año 2016.

Diferencia cambiaria

Durante el 2015 y 2016, algunas monedas clave como el Euro, Rublo Ruso y Real Brasileiro se depreciaron significativamente comparado con el dólar americano. Esta depreciación tuvo un impacto negativo importante sobre las ventas y las ganancias.

Durante el 2017 la situación fue inversa generado un resultado favorable por la conversión cambiaria. Ciertas monedas de países emergentes como el Euro y monedas de Sudamérica se fortalecieron respecto al dólar. El beneficio registrado ascendió a 75,3

millones de dólares (Europa: 56,6 millones; Sudamérica: 13,8 millones; Asia: 4,9 millones) (Hasbro Inc., 2017).

VENTAS POR MONEDAS

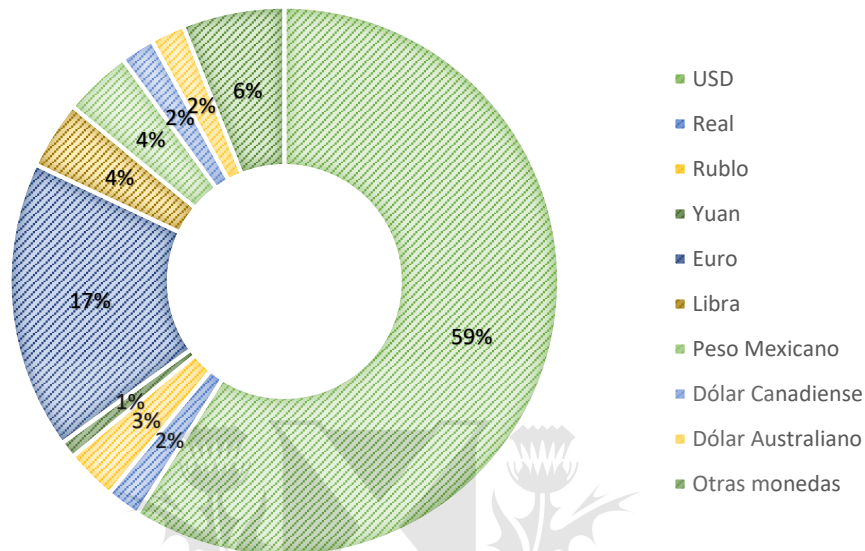


GRÁFICO 8 - VENTAS POR DIVISA - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: TOY FAIR PRESENTATION 2017

Universidad de

Proceso de Producción e Importación

Hasbro cuenta con 5400 empleados en todo el mundo, aproximadamente 2800 de ellos están localizados en los Estados Unidos.

Los juegos y juguetes son ideados por un grupo de desarrollo global interno y forman parte del costo del producto final. Otros factores que son canalizados internamente refieren a diseño, ingeniería, planos y empaque tanto de productos nuevos como de modificaciones a modelos antiguos.

Además de los diseñadores, ingenieros y artistas avocados al desarrollo de productos también nos encontramos con un gran número de diseñadores independientes de juegos y juguetes. Hasbro compite contra otros jugueteros por conseguir exclusividad para el desarrollo de estas ideas. Normalmente, de conseguir el trato, los contratos son exclusivos e implican una regalía sobre las ventas netas, así como también pueden incorporar avances de regalías.

Una forma adicional de creación de un nuevo producto puede venir asociado a la adquisición de licencias basadas en marcas y derechos de otras empresas ya sea por el uso de su marca o por la producción de ítems que resemblen diferentes personajes de películas, televisión u otra forma de entretenimiento digital. Hasbro compite por conseguir estas licencias con otros jugueteros y por sobre las cual, normalmente, deberá pagar regalías sobre las ventas netas del producto. En muchos casos las licencias pueden ser exclusivas para ciertos productos o líneas de productos en determinadas zonas geográficas, o podrían ser no exclusivas en cuyo caso los productos de Hasbro pasarían a competir con los productos de la misma licencia elaborados por otros jugadores del mercado.

Durante el 2017, sustancialmente todos los productos de Hasbro fueron manufacturados en fábricas de terceros en Asia, principalmente en China, como así también en dos propiedades que previamente pertenecían a la compañía: East Longmeadow (Massachusetts, Estados Unidos) y Waterford (Irlanda). Estas dos últimas instalaciones fueron vendidas en el 2015 al Grupo Cartamundi⁶. Cartamundi continúa produciendo gran cantidad de juegos bajo un acuerdo de producción de varios años.

Hasbro cuenta con alrededor de 82 plantas de producción tercerizadas. Donde aproximadamente el 66% se encuentran en China.

Bajo las condiciones proyectadas, las fábricas tercerizadas alcanzarían para satisfacer la demanda futura. Sin embargo, este modelo de producción pone fuerte presión en la cadena de abastecimiento de la compañía. Diferentes trastornos en los focos de manufactura podrían complicar los costos de producción y niveles de inventario. Entre las actividades que son tercerizadas se encuentran: moldes, pintura en spray, impresiones, cajas y armado.

⁶ Empresa belga dedicada a la manufactura, producción y venta de juegos de mesa, cartas y cartas coleccionables. Tiene 11 plantas localizadas en Europa y Estados Unidos.

CENTROS DE PRODUCCIÓN

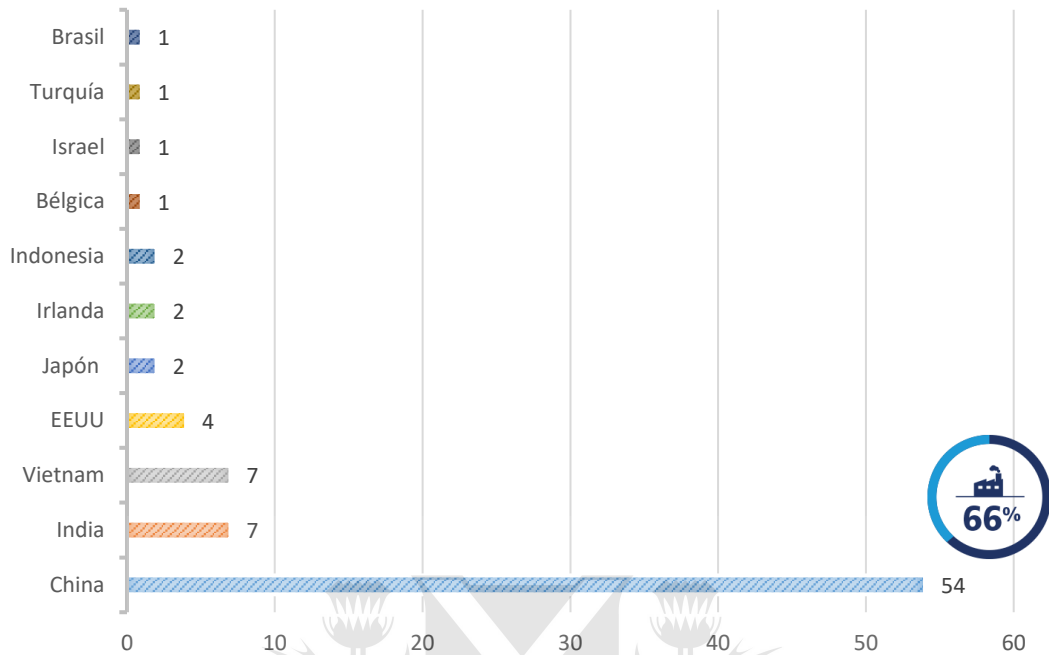


GRÁFICO 9 - FOCOS DE PRODUCCIÓN - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE:
[HTTPS://CSR.HASBRO.COM/EN-US/ETHICAL-SOURCING/ABOUT-OUR-SUPPLY-CHAIN](https://csr.hasbro.com/en-us/ethical-sourcing/about-our-supply-chain)

La imposición de sanciones, tarifas, impuestos o nuevos términos que afectasen la relación normal de comercio con China u otros países, así como también problemas políticos y laborales, apreciación de la moneda frente al dólar podrían interrumpir las operaciones o aumentar sustancialmente el costo de manufactura e importación. Todos estos factores son especialmente relevantes en caso de ocasionarse en China, dada la elevada proporción de producción proveniente de esta locación.

Durante 1996 China implementó un acuerdo de comercio y tarifas que reducía y, en ciertas ocasiones, eliminaba los impuestos de muchos productos que Hasbro importaba. Esta situación sentó las bases para una producción sustancialmente mayor en este país.

La mayor parte de los productos están realizados en base a plástico, papel y cartón, aunque determinados productos pueden requerir componentes electrónicos. Esta materia prima está disponible en el mercado, pero suele estar sujeta a significativas fluctuaciones de precio.

El proceso normal de manufactura implica contratos de abastecimiento que son habitualmente negociados a principio del año fiscal y que determinan los precios para

el año. Sin embargo, la mayor parte de estos contratos contienen cláusulas de reajuste en caso de extrema volatilidad de los precios y podrían requerir renegociación (Hasbro Inc., 2017).

Ventas y Marketing

Los productos son vendidos a nivel global a diferentes espectros de consumidores:

- Jugueterías
- Tiendas Electrónicas (e-commerce)
- Grandes tiendas (Department Stores)
- Tiendas de ahorro (Discount Stores)
- Grandes cadenas
- Farmacias (Drug Stores)
- Grandes y pequeñas tiendas minoristas



ILUSTRACIÓN 4 - CADENA DE DISTRIBUCIÓN - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: TOY FAIR PRESENTATION 2017

Con la fuerza de venta de Hasbro cubren la mayor parte de las ventas de la compañía, el resto de las ventas son realizadas por distribuidores independientes que mantienen la presencia de la marca en lugares del mundo donde Hasbro no tiene injerencia directa. La mayoría de las ventas son a grandes cadenas, distribuidores, e-retailers y mayoristas.

La publicidad de los juguetes y juegos se realiza principalmente en televisión y a través del marketing digital. Los productos se promocionan junto con aquellos productos complementarios que pueden generar interés en el cliente.

Otras formas de publicidad están relacionadas con Hasbro Studios que produce entretenimiento que es transmitido en Discovery Family Channel y otros canales a nivel global, y en otras plataformas digitales como Netflix y iTunes. A su vez, Allspark Pictures y Allspark Animation producen contenido animado y obras teatrales en vivo basadas en las marcas de Hasbro.

Los productos son entregados para la venta minorista por lo general luego de uno a dos años de consolidación de la marca. La mayoría de los productos son presentados en febrero en Nueva York para la Feria Internacional de Juguetes y en otras ferias en el mundo principalmente en Hong Kong y Alemania.

Universidad de Storytelling, la industria del cine y la televisión San Andrés



STORYTELLING



Storytelling es una palabra en inglés que se usa

en los negocios haciendo referencia al arte de contar una historia usando un lenguaje sensorial presentado de tal forma que trasmite a los oyentes la capacidad de interiorizar, comprender y crear significado personal de ello. Pretende utilizar un cuento para comunicarse y causar un efecto más duradero en el receptor al involucrarlo y comprometerlo a la historia narrada. Una buena historia crea una emoción positiva que inspira a la gente a tomar una acción (Nick, 2015).

Hasbro es la empresa número 1 en Storytelling de la industria. La estrategia que inició con duras críticas e incertidumbre, hoy produce grandes resultados siendo el

punto de partida de todas las nuevas marcas desarrolladas o adquiridas por la compañía. La primer gran marca sustentada en storytelling comenzó en el 2007 con la película de Transformers. Hasbro se encuentra posicionada como una de las más grandes productoras de juguetes del mundo y sus productos continúan en los estantes de las jugueterías gracias a que Hasbro les dio vida a sus juguetes, los hizo crecer y les dio contenido a través historias, personajes, juegos, películas, series y redes sociales. Todos los canales de comunicación cuentan la historia y dan vida a los protagonistas de cada marca creando un lazo con quien interactúa (License Global, 2016).

Para desencadenar el máximo potencial de las marcas, Hasbro creó en el 2009 Hasbro Studios para desarrollar, producir y distribuir contenido de televisión. En el 2010, Hasbro Studios y Discovery Networks cambiaron el nombre del canal antes conocido como Discovery Kids a The Hub para años después pasar a denominarse Discovery Family como lo conocemos en la actualidad (Hasbro, 2014).

Hasbro estudios fue creando alianzas con distintos líderes en distintas industrias para continuar expandiendo su alcance, así fue como expendió su brazo hasta la televisión canadiense aliándose con Corus Entertainment para brindar contenido de entretenimiento durante los vuelos de Continental Airlines y Qantas (Wendy, 2011). En el 2014, Hasbro Studios anuncia la creación de una nueva división para la producción de películas a la cual se denominó Allspark Pictures. En el 2015 Hasbro Studios entra en un acuerdo con Paramount Pictures para lanzar cinco películas producidas por Allspark Pictures y distribuidas por Paramount Pictures. El éxito de la alianza se consolidó en una extensión del contrato a 5 nuevas películas en el 2017 (Hasbro, 2017).

La adquisición en el 2016 de Boulder Media llega para escalar la apuesta incorporando ideas renovadoras para la producción de contenido animado (Hasbro, 2016).

En el área de cine, televisión y juegos compete con otras compañías que apuntan a crear experiencias de divertimento para los niños y las familias. En esta área de entretenimiento Hasbro y Discovery Family Channel compiten con otras cadenas de televisión y productores de entretenimiento como Nickelodeon, Cartoon Network y Disney Channel, tanto por televidentes, como por ganancias provenientes de la publicidad y distribución del contenido.

Discovery
Family

**BOULDER
MEDIA**

ALLSPARK
P I C T U R E S
A HASBRO COMPANY



Universidad de
San Andrés

Análisis de la Industria del Juguete

La industria del juguete en el mundo representa alrededor de 89,7 miles de millones de dólares, superando a la industria del cine y la música (10,4 y 9,5 miles de millones de dólares respectivamente). Se trata de una industria altamente competitiva con bajas barreras de entrada donde la creciente competencia de productos digitales presenta un desafío para las tradicionales empresas de juguetes.

Existen varios factores que influyen la demanda de juguetes tradicionales como el hecho de que los principales mercados que demandan juguetes son sociedades maduras donde la población joven se ve en constante decrecimiento debido al proceso de ageing⁷ que afecta a los países más desarrollados.

Otro factor a considerar es el hecho de que los juguetes no son bienes de primera necesidad, sufriendo grandes fluctuaciones en su consumo de acuerdo a las variaciones del ciclo económico. A su vez, si bien los jóvenes tienen preferencias respecto al juguete a comprar, la competencia es feroz y los productos presentan baja diferenciación (Statista, 2017).

El cambio en el comportamiento de la sociedad es un factor determinante a modelar para comprender y evolucionar a su par. En un principio los niños se aferraban a los juguetes que recibían, no fue tanto tiempo después que se transformaron en algo con lo que los jóvenes jugaban en pantallas. Luego evolucionaron a objetos que los adultos buscaban coleccionar porque les recordaba a momentos añorados de su niñez. Los juguetes coleccionables se ubicaron en la cima de la lista de crecimiento a nivel global conformando un crecimiento del 14% y representando el 8% de las ventas totales de la industria.



⁷ “Ageing” es un término en inglés que refiere al incremento de la edad media de la población de una región principalmente debido a un incremento de la expectativa de vida o una reducción de la tasa de fertilidad.

A nivel global, la industria creció un 4% entre el 2015 y el 2016, y un 1% entre el 2016 y 2017. La tasa de crecimiento anual para la industria para los últimos 10 años (2007-2017) es de 1,5%, pero si se analiza un período más reducido de tiempo, 5 años 2013-2017, podemos notar un intenso crecimiento con una tasa compuesta anual del 3,2% para dicho período.

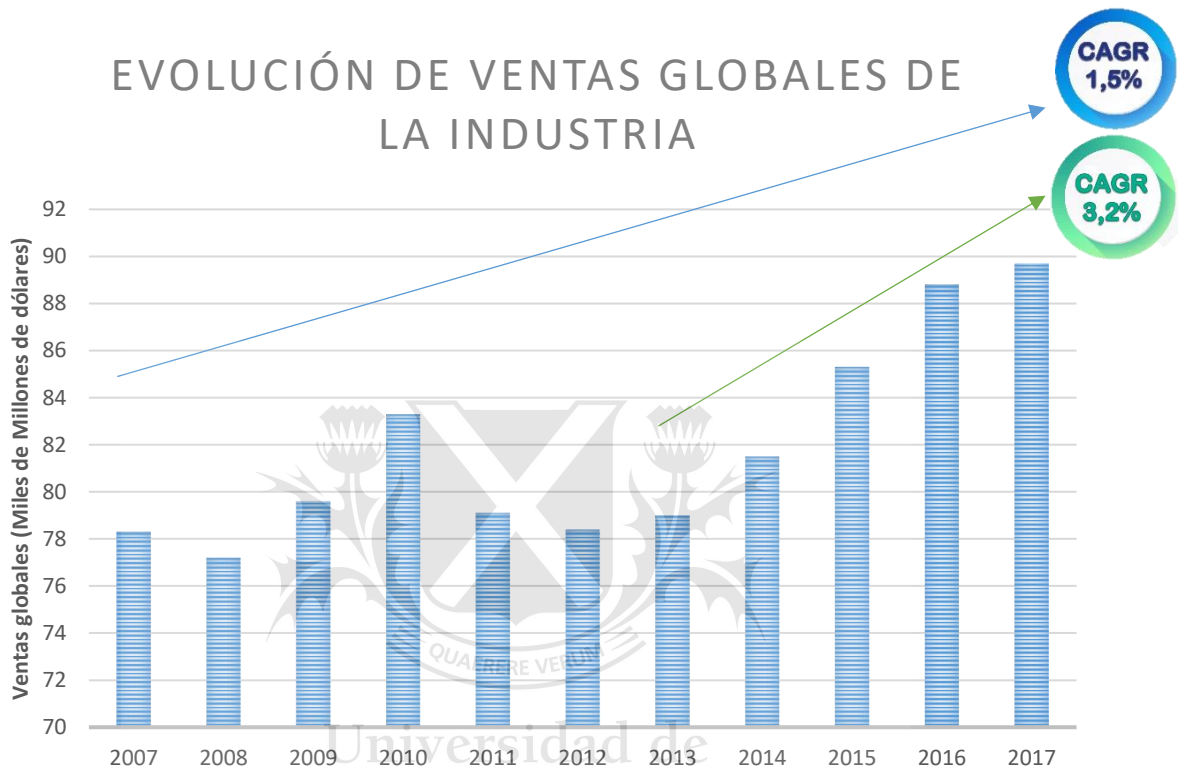


GRÁFICO 10 - EVOLUCIÓN DE VENTAS INDUSTRIA - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: THE TOY ASSOCIATION ELABORACIÓN PROPIA. FUENTE: THE TOY ASSOCIATION - [HTTP://WWW.TOYASSOCIATION.ORG/TA/RESEARCH/DATA/POPULATION/TOYS/RESEARCH-AND-DATA/DATA/GLOBAL-SALES-DATA.ASPX](http://www.toyassociation.org/ta/research/data/population/toys/research-and-data/data/global-sales-data.aspx)

La industria billonaria del juguete está dominada por 5 grandes jugadores:

- Mattel
- Namco Bandai
- Lego
- Hasbro
- Jakks Pacific



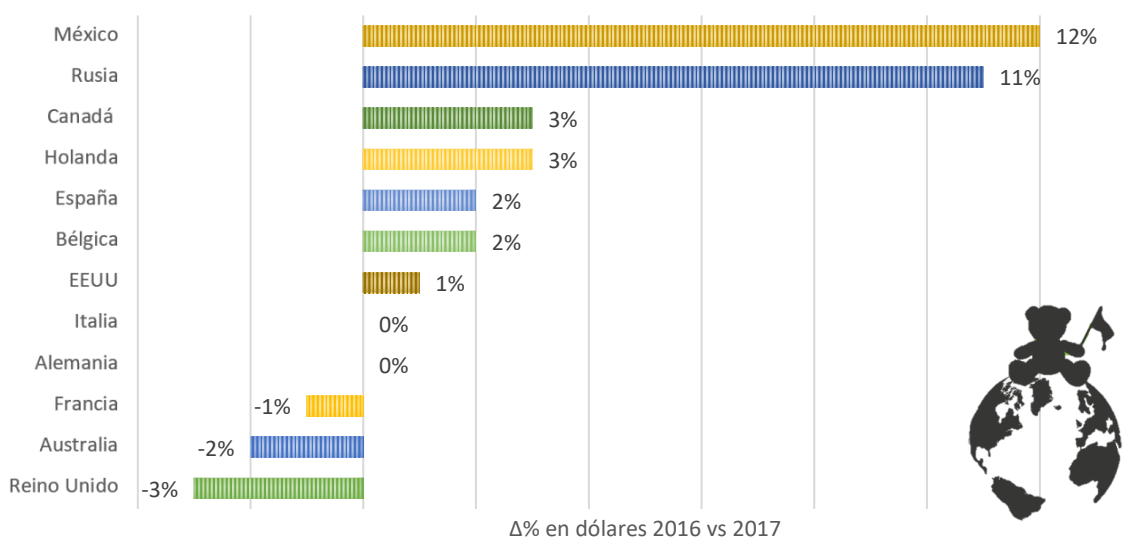
Tres de los 5 mayores competidores son de origen estadounidense, siendo este país uno de los mercados más importantes y rentables para la industria. Solo en Estados Unidos las ventas minoristas se estimaron en 22 mil millones de dólares para el mercado

de juegos y muñecos y es una fuente de trabajo para aproximadamente 287 mil personas.

Los Estados Unidos representa por sí mismo alrededor del 30% del mercado total de juguetes convirtiéndose en el el país de mayor relevancia para la industria. Estados Unidos es el importador más grande de juguetes en todo el sector siendo China el origen del 80% de sus importaciones. China es a su vez el mayor importador de toda la industria (Statista, 2017).

Durante el año 2017, la industria juguetera creció un 1% considerando los 12 principales mercados globales. El crecimiento de la industria del juguete en el 2017 se vio relacionado a la influencia positiva que tuvieron las tendencia de las redes sociales en los patrones de consumo y que se vio potenciada por precios levemente inferiores. El poder de las redes sociales para potenciar tendencias y alcanzar a los consumidores de todo el mundo al mismo tiempo fue un ícono de este año (2017). Juguetes como el Fidget Spinner y el Slime Crazes fueron el vivo reflejo del poder de los medios de comunicación en las nuevas generaciones. A su vez demostró la capacidad que tienen las nuevas tecnología de comunicación para potenciar las ventas de las empresas (NPD Group, 2018). Estados Unidos creció un 1% alcanzando los \$20,7 miles de millones de dólares. México y Rusia fueron los países que mostraron un mayor crecimiento, sustancialmente atribuible a inflación. Varios mercados europeos como Francia y el Reino Unido experimentaron bajas en las ventas respecto del año 2016 , así como también lo hizo Australia.

CRECIMIENTO DE VENTAS POR PAÍS



A través de encuestas realizadas y publicadas por el Grupo NDP en el 2018, podemos apreciar la evolución de los diferentes juguetes a lo largo de los años. Las categorías que más crecieron del 2016 al 2017 fueron los peluches, muñecas y juegos de mesa y rompecabezas. Los que sufrieron una reducción más importante fueron las categorías de Arte y Artesanías, Juegos para Armar y Muñecos de Acción y Accesorios.

Categorías de juguetes	2015	2016	2017	2015 vs 2016 (Δ%)	2016 vs 2017 (Δ%)
Otros juguetes	1,39	1,42	1,63	2%	15%
Peluches	1,35	1,52	1,64	13%	8%
Muñecas	3,41	3,78	3,93	11%	4%
Juegos de mesa y Rompecabezas	2,14	2,63	2,72	23%	3%
Juegos electrónicos para jóvenes	0,81	0,76	0,77	-6%	2%
Juguetes desde recién nacidos a preescolar	4,05	4,17	4,22	3%	1%
Juguetes para el exterior y deportes	4,44	4,86	4,89	9%	1%
Vehículos	1,86	1,90	1,85	2%	-3%
Muñecos de acción y accesorios	1,90	1,87	1,78	-1%	-5%
Juegos para armar	2,63	2,56	2,41	-2%	-6%
Arte y artesanías	1,34	1,28	1,17	-5%	-8%
Total	25,32	26,74	27,01	6%	1%

TABLA 2 - EVOLUCIÓN DE VENTAS POR CATEGORÍAS DE JUGUETE EN EEUU - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: [HTTP://WWW.NPD.COM/WPS/PORTAL/NPD/US/INDUSTRY-EXPERTISE/TOYS/](http://www.npd.com/wps/portal/npd/us/industry-expertise/toys/)

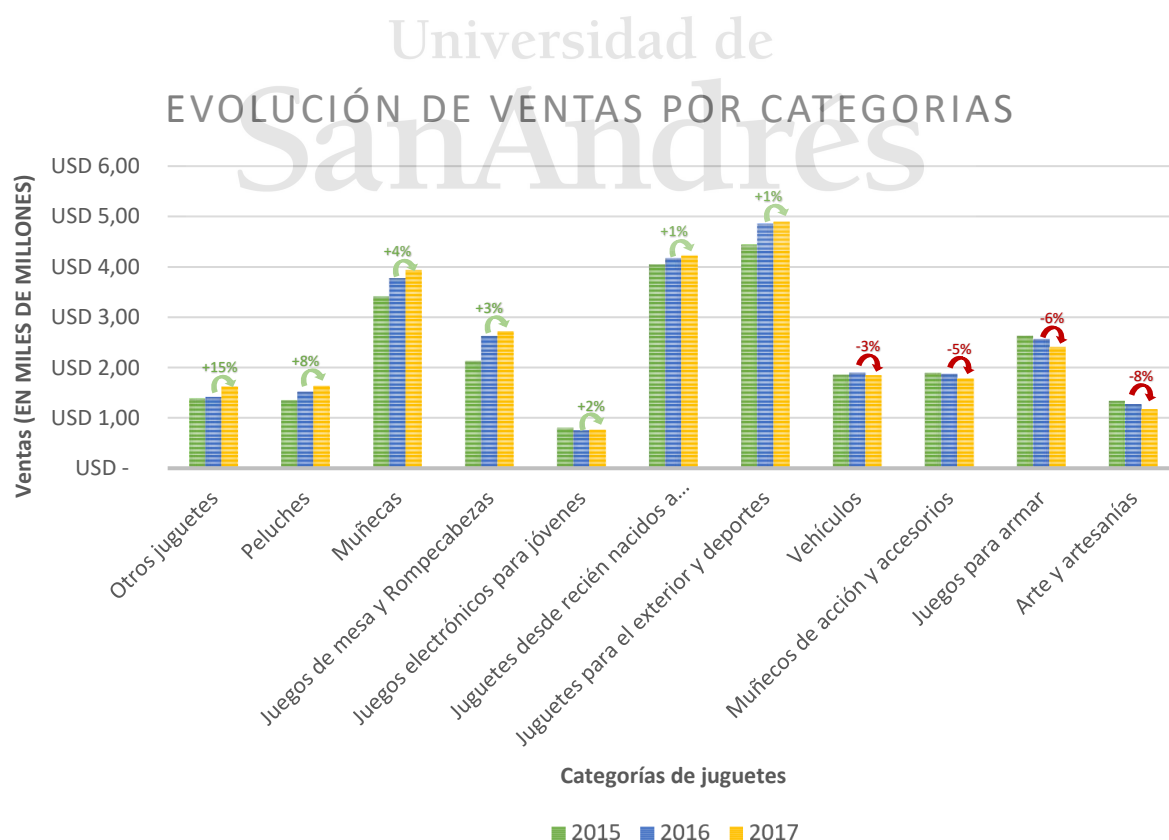


GRÁFICO 11 - EVOLUCIÓN DE VENTAS POR CATEGORÍA DE JUGUETE EN EEUU - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: [HTTPS://WWW.NPD.COM/WPS/PORTAL/NPD/US/INDUSTRY-EXPERTISE/TOYS/](https://www.npd.com/wps/portal/npd/us/industry-expertise/toys/)

Participación de mercado - Competencia

De acuerdo con la información de mercado Hasbro se encuentra posicionada segunda en el mercado global con un 16,54% de cuota de mercado, por debajo de la empresa japonesa Bandai Namco especializada en videojuegos la cual tiene un 17,54% del mercado global.

Posicionamiento Global		
Ranking	Empresa	Cuota de mercado
#1	Bandai Namco Holdings Inc	17,54%
#2	Hasbro Inc	16,54%
#3	Mattel Inc	15,50%
#4	Lego	13,84%
#5	Jakks	5,33%
#6	Spin Master Corp	4,86%
#7	Otros	26,38%

TABLA 3 - POSICIONAMIENTO GLOBAL - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: TOYS AND GAMES MARKET STATUS BY MANUFACTURERS, TYPES AND APPLICATION, HISTORY AND FORECAST 2022

En los últimos 5 años (2013-2017), Hasbro incrementó suavemente su cuota de mercado a nivel mundial pasando de 16,58% en el 2013 a un 17,54% en el 2017. En esta escala, sus principales competidores son Bandai Namco y Mattel. El primero se mostró fuerte y tuvo un leve crecimiento de su cuota de mercado, mientras que el segundo tuvo una fuerte pérdida de su cuota principalmente debido a la incapacidad para adaptarse a las tendencias tecnológicas que demandaban los jóvenes que se inclinaban hacia videojuegos y juguetes con interacción digital. Las principales marcas de Mattel, como “American Girl” y “Fisherprice”, sufrieron fuertes bajas. La pérdida de cuota de mercado se vio exacerbada por la aparición de nuevos juegos como el Spin Master que con su fuerte presencia en las redes sociales y marketing captaron una porción del mercado. (Whitten, 2018)

EVOLUCIÓN CUOTA DE MERCADO MUNDIAL

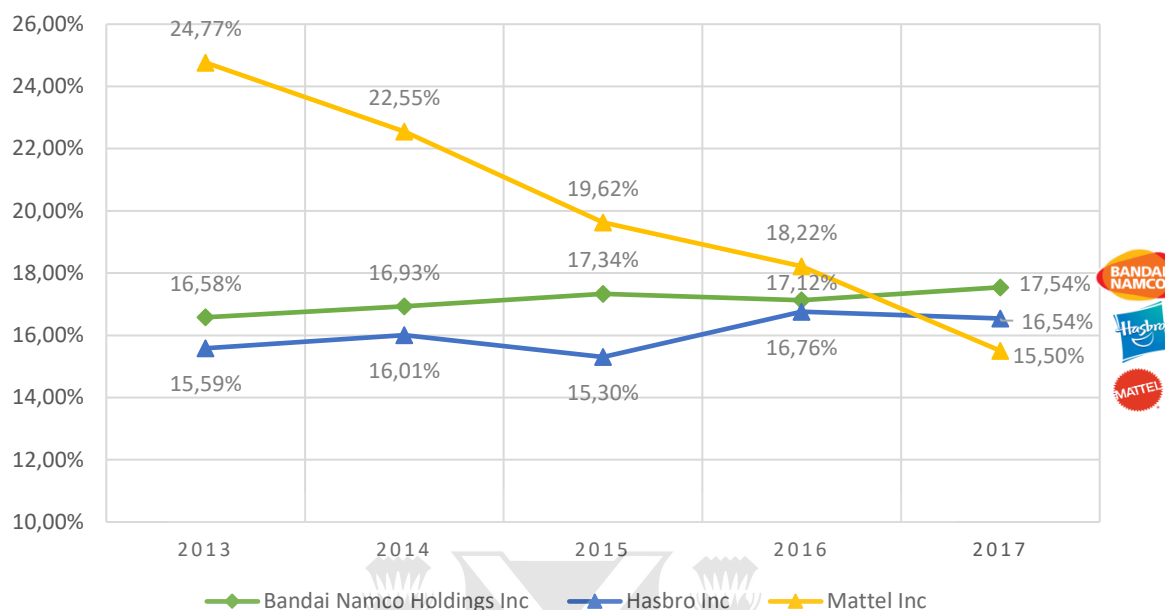


GRÁFICO 12 - EVOLUCIÓN CUOTA DE MERCADO MUNDIAL – ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: TOYS AND GAMES MARKET STATUS BY MANUFACTURERS, TYPES AND APPLICATION, HISTORY AND FORECAST 2022

En el mercado local (Estados Unidos), Mattel se encuentra como líder de la industria con un 24,27% de cuota de mercado, seguido por Hasbro con un 23,15%. Bandai Namco líder en el mercado global, solamente retiene el 5% de cuota de mercado en Estados Unidos, alcanzando el sexto puesto.

Posicionamiento EEUU		
Ranking	Empresa	Cuota de mercado
#1	Mattel Inc	24,27%
#2	Hasbro Inc	23,15%
#3	Lego	13,35%
#4	Spin Master Corp	8,15%
#5	Jakks	6,80%
#6	Bandai Namco Holdings Inc	4,99%
#7	Otros	19,29%

TABLA 4 - POSICIONAMIENTO EEUU - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: TOYS AND GAMES MARKET STATUS BY MANUFACTURERS, TYPES AND APPLICATION, HISTORY AND FORECAST 2022

En los últimos 5 años, Hasbro logró mejorar su cuota de mercado en su principal segmento, el mercado estadounidense, pasando de un 20% a un 23,15% a finales del 2017. A este nivel de mercado, Mattel fue el principal competidor que perdió profundamente su cuota de mercado ante varios competidores y en especial nuevas

compañías que presentan innovadores productos que captan rápidamente la atención de los jóvenes.

EVOLUCIÓN CUOTA DE MERCADO EEUU

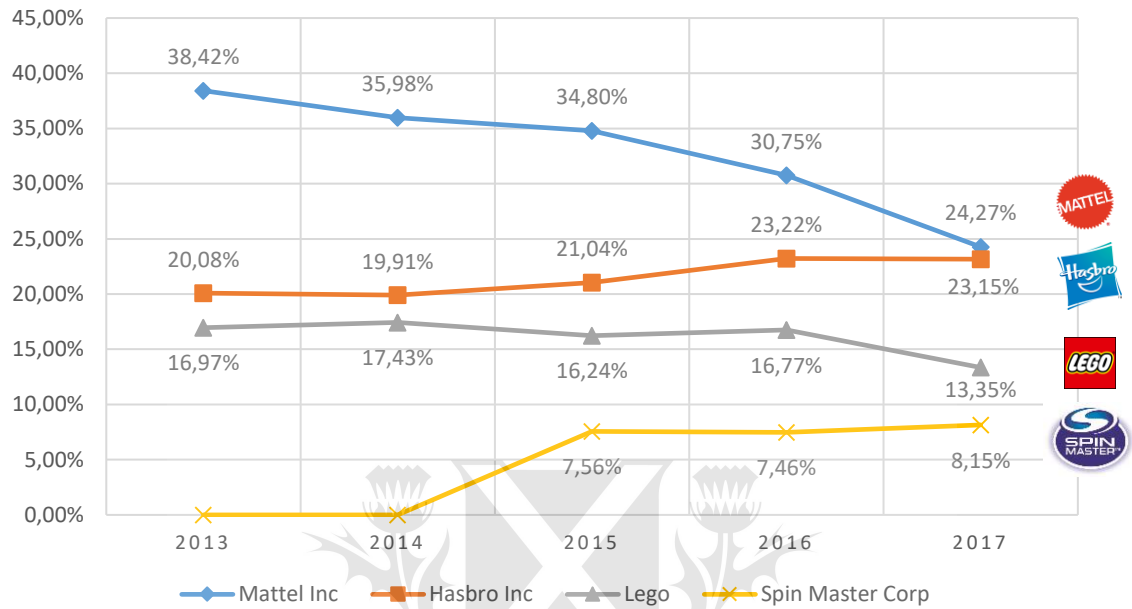


GRÁFICO 13 – EVOLUCIÓN CUOTA DE MERCADO MUNDIAL – ELABORACIÓN PROPIA – FUENTE: TOYS AND GAMES MARKET STATUS BY MANUFACTURERS, TYPES AND APPLICATION, HISTORY AND FORECAST 2022

Universidad de
San Andrés

Canales de Distribución

El 78% de las ventas suele ser a través de medios no electrónicos, el restante 22% refiere a ventas por internet. Pese a que el número de consumidores que compra juguetes en una tienda permaneció mayoritariamente constante a través de los años, los consumidores están tendiendo cada vez más hacia compras en internet. A su vez podemos notar que la mayor proporción de ventas se da a través de grandes tiendas multimarca seguido por jugueterías y otros canales.

PORCENTAJE DE VENTAS POR CANAL DE DISTRIBUCIÓN

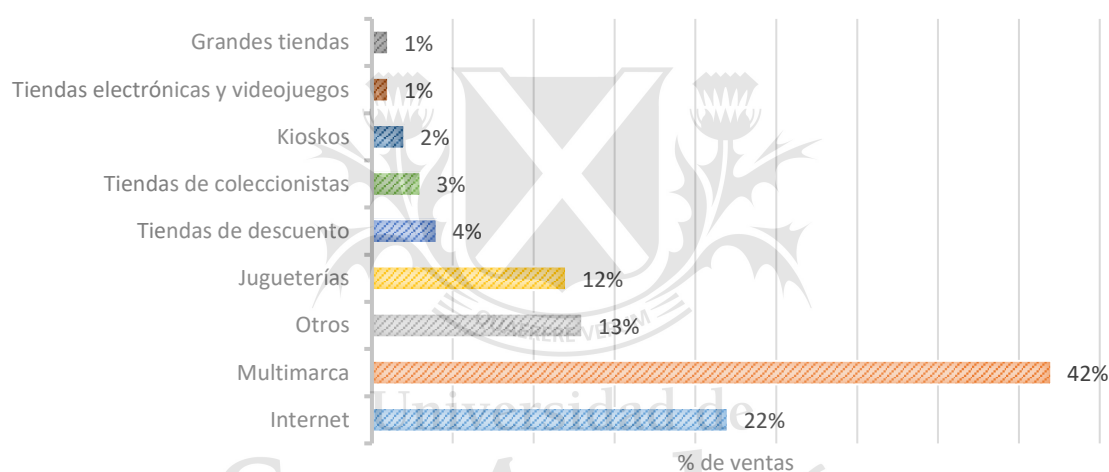


GRÁFICO 14 - PORCENTAJE DE VENTAS POR CANAL DE DISTRIBUCIÓN - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: [HTTPS://WWW.STATISTA.COM/STATISTICS/750801/TOY-SALES-SHARE-BY-DISTRIBUTION-CHANNEL/](https://www.statista.com/statistics/750801/toy-sales-share-by-distribution-channel/)

Uno de los grandes problemas que enfrenta la industria refiere a la importante concentración de ventas en escasos clientes dedicados al comercio minorista.

En el caso de Hasbro, aproximadamente el 37% de las ventas se dieron por tres grandes clientes: Wal-Mart, Toy's R Us y Target. Y en el segmento de Estados Unidos y Canadá, estos mismos clientes representaron el 61% de las ventas de la compañía.

Esta fuerte dependencia de unos pocos distribuidores puede llegar a debilitar las ventas de las empresas jugueteras de la industria. El poder de los clientes yace en la capacidad de reducir a su deseo la cantidad de unidades compradas, favorecer el ingreso y distribución de productos de la competencia, facilitar el ingreso de nuevos

competidores al mercado hasta incluso introducir una línea de juguetes propia que compita con los principales productores.

La relevancia de los canales de distribución adquirió especial atención durante el 2017 cuando una de las jugueterías más importantes, Toy's R Us, presentó la quiebra. El impacto negativo en ventas hacia fines del 2017 y durante el 2018 fue notorio y se debió principalmente a la reducción del inventario y la incapacidad de la empresa de afrontar ciertos créditos.

El fin de Toy's R Us y el comienzo del e-commerce



La mayor compañía de juguetes norteamericana fundada en 1948 entró en septiembre 2017 en el proceso de quiebra esperando poder reestructurar sus deudas, pero finalmente desembocó en el 2018 en un proceso de liquidación de sus operaciones en Estados Unidos. En Inglaterra la compañía se vio forzada a aceptar un administrador legal luego de que se frustraran negociaciones para la venta de sus operaciones en dicha locación. En el mercado europeo Toy's R Us continuó recibiendo ofertas como también en el mercado asiático, el más rentable de sus operaciones. (Lauren Coleman-Lochner, 2018)

Como una de las principales fuentes de distribución minorista de juguetes, Toy's R Us con alrededor de 800 negocios en Estados Unidos, contaba con gran cantidad de inventario de las principales empresas de juguetes siendo puestas a la venta a precios de descuento.

Diferentes consultoras analizaron el panorama de la industria del juguete tras el shock de liquidación de Toy's R Us. Los escenarios más extremistas previeron una pérdida total de las ventas que originalmente tenía la juguetería, mientras que versiones más alentadoras presentaron un panorama crítico para la primera mitad del 2018 hasta tanto aparezcan otros canales de distribución que se propongan absorber la demanda de juguetes. La mayoría de las consultoras no esperan una pérdida de mercado en el largo plazo principalmente debido a que el fin de las operaciones de Toy's R Us no se debió a un baja de consumo a nivel industria, sino que la evolución de los patrones de distribución y de compra de los individuos revolucionó por completo la forma de venta minorista (Korosec, 2018).

A su vez Juli Lennett, especialista en la industria del juguete, esboza en su artículo “What Toys”R”Us Closing Means for the Toy Industry”⁸ interesantes resultados sobre el patrón de consumo minorista. Toy’s R Us representaba en Estados Unidos alrededor del 12% de las ventas de juguetes, siendo el 70% compras realizadas para ocasiones especiales como cumpleaños o fiestas, mientras que el restante 30% efectivamente correspondía a una compra sin motivo especial. Por ende, el futuro de la industria del juguete no se presentaría tan negro debido al lógico pensamiento de que los niños siguen demandando juguetes y que, si bien antes eran en un 70% comprados en una juguetería, ahora se presentaría en nuevos comercios. Parece posible que alguna parte de las ventas se vea efectivamente reducida, pero este análisis parecería incluir esperanzas de recupero para la industria del juguete. (Lennett, 2018)

El impacto que las empresas como Hasbro, Mattel y Lego fueran a tener en sus ventas debido al cierre de Toys”R”Us dependerá en gran medida en la cantidad de tiendas que efectivamente cerrarán y la cantidad de ventas que serán reemplazadas por la nueva tendencia de e-commerce (compra vía internet). En los últimos años, Toys”R”US se vio perjudicada por una creciente competencia, es especial el de las compras online como por ejemplo Amazon. Hacia la actualidad Toys”R”Us cayó por detrás de Amazon en precio y variedad (Coresight Research, 2018).

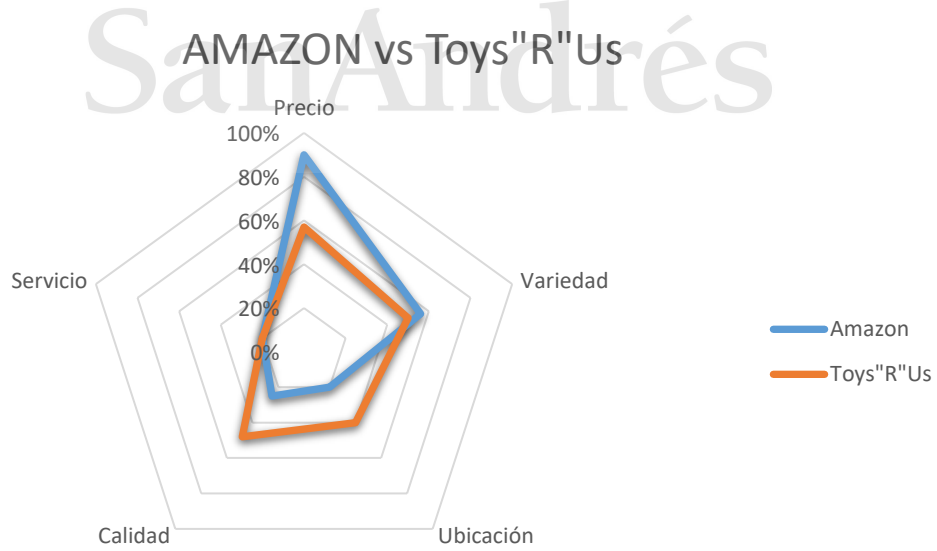


GRÁFICO 15 - FACTORES DETERMINANTES ENTRE AMAZON Y TOYS"R"US - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: [HTTPS://WWW.FUNGGLOBALRETAILTECH.COM/NEWS/TOYSRUS-FILES-BANKRUPTCY-DUE-DEBT-INTENSIFYING-COMPETITION/](https://www.funglobalretailtech.com/news/toysrus-files-bankruptcy-due-debt-intensifying-competition/)

⁸ Titular en inglés. Traducción: “Lo que Toys”R”Us implica para la industria del juguete”

En los Estados Unidos, las tiendas minoristas anunciaron la apertura de 3.000 nuevos negocios durante la primera mitad del 2018, pero a su vez anunciaron el cierre de 6.800 tiendas. Durante los últimos cuatro años existió una tendencia donde el cierre de negocios superó en forma creciente a la apertura de nuevos locales. Si tomamos este dato y lo combinamos con información general de la industria donde encontramos uno de los mayores datos registrados de confianza de los consumidores, desempleo en un número históricamente bajo y una economía que continúa creciendo, vemos que en realidad están todos los condimentos para encontrarnos con un boom de la industria retail, pero sin embargo cada vez más compañías se presentan en quiebra o sufrieron crisis financieras en los últimos tiempos. Estos datos presentan una idea de un consumo que se mantiene pero que va fluctuando en su forma aprovechando las nuevas tecnologías disponibles. (Matt Townsend, 2017)

Estacionalidad de la industria

La industria del juguete es estacional y por ende las ganancias operativas van a depender en gran medida, de las ventas durante el corto período de vacaciones, vísperas de navidad y año nuevo. Esta estacionalidad se ve exacerbada por la rápida respuesta de los minoristas para manejar sus niveles de inventario.

La mayoría de las ventas del año se producen en el período entre septiembre y Diciembre, encontrando en el último cuarto del año las mayores ganancias.

A su vez el creciente desarrollo e-commerce presenta otro desafío superior, ya que tienen la tendencia de mantener menores niveles de inventario, y realizar órdenes de pedido mucho más cerca del momento de compra de los consumidores. Esto hace que empresas como Hasbro, deban estar preparadas para suplir demandas esporádicas y actuar de proveedores de aquellos minoristas que optan por optimizar sus niveles de stock a fin de reducir costos. Mientras estas técnicas reducen la inversión necesaria de minoristas en inventarios, crea una creciente presión en los proveedores para poder satisfacer la demanda y absorber una parte significativa de los riesgos de inventario y logística.

Esta nueva forma de comercio, genera que proveedores como Hasbro deban tener preparado un esquema de logística y distribución muy desarrollado, ya que deben

ser capaces de cumplir con la demanda en períodos de tiempo cada vez más reducidos, creando un riesgo adicional que podría resultar en una reducción de ventas.

Estos patrones estacionales implican una importante inversión en capital de trabajo, en especial en manufacturas e inventarios durante las vísperas de vacaciones, y requiere una hábil capacidad para pronosticar la demanda para así evitar la pérdida de ventas de productos populares o producir inventario en exceso de aquellos productos no tan requeridos.

En esta industria, los consumidores no tienen contratos vinculantes de largo plazo, en el cual se obligan a comprar a Hasbro, y esto tiene un riesgo implícito importante. Cualquier cliente puede decidir reducir su total de compras, y reducir la cantidad y variedad de los productos, así como a su vez el espacio y la ubicación en los estantes para los productos que adquiere de Hasbro.

A su vez la concentración de los clientes tiene un impacto negativo en la habilidad para negociar mayores precios de venta (Hasbro Inc., 2017).

Ciclo de vida de los productos

La industria del juguete ha sufrido importantes cambios en las últimas décadas. El interés de los niños y las familias por juegos de mesa y muñecos o figuras de acción para jugar ha decrecido, viéndose reemplazado por productos electrónicos más avanzados.

A medida que la niñez va evolucionando, también la industria del juguete debe hacerlo para entender el cambio y poder adaptarse a las nuevas tendencias de consumo como los videojuegos, productos electrónicos de consumo, medios sociales, etc.

Para continuar captando el interés de los más pequeños, las empresas en esta industria deben ofrecer productos más innovadores. Por un lado, la tecnología aumenta las vías de publicidad y canales de comunicación de los productos, pero por el otro lado presentan el desafío de lograr captar la atención de los jóvenes por el tiempo suficiente para obtener réditos.

Los costos asociados al diseño, desarrollo y producción de tecnología avanzada tienden a ser superiores a los costos de los productos más tradicionales de las compañías de juguetes como juegos de mesas y muñecos. Además, presenta el desafío adicional de lograr vender dichos productos a precios lo suficientemente altos para poder recuperar

los costos y lograr una ganancia, teniendo en cuenta la fuerte competencia en productos de consumo electrónico y de entretenimiento, sumado a que la demanda de esta clase de productos está sujeta a las condiciones de dificultad económica.

El ritmo de cambio de los gustos de los consumidores, la rapidez con que los productos cambian de moda, la incapacidad de mantener el interés por tiempo prolongado, presentan algunas de las mayores dificultades para esta industria. El ciclo de vida de los productos se acorta y con ella la posibilidad de las compañías de ser capaces de obtener ganancias.

Costo de Producción

Para una compañía típica de juguetes, el costo de sus productos se distribuye principalmente entre mano de obra, materiales, distribución, armado, regalías y otros. El costo en materiales es el de mayor preponderancia representando el 44% del total sobre el cual el mayor componente es la resina plástica con un 15%.

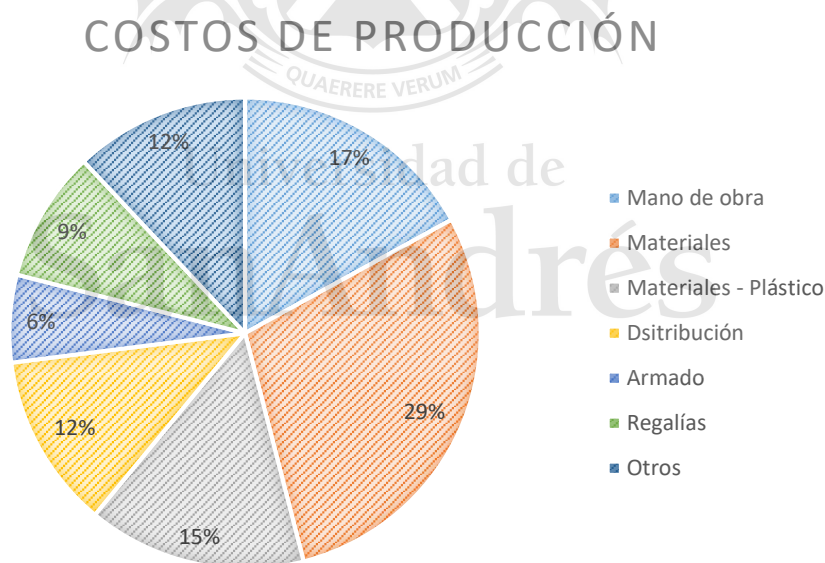


GRÁFICO 16 - COSTO DE PRODUCCIÓN - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE:
[HTTP://ISSUENUMBERONE.JOURNALISM.CUNY.EDU/2016/03/28/LOW-OIL-PRICE-HAS-NOT-YET-BENEFITED-TOY-MANUFACTURERS/](http://ISSUENUMBERONE.JOURNALISM.CUNY.EDU/2016/03/28/LOW-OIL-PRICE-HAS-NOT-YET-BENEFITED-TOY-MANUFACTURERS/)

Los costos de mano de obra se encuentran en constante crecimiento siendo uno de los principales factores de preocupación afectando el margen de rentabilidad de las empresas de juguetes. La situación laboral en China, principal centro de producción de juguetes del mundo, se ha vuelto cada vez más rigurosa manifestando costos de empleo crecientes.

Otra tendencia que se manifestó en las grandes empresas de juguetes fue un creciente costo en regalías. Lego paga licencias por su producción de Disney y Marvel que representan una gran parte de su costo de producción, sin embargo, la ganancia operativa atribuible a los productos licenciados se elevó a un 25% principalmente de productos de Star Wars, Batman, Los Simpsons y Minecraft.

Alrededor del 67% de los juguetes están hechos en base a derivados del petróleo como el plástico, nylon y otros componentes. En el período que fue entre mediados del 2014 al 2017, el precio del petróleo experimentó una fuerte caída. Analizando la industria podemos ver que las empresas de juguetes no pudieron aprovechar la baja del petróleo ya que el precio del plástico permaneció prácticamente invariable durante el mismo período. El precio del plástico no siempre cae cuando así lo hace el petróleo, pero sí se resienten los márgenes cuando el precio del petróleo aumenta. En esta etapa el precio del plástico cayó un 10% cuando el crudo se derrumbó en un 70%. Durante este período empresas como Lego (plástico intensivas) solo lograron pequeños ahorros de costos y leves mejorías de sus márgenes operativos; de igual manera se manifestó en empresas como Hasbro y Mattel. Esto hace notar una tendencia donde la volatilidad del precio del petróleo no suele tener impacto profundo sobre el costo de los productos, o al menos, no parecería ser tan preocupante para las grandes empresas como el costo de la mano de obra (Gao, 2016).

RESINA PLÁSTICA VS PETRÓLEO CRUDO

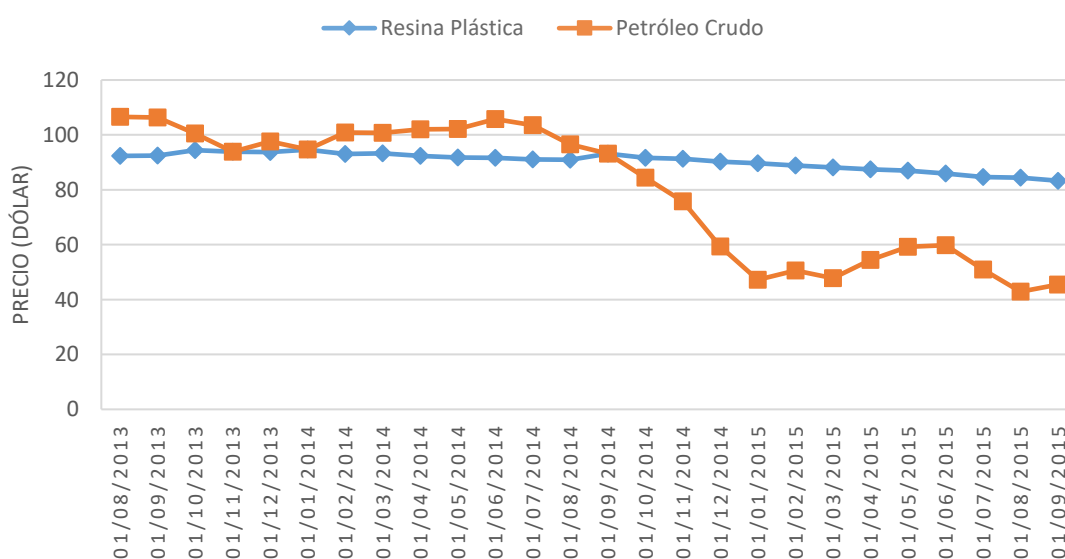


GRÁFICO 17 - PRECIO DE RESINA VS PETRÓLEO - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: FRED

Análisis Financiero



	Año fiscal al 31 de diciembre					Tendencia	
	2013	2014	2015	2016	2017		
Ratios Crediticios							
Endeudamiento	0,56	1,20	1,00	0,73	1,01	Alcista	↗
Solvencia	0,39	0,33	0,36	0,37	0,35	Decreciente	↘
Liquidez	1,82	2,53	2,69	1,99	2,90	Alcista	↗
Cobertura de intereses	4,42	6,82	7,12	8,09	8,25	Alcista	↗
Deuda/EBITDA	1,49	2,28	2,02	1,45	1,88	Alcista	↗
Ratios de Rentabilidad							
ROE	23%	25%	28%	32%	37%	Alcista	↗
ROA	15%	18%	18%	19%	19%	Estable	→
ROIC	11%	12%	12%	15%	17%	Alcista	↗
Rentabilidad de los accionistas	13%	10%	13%	13%	15%	Alcista	↗
Rentabilidad de los acreedores	11%	5%	6%	7%	5%	Decreciente	↘
Margen Bruto (%Ventas)	59%	60%	62%	62%	61%	Estable	→
Margen Neto (%Ventas)	11%	15%	16%	16%	16%	Estable	→
Ratios de Actividad							
Rotación de inventarios	5,03	4,93	4,63	4,94	4,95	Estable	→
Rotación de créditos	3,84	3,91	3,85	3,96	3,82	Estable	→
Rotación de proveedores	9,88	8,26	7,39	6,80	6,09	Decreciente	↘
Inmovilización del capital	14%	16%	14%	14%	14%	Estable	→

TABLA 5 - RATIOS HASBRO - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: REPORTES ANUALES HASBRO

Ratios de Rentabilidad

ROE y ROA – Rentabilidad del Capital y Rentabilidad de los Activos

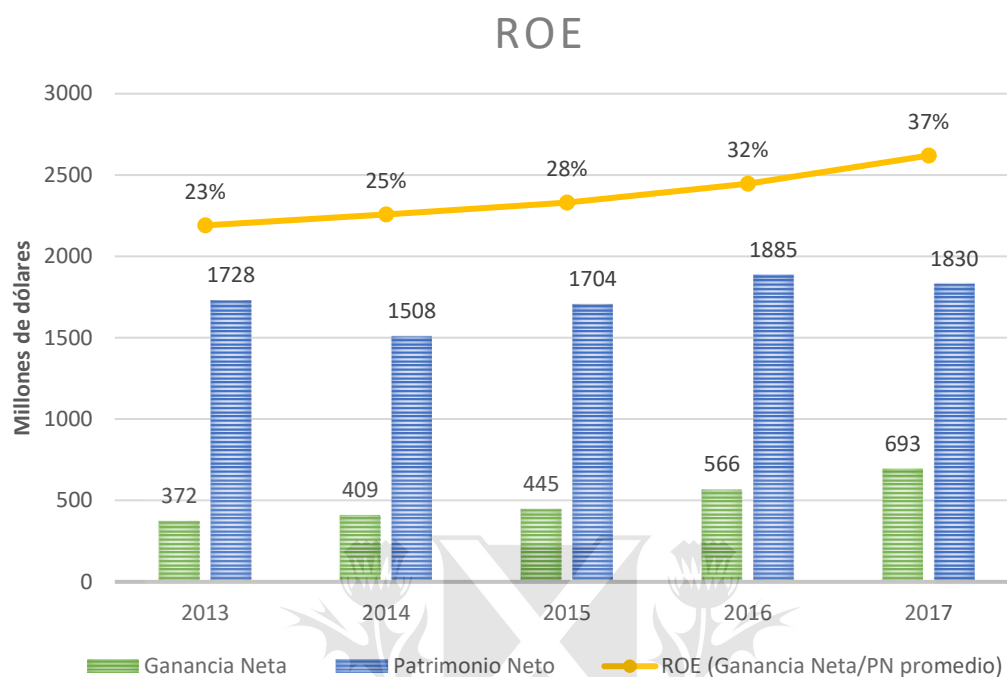


GRÁFICO 18 - EVOLUCIÓN ROE - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: REPORTE ANUAL HASBRO

El ROE es una medida de la rentabilidad de la compañía al revelar cuánta ganancia genera la empresa con la plata invertida por los accionistas representada en el patrimonio neto. El ROE se expresa como un porcentaje entre la Ganancia Neta y el Patrimonio Neto de la compañía.

En el caso de Hasbro, se puede notar un incremento del ratio en los últimos años mostrando una rentabilidad creciente para los accionistas de la compañía. En los últimos 5 años bajo análisis, las ganancias de Hasbro fueron ascendentes. Si además consideramos que en algunos períodos el patrimonio neto cayó, eso explica el incremento del ROE.

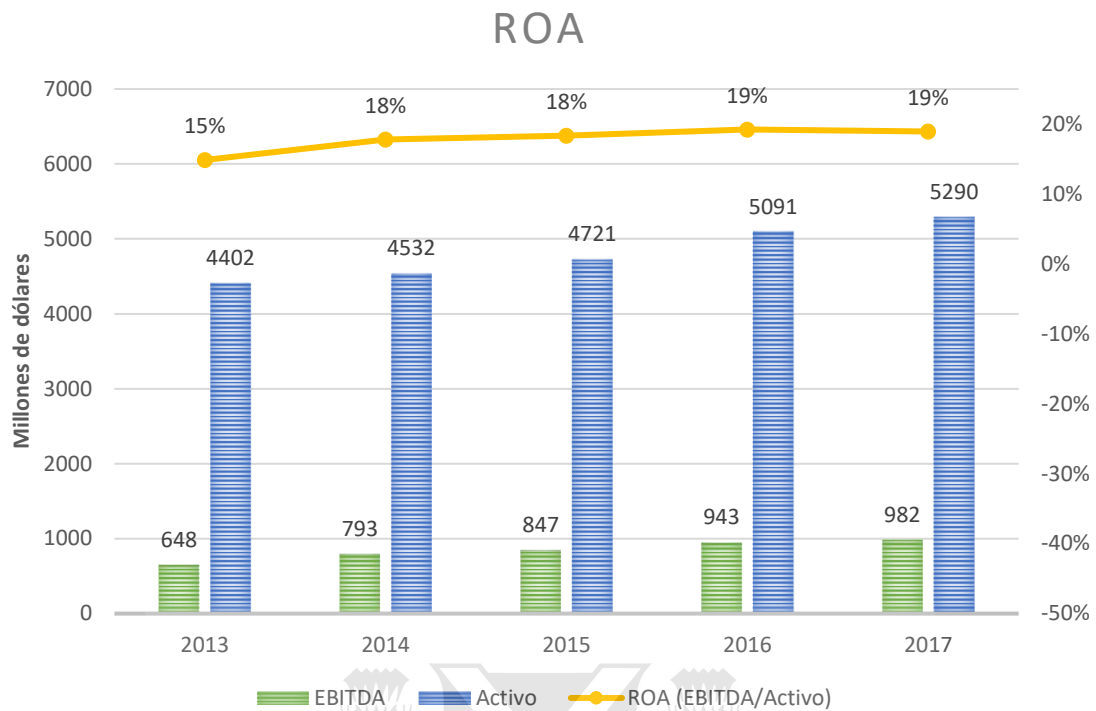


GRÁFICO 19 - EVOLUCIÓN DE ROA - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: REPORTE ANUAL HASBRO

El ROA es un ratio que me permite tener una medida de cuán eficiente es la compañía a la hora de generar ganancias con los recursos o bienes disponibles representados en el Activo del balance. Entonces, el ROA se expresa como un promedio entre el EBITDA (las ganancias que tiene la compañía sin considerar los cargos contables por amortizaciones y depreciaciones y antes de sustraer los intereses e impuestos) y el Activo de la compañía.

En el caso de Hasbro, podemos notar que el ROA permanece prácticamente constante en el período 2013-2017, el incremento en el Activo es acompañado por el incremento del EBITDA, no mostrando mayores variaciones entre períodos.

Evolución de márgenes

En el gráfico 16 podemos analizar la evolución de los márgenes de Hasbro. Tanto el margen bruto como el margen neto presentaron un sostenido crecimiento a lo largo de los últimos 5 años de la compañía.

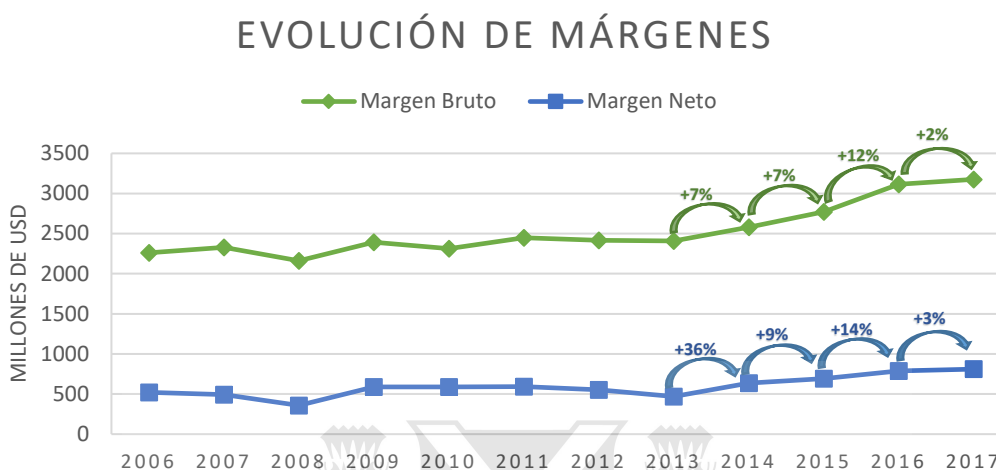


GRÁFICO 20 - EVOLUCIÓN DE MÁRGENES - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: REPORTE ANUAL 2017

El margen Neto se vio incrementado en un 3% del 2016 al 2017, mostrando un salto de 788 millones de dólares a 810 millones. Pese a este incremento, la evolución del margen no presentó la mejora que había demostrado para el 2016, el cual se había incrementado en un 14%. Esta visible reducción del crecimiento del margen neto se debió principalmente al impacto negativo de la quiebra de Toys"R"Us en los Estados Unidos y Canadá como consecuencia de la registración de un mayor cargo de incobrables durante el tercer trimestre del 2017.

El margen Bruto de Hasbro se incrementó en un 2% del 2016 al 2017, habiendo demostrado mayor crecimiento en el período anterior con un aumento del 12%. La principal razón para este cambio está el pronunciado incremento en el costo de las mercaderías, el cual creció un 7% prácticamente duplicando el incremento de las ventas que se situó en un 4%. A su vez si hacemos un análisis de los costos de venta como porcentaje del total de ventas realizado para el mismo período, notamos un leve incremento del 38% al 39% que, combinado con un menor crecimiento de las ventas, provoca un pequeño retraso en el margen bruto para el 2017.

El incremento del costo de las mercaderías como porcentaje de las ventas encuentra su fundamento en artículos rebajados y mayores ofertas de liquidación combinado con un incremento del costo de herramientas/producción y una pobre cobertura del tipo de cambio ante la debilitación del dólar.

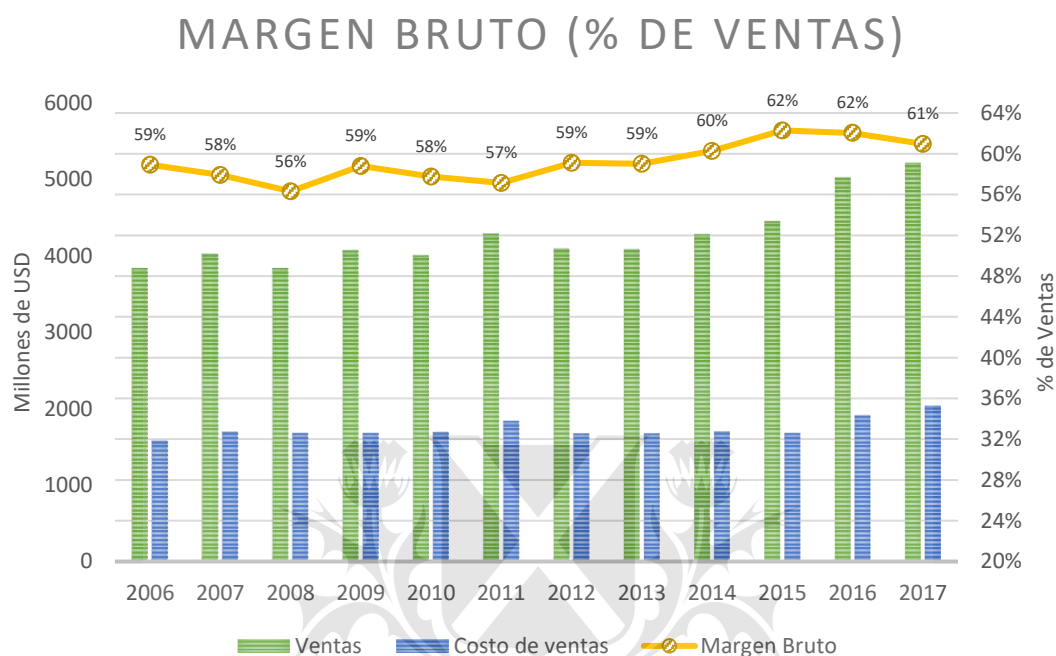


GRÁFICO 21 - MARGEN BRUTO (% DE VENTAS) - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: REPORTE ANUAL 2017

A nivel histórico, el margen bruto como porcentaje del total de ventas ha presentado poca variación, encontrando un mínimo de 56% en el 2008, hasta un máximo de 62% para el 2015 y 2016. Si nos concentramos en los últimos cinco años, podemos notar una mayor estabilidad, con un margen bruto promedio de 61%.

El margen neto se ve impactado por los costos de venta, generales y administración, regalías, gastos de desarrollo de productos, publicidad, amortización de activos intangibles y los cargos al programa de producción costo amortización. Estos últimos dos componentes presentan una reducida relevancia sobre el margen neto al representar 0,6% y 0,7% del total de ventas respectivamente. Los factores de mayor injerencia luego del costo de ventas son los costos generales y de administración (21,6%), publicidad (9,6%), regalías (7,8%) y desarrollo de productos (5,2%).

MÁRGEN NETO (% DE VENTAS)

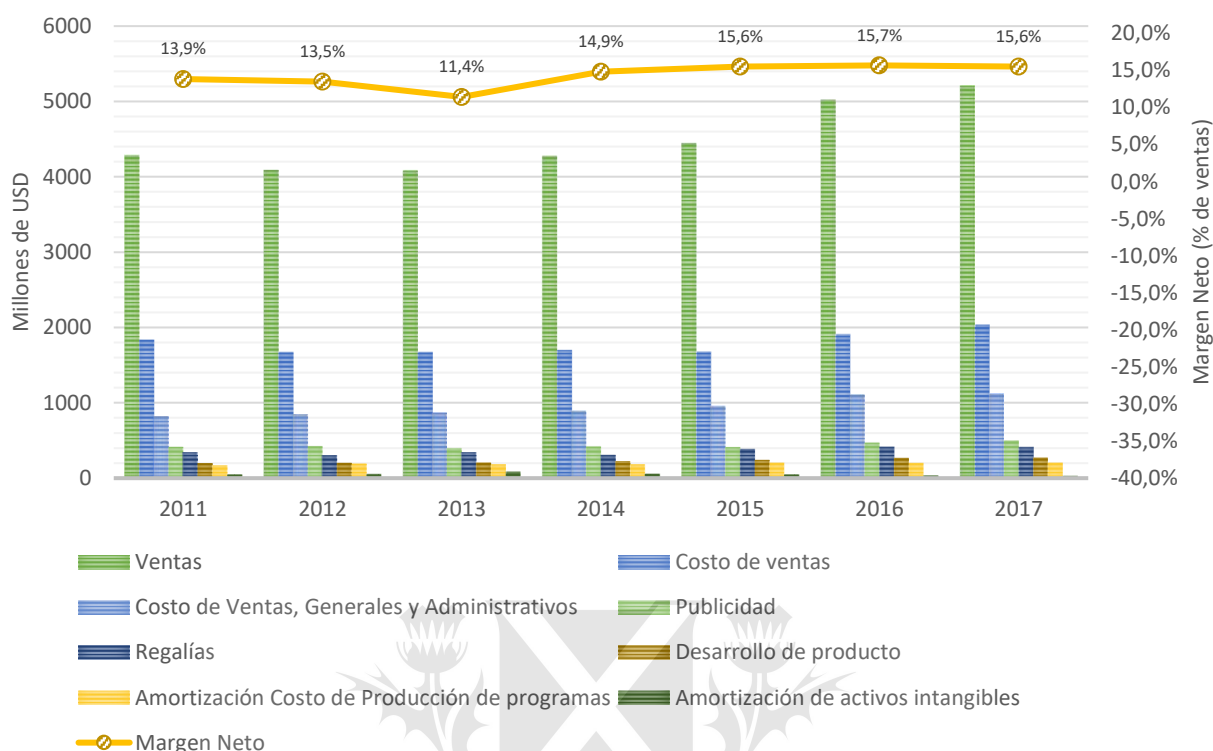


Gráfico 22 - Margen Neto (% de Ventas) - Elaboración propia - Fuente: Reporte Anual 2017

El total de gastos operativos representan el 84% del total de las ventas, siendo el mix de los costos operativos constantes como porcentaje del total de ventas a lo largo del tiempo. Los gastos de venta, distribución y administración fueron 1.124,8 millones de dólares (el 21,6% del total de ventas) en el 2017, comparado con 1.110,8 millones (22,1% del total de ventas) para el 2016. El aumento de esta categoría en dólares se produjo por la ya mencionada quiebra de Toys”R”Us y su cargo por incobrables en el segmento de Estados Unidos y Canadá. Esta variación también es atribuible a gastos en nuevas iniciativas en tecnologías de la información y el impacto negativo del tipo de cambio de 7,4 millones de dólares. Estos cargos positivos fueron parcialmente remediados por menores paquetes de compensación en el 2017 respecto del 2016, como también el cargo por revaluación de Backflip que no volvió a ocurrir en el 2017.

Del 2016 al 2017 una contracción de los costos de regalías que pasaron de 409 millones de dólares a 405 en el 2017, aproximadamente una disminución del 1%. Las fluctuaciones de las regalías generalmente se relacionan con el volumen de productos vendidos vinculados al tipo de entretenimiento que da origen a la demanda; cuando el

auge es producto de una película animada, en dicho período suelen registrarse mayores costos en regalías. En especial para el último período, el menor registro de regalías se relaciona con la reducción de ventas de los productos de Star Wars, Yo-Kai Watch y Dreamworks' Trolls como también la reducción de ventas de Disney Frozen y Disney Princess. Muchas de estas bajas en el uso de las licencias se ven compensadas por las ventas de Beyblade y Marvel.

La categoría "Desarrollo de productos" representa el 5% del total de ventas, y es consistente a lo largo del tiempo, registrando mínimas fluctuaciones en los últimos 10 años. El costo de desarrollo de productos es significativo para la compañía, pero es necesario para lograr productos innovadores y anticiparse a crecimientos de demanda en los productos licenciados y propios. Esta categoría presentaba un incremento del 10% entre el 2015 y 2016, el cual se redujo a un aumento del 1% principalmente producto de un mayor apalancamiento por mayores ventas como así también la reducción de los costos asociados al desarrollo de Disney Princess y Disney Frozen.

Los gastos en publicidad se incrementaron tanto en el 2016 como en el 2017, 15% y 7% respectivamente. Como porcentaje del total de ventas se mantienen constante en el tiempo. El incremento de esta categoría suele estar relacionado con el mix de productos a vender y la cantidad de lanzamientos televisivos, obras teatrales y películas.

Lo que refiere a amortización de intangibles, la compañía está reduciendo sus cargos debido a que varias de las adquisiciones que hizo en períodos previos están alcanzando su fin, en especial los derechos de propiedad por la compra del Backflip se terminaron de amortizar en la primera mitad del 2017 y en el 2016 se terminaron de amortizar varios derechos de juegos digitales. Todos estos hechos reflejan la reducción de 34,8 millones en el 2016 (0,69% del total de ventas) a 28,8 millones en el 2017 (0,55% del total de ventas), representando una baja del 17%.

AMORTIZACIÓN DE INTANGIBLES

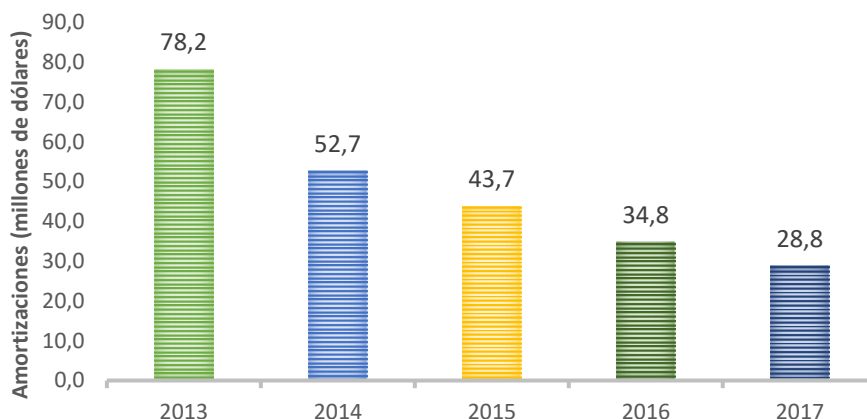


GRÁFICO 23 - AMORTIZACIÓN DE INTANGIBLES - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: REPORTE ANUAL HASBRO

La amortización del costo de producción de programas es el último de los cargos que afectan el margen neto. Estos gastos comenzaron a impactar el estado de resultados en el 2010 cuando Hasbro comenzó a distribuir sus programas de televisión. Los costos de producción de los programas de televisión y películas son capitalizados en el momento en que se incurre en la erogación y son trasladados al estado de resultados a través de amortizaciones basadas en una proyección individual para cada programa. Estos costos se mantuvieron prácticamente constantes de 35,9 millones en el 2016 (0,72% del total de ventas) a 35,8 millones de dólares en el 2017 (0,69% del total de ventas); y esto fue producto de una menor amortización de los programas de televisión compensado por un mayor cargo relacionado al lanzamiento de la película My Little Pony: The Movie. Entre el 2015 y el 2016 esta categoría sufrió una baja del 15% sustentada por el calendario de lanzamiento de nuevos programas.

En cuanto al margen neto el management prevé la siguiente situación:

- Márgenes del 20% para las marcas franquiciadas y videojuegos.
- Crecimiento en mercados emergentes con márgenes que alcancen las dos cifras producto de una mejora del tipo de cambio.
- Crecimiento del segmento de entretenimiento y licencias

Ganancia neta

Desde el margen neto hasta la ganancia neta tenemos que deducir los gastos no operativos, el impuesto a las ganancias y las pérdidas atribuibles a intereses no controlantes.

EVOLUCIÓN DE LA GANANCIA NETA

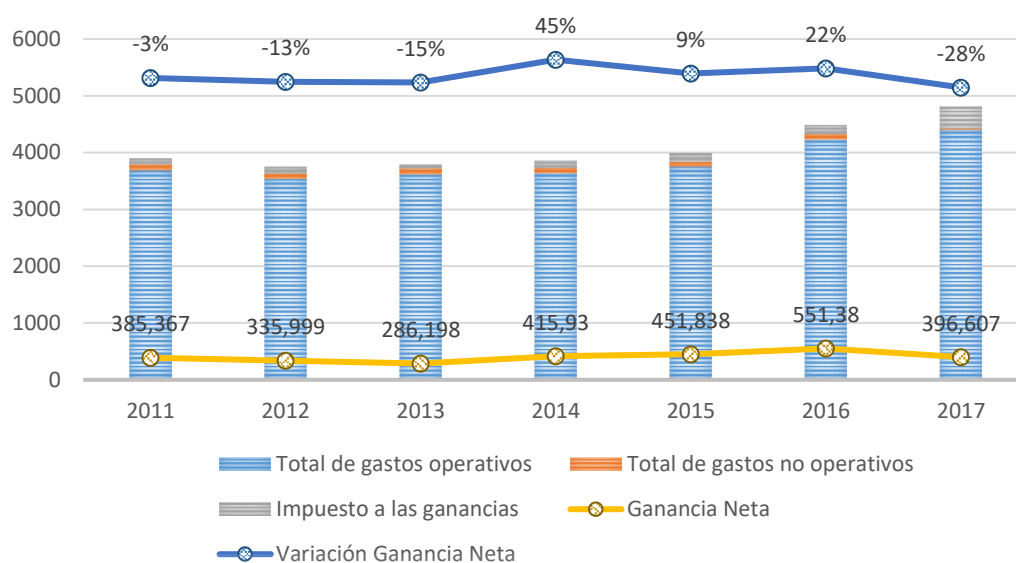


GRÁFICO 24 - GANANCIA NETA - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: REPORTE ANUAL 2017 HASBRO

Dentro de los gastos no operativos nos encontramos con los gastos por intereses que en los últimos años se mantuvieron prácticamente constantes creciendo un 0,9% del 2016 al 2017 y representando un 1,89% del total de las ventas. Los ingresos por intereses son otro componente de los gastos no operativos; los mismos pasaron de 9,3 millones de dólares en el 2016 (0,2% del total de ventas) a 22,1 millones de dólares en el 2017 (0,4% del total de ventas) creciendo un 137%. Los principales motivos para esta variación descansan en:

- La variación del tipo de cambio: en el 2017 se registraron ganancias por 1,3 millones de dólares respecto de las pérdidas registradas en el 2016 por 32,9 millones producto del debilitamiento del euro frente al dólar.
- Alianza con Discovery Channel: por un lado, tenemos las ganancias por el joint Venture que permanecieron constantes respecto al 2016 en unos 23,3 millones de dólares, pero nos encontramos con un beneficio impositivo de 19,9 millones de dólares en el 2017 producto de un cambio en la norma impositiva que permite revaluar los pasivos por futuros pagos para reflejar una menor alícuota en la posteridad.
- La venta de ciertas inversiones de largo plazo.

Considerando el margen operativo y no operativo alcanzamos el EBT que presenta un incremento del 14% entre el 2016 y 2017 alcanzando los 786,15 millones de dólares.

El factor determinante que revierte la tendencia alcista de la ganancia neta se encuentra en el impuesto a las ganancias que del 2016 al 2017 crece un 144% pasando de 159,3 millones de dólares (23% del EBT) a 389,5 millones de dólares (49,6% del EBT). Durante el 2017 se incluyó una provisión por cambios en la interpretación de la Ley Impositiva estadounidense que va a ser efectivamente registrado en abril 2018 para ajustar créditos impositivos pasados. De acuerdo a las notas complementarias sobre eventos posteriores al cierre contable, este cargo impositivo será por una única vez para ajustarse a las nuevas interpretaciones publicadas por el Tesoro americano y la IRS⁹.

Ratios Crediticios

En el último período bajo análisis vemos que el indicador de endeudamiento se incrementó considerablemente producto de la reciente emisión de las Notas con vencimiento 2027 que llevaron al Pasivo a incrementarse en un 8% del 2016 al 2017.

El ratio de Solvencia presenta una tendencia decreciente en el último período sustentado en un decrecimiento del patrimonio neto producto de un incremento de las acciones en poder de la tesorería de acuerdo con el programa de recompra de acciones, y a su vez un incremento del Activo de Hasbro ocasionado por un elevado nivel de los rubros de efectivo, inventarios y cuentas por cobrar. Este suceso está en línea con los eventos que estuvieron ocurriendo en la industria del juguete como la expansión en los mercados emergentes requiriendo mayor disponibilidad de inventario para impulsar las marcas y una mayor ineficiencia a la hora de gestionar el cobro de los créditos.

Mirando en conjunto estos indicadores podríamos detectar una política de financiamiento más importante con capital de terceros que mediante capital propio. Esta situación se ve a su vez sustentada por un ingreso de efectivo neto por actividades de financiamiento de largo plazo, mayor salida de efectivo para el repago de intereses de deuda, y un incremento de salidas de efectivo destinadas a la recompra de acciones.

⁹ IRS = Internal Revenue Service. Instancia federal del Gobierno de Estados Unidos encargada de la recaudación fiscal y el cumplimiento de las leyes tributarias.

Alineado con el análisis de financiamiento y habiendo considerado una propensión al financiamiento de terceros, es de relevancia realizar un análisis del ratio de cobertura de intereses para constatar la capacidad de Hasbro de hacer frente al pago de intereses de su deuda. Este indicador muestra una salud financiera, siendo la empresa capaz de cumplir con sus obligaciones con un indicador de 8,25.

El nivel de liquidez y solvencia de la compañía muestra una buena salud financiera ya que la compañía posee suficientes activos para solventar el total de sus pasivos, y a su vez mayor cantidad de activos corrientes que de pasivos corrientes no manifestando problemas de liquidez de corto ni de largo plazo.

Ratios de actividad

El ratio de rotación de inventarios es estable a lo largo del tiempo. La mercadería rota en su totalidad alrededor de 5 veces al año y requiere alrededor de 74 días para ser liquidada.

La rotación de créditos también presenta muy baja volatilidad a lo largo de los años y se asienta alrededor de 4 veces al año, esto representaría aproximadamente 95 días para la realización de los derechos de cobro.

En cuanto a los activos fijos de la compañía (Propiedad, planta y equipos), Hasbro presenta una inmovilización baja del capital que ronda el 14% y con una marcada tendencia estable a lo largo de los años. Esto es consistente con su política de tercerización completa de la producción, manteniendo únicamente bajo su esfera de control edificios para uso comercial y equipos de computación y softwares.

Comparación con la industria



	2017			
	Hasbro	Mattel	Jakks	Bandai Namco
Ratios Financieros				
Endeudamiento	1,01	2,28	1,47	0,18
Solvencia	0,35	0,20	0,26	0,71
Cobertura de intereses	10,00	-0,66	-4,39	1181
Liquidez	2,90	1,92	2,08	2,84
Ratios de Rentabilidad				
ROE	37%	-58%	-72%	13%
ROA	16%	-1%	-10%	18%
ROIC	17%	-20%	-21%	10%
Rentabilidad del capital	15%	25%	0%	3%
Rentabilidad de los acreedores	5%	4%	7%	0%
Margen Bruto (%Ventas)	61%	37%	25%	36%
Margen Neto (%Ventas)	16%	-7%	-10%	10%
Ratios de Actividad				
Rotación de inventarios	4,95	5,04	6,83	8,53
Rotación de créditos	3,82	4,35	3,88	8,38
Inmovilización del capital	14%	62%	25%	15%

A Nivel general podemos observar que Hasbro se presenta como la empresa líder en la industria del juguete con una rentabilidad superior a la de sus competidores y con un sólido margen bruto y neto.

Entre los principales competidores tenemos a Mattel y Jakks oriundas de Estados Unidos y a Bandai Namco con sede central en Tokio (Japón). Las empresas norteamericanas presentan un mayor nivel de endeudamiento respecto de su competidora japonesa. La situación de Mattel y Jakks se aprecia compleja debido a que sus márgenes netos decrecieron profundamente en el 2017 haciéndose negativos. Esta configuración hace que la capacidad para el pago de los intereses se complejice y que para asegurar la continuidad de las empresas se esperen profundos cambios. Pese a la compleja situación financiera de Mattel y Jakks, ambas empresas son capaces de cubrir sus pasivos corrientes con sus activos corrientes.

Respecto de la competencia Hasbro mantiene un nivel de capital inmovilizado inferior a sus competidores locales, esto se sustenta en su modelo de negocio. Hasbro ha optado por tercerizar su producción reduciendo rotundamente el nivel de activos

fijos necesarios. Mattel presenta un ratio muy superior al resto de los agentes, aproximadamente 62%.

La capacidad de Namco para rotar los activos y los créditos es superior a la de Hasbro, habiendo lugar para esta última para eficientizar su gestión de activos.

Evolución de la estructura patrimonial

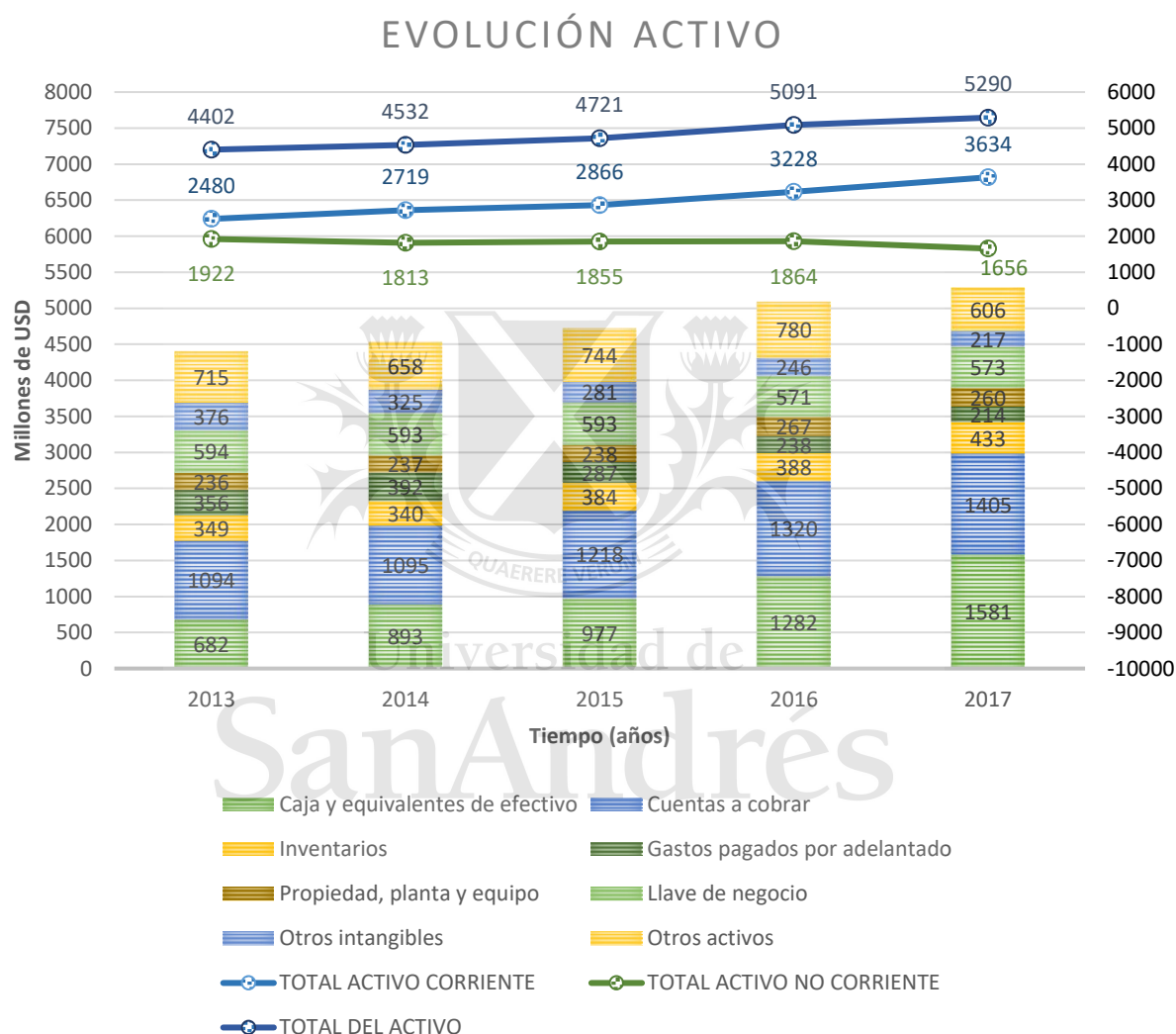


GRÁFICO 25 - EVOLUCIÓN DEL ACTIVO - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: HASBRO REPORTE ANUAL

El total del activo mostró un aumento del 4% entre el 2016 y 2017 alcanzando los 5.290 millones de dólares. Esta variación fue producto de un incremento del activo corriente del 12,6% (3.228 millones de dólares en el 2016 a 3.634 millones de dólares en el 2017) principalmente asociado a un abultamiento de la caja, los inventarios y las cuentas a cobrar. El activo no corriente presentó una reducción del 11% del 2016 al 2017

(1.864 millones de dólares en el 2016 a 1.656 millones en el 2017) principalmente asociado a una reducción de intangibles y otros activos.

El total de efectivo y equivalentes disponibles al cierre del 2017 ascendió a 1.581,2 millones de dólares que se encontraban en manos de subsidiarias internacionales de Hasbro. Con anterioridad al 2017, los sobrantes de efectivo radicados en el exterior eran reinvertidos en la compañía y no estaban disponibles para solventar requerimientos de efectivo en los Estados Unidos. El 22 de diciembre del 2017 se aprobó una nueva ley impositiva cuyo principal efecto para la compañía es la imposibilidad de diferir impuestos sobre ganancias estadounidense no repatriadas. Como consecuencia la compañía se vio forzada a tributar sobre las ganancias no distribuidas en el exterior, pero por el otro lado esos flujos de fondos en el futuro tendrán mayor flexibilidad para nuevas inversiones.

Las cuentas por cobrar se incrementaron en un 7% en el 2017 respecto del 2016, siendo una gran parte de este efecto el producto del tipo de cambio. Neto del efecto por cambio de moneda, el incremento de este rubro hubiese sido del 2%.

El inventario creció un 12% en comparación con el 2016, y excluyendo factores cambiarios el incremento hubiese sido del 5%. El aumento de inventario se debió a mayor nivel de productos disponibles por las marcas en crecimiento y la introducción en nuevos mercados como Sudamérica y Europa.

En cuanto a propiedad, planta y equipos es un rubro que representa una baja proporción del total del activo, 5%. El rubro ha permanecido prácticamente invariable respecto del total del activo principalmente por el modelo de negocio planteado donde el total de la producción es tercerizada, razón por la cual no hay un gran impacto Plantas, herramientas y moldes para producción. La mayor proporción de propiedades, plantas y equipos está asociado a moldes y equipos de computación y softwares.

Los rubros Llave de negocio y Otros intangibles representan el 11% y 4% del total del activo respectivamente. La llave de negocio es el resultado de adquisiciones que ha hecho la compañía a lo largo de los años. Y los Otros intangibles consisten básicamente en el costo de adquisición de derechos (copyrights, patentes, acuerdos por licencias y otros derechos relacionados a los productos) e intangibles con vida indefinida donde encontramos ciertos activos por la adquisición de Tonka y Milton Bradley. La llave de

negocio permaneció prácticamente invariable respecto al 2016 y los otros intangibles cayeron un 12% principalmente por amortizaciones y bajas.

Los Otros Activos representan el 11% del total del activo habiendo decrecido un 22% en comparación con el 2016. Esta baja está principalmente relacionada a activos por impuestos diferidos que se redujeron por la nueva ley impositiva sancionada, así como también encontramos el origen de la baja en la caída del precio de contratos de intercambio de largo plazo, cobros de Cartamundi por la venta de la planta manufacturera y adelantes de regalías.

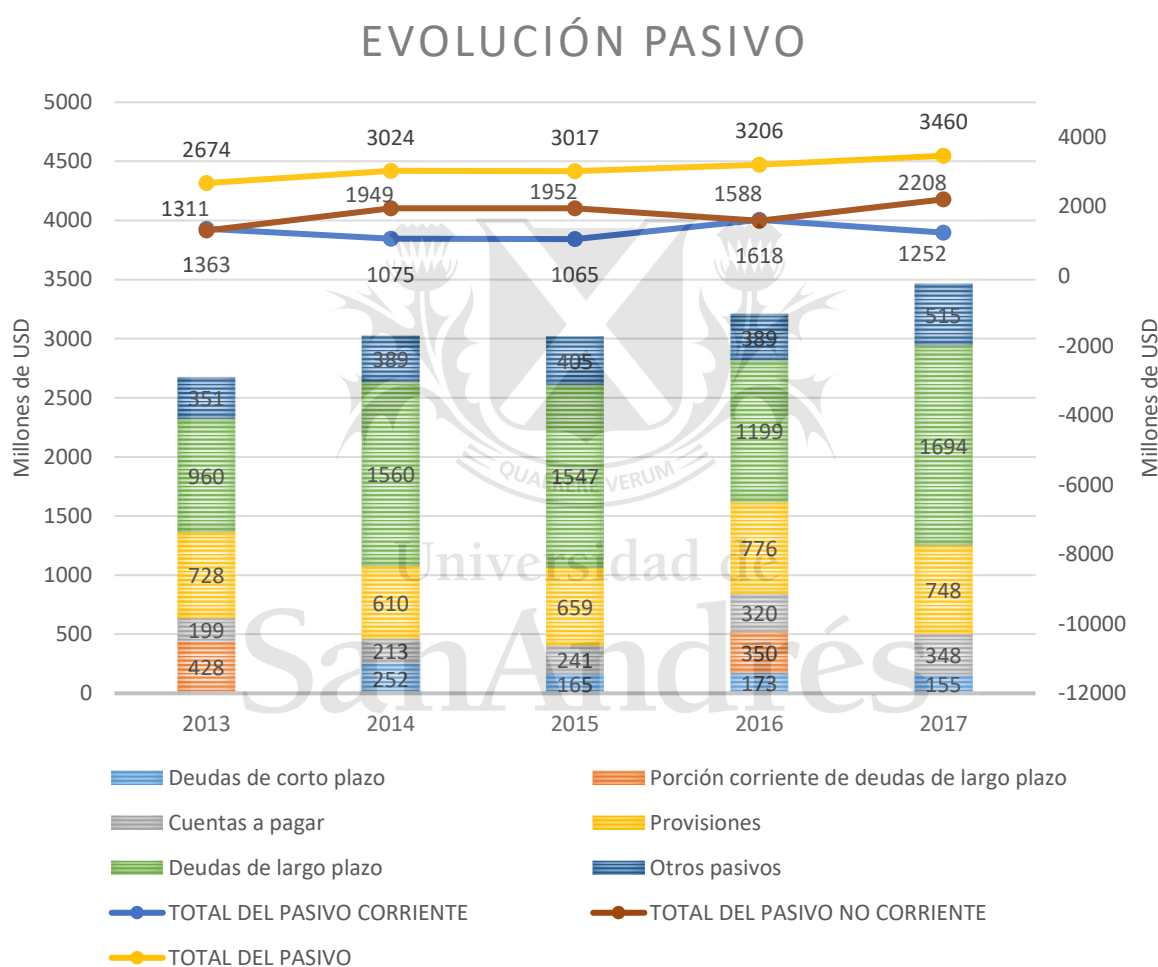


GRÁFICO 26 - EVOLUCIÓN PASIVO - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: HASBRO REPORTE ANUAL

Analizando el Pasivo de Hasbro encontramos un crecimiento del 8% entre 2016 y 2017, alcanzando los 3.460 millones de dólares en este último. La composición entre corriente y no corriente ha sido ocasionalmente modificada producto de una reducción de las deudas a largo plazo, pese a esto, Hasbro presenta una mayor proporción de pasivos no corrientes conformados casi en su totalidad por las deudas de largo plazo.

La compañía también se encuentra endeudada en el corto plazo sin embargo representa únicamente el 4% del total del pasivo alcanzando los 155 millones de dólares. El financiamiento por Proveedores es reducido sobre el total de los pasivos de la compañía, habiéndose incrementado en el 2016 y 2017 más pronunciadamente ascendiendo a 348,5 millones de dólares.

La mayor proporción del pasivo corriente está representado por las provisiones en un 22% donde podemos encontrar conceptos como regalías, publicidad, incentivos, dividendos y otros. Este rubro cayó un 4% del 2016 al 2017 principalmente producto de menores provisiones de regalías e incentivos al management.

Las deudas de largo plazo representan la mitad del total de pasivo en el 2017. En este último año bajo análisis, Hasbro emitió medio millón de dólares en notas con vencimiento 2027. Este acto explica el incremento del 41% en este rubro entre el 2016 y el 2017. El cash recibido por la emisión de esta nota fue utilizado para el pago de la nota con vencimiento 2017. El reporte anual de Hasbro presenta un detalle de las deudas de largo plazo que componen el rubro:

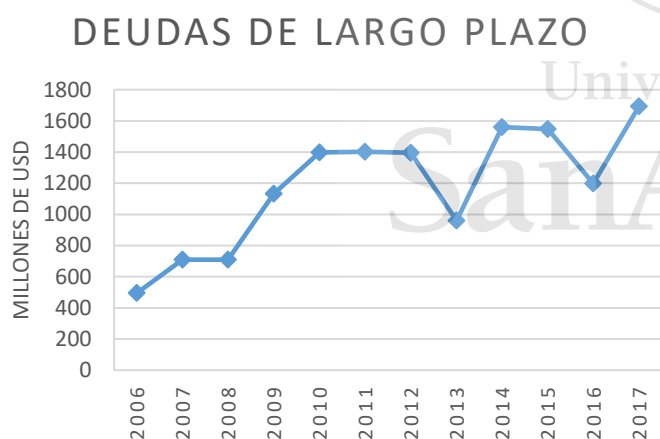


GRÁFICO 27 - FINANCIAMIENTO DE LARGO PLAZO - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: REPORTE ANUAL HASBRO 2017

Tipo	Tasa	Vencimiento	2017	2016
Nota	6,35%	2040	500.000	500.000
Nota	3,50%	2027	500.000	0
Nota	6,30%	2017	0	350.000
Nota	5,10%	2044	300.000	300.000
Notas	3,15%	2021	300.000	300.000
Debentures	6,60%	2028	109.895	109.895
Total			1.709.895	1.559.895
Proporción corriente				350.000
Gastos diferidos			16.286	11.216
Total deuda de largo plazo			1.693.609	1.198.679

TABLA 6 - FINANCIAMIENTO DE LARGO PLAZO - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: REPORTE ANUAL HASBRO 2017

El estado de flujo de efectivo de Hasbro es consistente con los datos antes presentados de los rubros del estado de situación patrimonial y el estado de resultados.

El total de caja proveniente de las operaciones cayó en el 2017 respecto del 2016 de 817,3 a 724,4 millones de dólares. Como se había esbozado en los rubros

correspondientes esto puede encontrar sustento en una caída del capital de trabajo producto de una ineficiencia en el manejo de los inventarios (incremento del inventario por crecimiento de diferentes marcas en los mercados emergentes) y de las cuentas por pagar.

El efectivo destinado a actividades de inversión permaneció prácticamente invariable entre 2016 y 2017. El mayor cargo en esta clasificación está asociado a propiedad, planta y equipos que cayó levemente de este período, y los rubros más impactados fueron los de Herramientas y Moldes. A su vez las actividades de inversión muestran una baja producto del registro de ingreso de efectivo por la venta de sus operaciones a Cartamundi y la alianza con Discovery Family Channel, parcialmente compensado por el efecto en la compra de Boulder Media.

En cuanto a las actividades de financiamiento, el estado de flujo de efectivo muestra una baja de 375,5 millones de dólares en el 2016 a 312,2 millones en el 2017. Este efecto tiene sustento por un lado en la emisión de la deuda a 2027, parcialmente compensado por el efecto de la extinción de la deuda con vencimiento 2017 y el pago de dividendos y la recompra de acciones.

	2013	2014	2015	2016	2017
Caja neta por operaciones	401,1	454,4	571,4	817,3	724,4
Caja utilizada en inversiones	-217,7	-485	-103,6	-138,4	-131,5
Caja por financiamiento	-341	-230,9	-365,4	-375,5	-312,2

San Andrés

Valuación de Hasbro: Flujo de Fondos Descontados

En esta sección se buscará alcanzar la valuación de Hasbro utilizando el método de Flujo de Fondos Descontados. Para ello en los puntos siguientes se desarrollarán los principales parámetros que serán de utilidad para arribar al valor de la firma.

El modelo de flujo de fondos descontados apunta a valorar la totalidad de la firma y luego usar ese valor para llegar al valor del equity. Los flujos de fondos de la firma deben ser calculados antes del pago de la deuda, pero después de todas las necesidades de reinversión existentes. El Flujo de fondos libre es la cantidad de efectivo que la firma puede pagar a los inversores luego de haber cubierto todas las necesidades de inversión para lograr el crecimiento.

$$\begin{aligned} & EBIT (1 - t) \\ & - \text{Inversiones de capital} \\ & + \text{Depreciaciones y amortizaciones} \\ & - \text{Cambios en las necesidades de capital de trabajo que no sean efectivo} \\ & = \text{Flujo de Fondos Libre de la compañía} \end{aligned}$$

Para arribar al valor de la firma se va a proceder a calcular el valor actual de los flujos de fondos hasta un determinado horizonte de valuación al cual se le adicionará el valor actual proyectado del negocio más allá del horizonte (valor terminal). Para computar el valor actual se descontarán los flujos al costo de capital de la compañía. (Brealey, Myers, & Allen, 2011)

$$\text{Valor Presente} = \underbrace{\frac{FFL_1}{1+r} + \frac{FFL_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FFL_H}{(1+r)^H}}_{\text{VP (Flujos de fondos libres)}} + \underbrace{\frac{FFL_{H+1}}{(r-g)}}_{\text{VP (Valor del horizonte)}}$$

$$VP = \sum_{t=1}^n \frac{FFL_t}{(1+r)^t} + \frac{FFL_{H+1}}{(r-g)}$$

FFL = flujo de fondos libres

r = tasa de descuento = WACC

g = tasa de crecimiento esperada a perpetuidad

Beta

El cálculo del parámetro beta se realizó en función de los datos históricos de los precios del S&P 500 (como índice representativo del mercado) y de Hasbro.

Los datos utilizados fueron semanales para evitar la volatilidad existente en datos diarios, y se tomaron los registros de los últimos 5 años (2013-2017) para contar con una suficiente cantidad de datos.

Para el cálculo de beta se utilizó una regresión lineal simple de los retornos de Hasbro contra los retornos del S&P 500. La pendiente de la recta es el beta estimado y nos indica cuánto cambia en promedio el precio de la acción de Hasbro al variar en un 1% los retornos del mercado. Para el caso particular de Hasbro, el beta de la acción presenta un valor de 0,828.

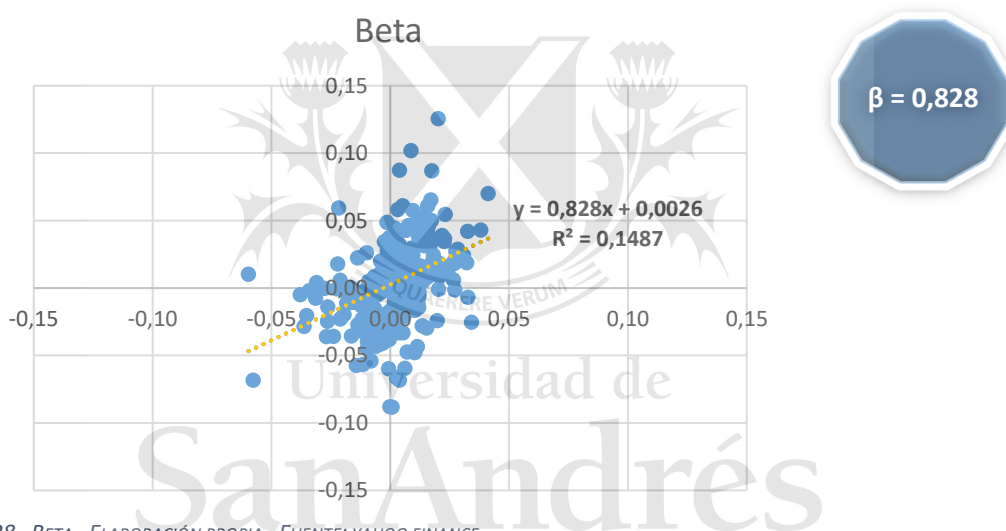


GRÁFICO 28 - BETA - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: YAHOO FINANCE

Solo una pequeña porción del riesgo total de una acción proviene del mercado. El riesgo restante es específico de la firma y por ende diversificable, y que está representado en los puntos dispersos que rodean la línea de tendencia. El R^2 mide la porción de la varianza total en los retornos de la acción que puede ser explicado por los movimientos del mercado. El R^2 de Hasbro es de 0,1487, lo que implica que alrededor del 15% del riesgo de Hasbro se debió al riesgo del mercado, y el restante 85% es diversificable.

De acuerdo a los datos provistos por Zacks¹⁰, el beta de la industria se acercaría a un valor entre 0,92 y 0,98. Considerando como representación de la industria al índice “Consumer Discretionary – Toys, Games and Hobbies”

Key Metrics for Toys - Games - Hobbies		
Industry Financial Ratios		
	Industry	IVV(iShares-SP500)
Beta	0.92	0.98

ILUSTRACIÓN 5- BETA INDUSTRIA - [HTTPS://WWW.ZACKS.COM/STOCKS/INDUSTRY-RANK/INDUSTRY/TOYS-GAMES-HOBIES-185](https://www.zacks.com/stocks/industry-rank/industry/toys-games-hobbies-185)

Con esta información podemos corroborar la razonabilidad de la estimación. La industria en general presenta un beta que se acerca mucho a uno (el riesgo de mercado). El beta desapalancado es de 0,92 y el beta apalancado con la estructura de capital de Hasbro se asienta en 0,99. Hasbro es la empresa líder en la industria presentando una mayor estabilidad de sus cash flows a largo plazo, siendo posible un beta menor al de la industria. A su vez se analizó el beta para diferentes períodos de años:

Rango	3 años	5 años	7 años
Beta	0,848	0,828	0,729

Tasa libre de riesgo

Para obtener una tasa libre de riesgo debemos definir un activo al cual vamos a considerar libre de riesgo y vamos a usar el retorno esperado sobre dicho activo como la tasa libre de riesgo. La tasa libre de riesgo se define como un activo donde el inversor conoce el retorno esperado con certeza para el horizonte de tiempo bajo análisis.

Para poder considerar una tasa como libre de riesgo hay ciertos aspectos a considerar:

- No debe haber riesgo de default, lo que generalmente implica que el activo tiene que ser emitido por el gobierno.
- No debe haber incertidumbre sobre la tasa de reinversión, lo que implica que el activo seleccionado como tasa libre de riesgo no debe realizar pagos intermedios.
- Debe existir una consistencia entre la moneda en la cual se proyectaron los flujos de fondos de la firma y la moneda en la cual esté definida la tasa libre

¹⁰ Compañía dedicada a la investigación de mercado para inversiones financieras.

de riesgo. A su vez si los flujos están expresados en términos nominales, la tasa libre de riesgo también deberá estar en términos nominales. (Damodaran, 2011)

En base a lo establecido previamente, se definió como tasa libre de riesgo a la tasa emitida por el gobierno estadounidense a un plazo de 10 años. Esta tasa cumple con la mayoría de los recaudos al ser emitida por un gobierno, en principio, solvente; coherente con el plazo en el que vamos a proyectar los fondos de la compañía, y se encuentra en la misma moneda que los flujos de fondos cumpliendo con el principio de consistencia.

La tasa libre de riesgo se definió en 2,40%. Esta información se corresponde con la yield del Treasury Note de 10 años suministrada por FRED¹¹. (FRED, 2017)



Prima por riesgo

La prima por riesgo mide el retorno adicional que en promedio el inversor va a demandar por colocar su dinero en una inversión riesgosa/porfolio de mercado en vez de una inversión libre de riesgo.

Para estimar la prima por riesgo se pueden seguir tres caminos: encuestas a grandes inversores sobre sus expectativas sobre el futuro, las primas ganadas sobre en el pasado obtenidas a través de datos históricos, o bien a través de extraer de los datos del mercado la prima implícita.

Para esta tesis se optó por el método de prima histórica que es el más utilizado en la práctica financiera. En el modelo de CAPM¹², la prima se define como la diferencia entre el retorno promedio en acciones y el retorno promedio en activos libres de riesgo en un período extendido de tiempo pasado.

Para definir la prima por riesgo se utilizó el período entre 1928 – 2017. El extendido período de tiempo asegura un pequeño error de estimación. Al tomar esta decisión se asumió que la aversión al riesgo del inversor promedio no varió significativamente en el período bajo análisis. A su vez se optó por el promedio geométrico para el cálculo de la prima por riesgo en base a que la literatura financiera

¹¹ FRED: Federal Reserve Bank of St. Louise Economic Data.

¹² Capital Asset Pricing Model

sugiere una correlación negativa entre los retornos de las acciones en el tiempo y que el análisis se realiza sobre múltiples períodos. (Damodaran, 2011)

En base a las decisiones antes mencionadas, se arribó a una prima de mercado de 9,65%. Si a la misma la sustraemos la tasa libre de riesgo antes calculada de 2,40%, definimos una prima por riesgo de 7,20%.



Costo del capital

El costo del capital de una compañía puede definirse como el retorno esperado de un portfollio compuesto por todos los activos de la empresa. Ese portfollio por lo general incluye tanto deuda como acciones. Por lo tanto, el costo de capital se puede estimar como un mix entre el costo de la deuda (la tasa de interés) y el costo de las acciones (la tasa de retorno demandada por los inversionistas poseedores de las acciones comunes de la compañía).

El costo de la deuda es menor al costo del capital propio porque la deuda es más segura que los activos. El costo del capital propio es mayor al costo de capital de la compañía debido a que el riesgo que asumen los accionistas en una empresa que contrae deuda es más riesgosa que el riesgo de los activos. Las acciones no representan un derecho directo sobre el Flujo de Fondos Libres de la compañía, sino más bien, un derecho sobre los fondos residuales de la compañía una vez que se hubiese pagado la deuda. En conclusión, el costo de capital de la compañía no es igual al costo de la deuda ni al costo de las acciones, sino que será un mix entre ambos. Esta composición de ambas medidas se denomina Costo Promedio Ponderado del Capital (sus siglas en inglés y de ahora en adelante: WACC – Wighted-Average Costo of Capital).

Costo del capital propio

A fin de calcular el costo del capital propio se hará uso del modelo CAPM (siglas en inglés para Capital Asset Pricing Model). Este modelo propone una relación entre riesgo y retorno de manera tal que un mercado competitivo, la prima esperada por riesgo varía en directa proporción con el parámetro beta (que como enunciamos antes, se encuentra relacionado al riesgo de la inversión).

*Prima por riesgo de una acción = Beta * Prima esperado por riesgo del mercado*

$$r_e - r_f = \beta (r_m - r_f)$$

$$r_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

Para poder obtener el costo del capital propio necesitamos estimar los siguientes parámetros:

✚ r_f = Risk Free (en inglés) = Tasa libre de riesgo = 2,40%

✚ β = Beta = 0,828 (de acuerdo a la estimación realizada con anterioridad)

✚ r_m = Market Risk (en inglés) = Retorno del mercado = 9,65%

Resolviendo la ecuación encontramos que el costo del capital propio (r_e = return equity) arroja un valor de 8,36%.

$$r_e = 2,40\% + 0,828 (9,65\% - 2,40\%) = 8,36\%$$

$r_e = 8,36\%$

Costo de la deuda

El costo de la deuda mide el sacrificio financiero de tomar prestados fondos para poder llevar adelante diferentes proyectos de la compañía. En términos generales está determinado por diferentes variables:

- El nivel de las tasas de interés: dado que, si las tasas de interés de mercado aumentan, también lo hará el costo de la deuda para todas las firmas.
- El riesgo de default de la compañía: a medida que el riesgo de default de una firma aumenta, los prestamistas van a demandar mayores tasas de interés para compensar por el riesgo adicional de que la empresa no pueda afrontar sus pagos.
- La ventaja impositiva de tomar deuda: dado que los intereses son deducibles de impuestos, el costo después de impuestos de la deuda es una función de la tasa impositiva. El beneficio fiscal por pagar intereses genera un menor costo de deuda. Este beneficio se incrementa a medida que la tasa de impuestos es mayor. (Damodaran, 2011)

En cuanto al costo de deuda para Hasbro, se utilizaron las Notas en dólares estadounidenses que cotizaban en el mercado:

$r_d = 4,57\%$

Tipo	Vencimiento	Moneda	Tasa Cupón	Volumen emitido (miles)	Tasa Interna de Retorno	Clasificación crediticia
Notas	2021	USD	3,15%	300.000	3,69%	Baa1
Notas	2027	USD	3,50%	500.000	4,51%	Baa1
Notas	2044	USD	5,10%	300.000	5,52%	Baa1
Promedio					4,57%	

TABLA 7 - COSTO DE LA DEUDA - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: MARKET INSIDER - [HTTPS://MARKETS.BUSINESSINSIDER.COM/BONDS/FINDER?BORROWER=51316](https://markets.businessinsider.com/bonds/finder?borrower=51316)

WACC – Costo promedio ponderado del capital

En base a los datos obtenidos en los puntos anteriores podemos arribar a una conclusión para el costo de capital de la compañía:

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

$$WACC = \frac{993}{993 + 11.067} \cdot 4,57\% \cdot (1 - 21\%) + \frac{11.067}{993 + 11.067} \cdot 8,36\%$$

$$WACC = 7,97\%$$

En la fórmula del cálculo del WACC el valor de la compañía a fines del 2017 era de 12.060 millones de dólares y el valor del E (Equity/Acciones) fue tomado de acuerdo a la capitalización de mercado y ascendía a 11.067 millones de dólares. El valor D (Deuda) fue calculado por diferencia. La tasa de impuestos fue colocada en 21% de acuerdo a las nuevas alícuotas en Estados Unidos. Con estos datos se alcanzó un costo promedio ponderado del capital de 7,97%.



Flujo de Fondos Libre

Para determinar el valor de las operaciones, se procederá a descontar el flujo de fondos libres de cada año proyectado por tiempo y riesgo. Al valorar el negocio, se estará teniendo en consideración el flujo de fondos disponible para todos los inversores (deudores y accionistas).

En este trabajo se optó por tomar un período de estimación de 5 años y a fin de ser consistentes se calculará el flujo de fondos libres para todos los accionistas y se lo descontará a la tasa WACC que es aquella que refleja tanto el retorno requerido por los deudores como accionistas.

Para poder calcular el flujo de fondos libre será necesario analizar valores críticos de la compañía como márgenes operativos, depreciaciones y amortizaciones, inversiones de capital, y capital de trabajo. Más allá del período estimado de 5 años, la predicción individual de los factores relevantes de la compañía año a año se vuelve impracticable, y los valores empiezan a presentar una mayor estabilidad en el tiempo, por lo que se optará por un cálculo de valor terminal el cual representará el valor de la compañía en el horizonte.

Ventas

Para estimar las ventas de Hasbro se tomaron de base diferentes reportes que analizan el mercado global de juguetes.

De acuerdo con la información del reporte “Toys and games market status by manufacturers, types and application, history and forecast 2022” indica que el crecimiento promedio anual esperado para la industria se ubicaría en un 4,77% para 2018-2022. A través de la apertura geográfica incluida se puede ver que el segmento de Estados Unidos tendrá una tasa de crecimiento anual compuesta del 4,08% mientras que el crecimiento proyectado para el resto de los países se ubica en un 5,46%. Dentro de los segmentos podemos notar una diferencia de crecimiento que está principalmente originada en una penetración más importante para los próximos años en mercados emergentes y la fuerte presencia en juegos digitales en los mercados asiáticos (Market Research, 2018).

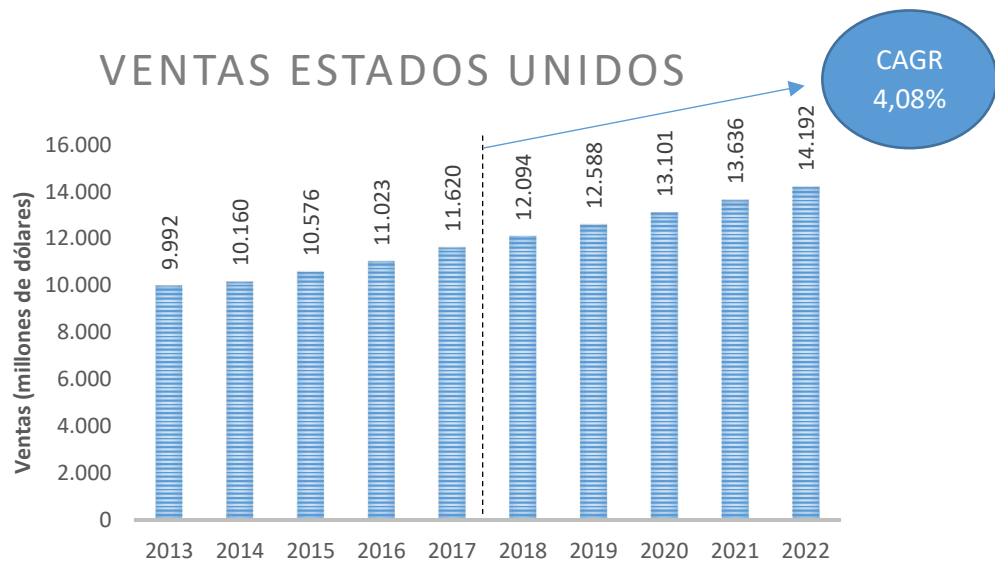


GRÁFICO 30 - PROYECCIÓN VENTAS EEUU - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: TOYS AND GAMES MARKET STATUS BY MANUFACTURERS, TYPES AND APPLICATION, HISTORY AND FORECAST 2022

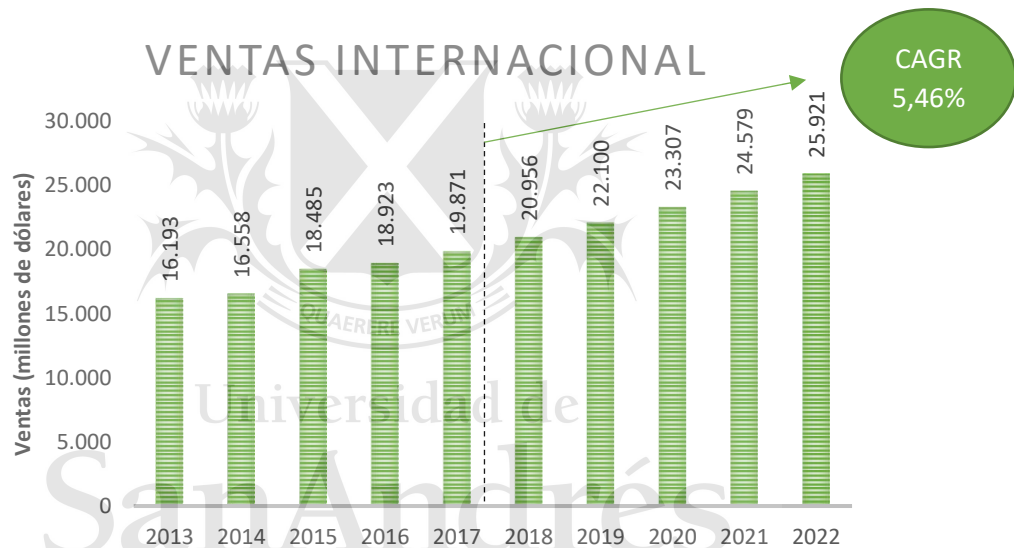


GRÁFICO 29 - PROYECCIÓN VENTAS INTERNACIONALES - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: TOYS AND GAMES MARKET STATUS BY MANUFACTURERS, TYPES AND APPLICATION, HISTORY AND FORECAST 2022

De acuerdo a la información histórica de cuota de mercado de Hasbro, tiene una fuerte participación en el mercado norteamericano con un 23,2%, mientras que su participación en el resto del mundo es importante, pero más reducida, 12,7%.

*millones de dólares	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas EEUU	9.992,0	10.160,2	10.575,7	11.023,1	11.620,1	
Ventas Hasbro EEUU	2.006,1	2.022,4	2.225,5	2.559,9	2.690,5	
Cuota de mercado en EEUU	20,1%	19,9%	21,0%	23,2%	23,2%	23,2%
Ventas Internacional	16.193,4	16.558,3	18.484,7	18.923,4	19.870,9	
Ventas Hasbro Internacional	2.075,9	2.254,6	2.221,5	2.459,1	2.518,5	
Cuota de mercado en Internacional	12,8%	13,6%	12,0%	13,0%	12,7%	12,7%

Teniendo la proyección de la industria y la cuota de mercado, se proyectaron las ventas para Hasbro para el período bajo análisis en este trabajo (2018-2022).

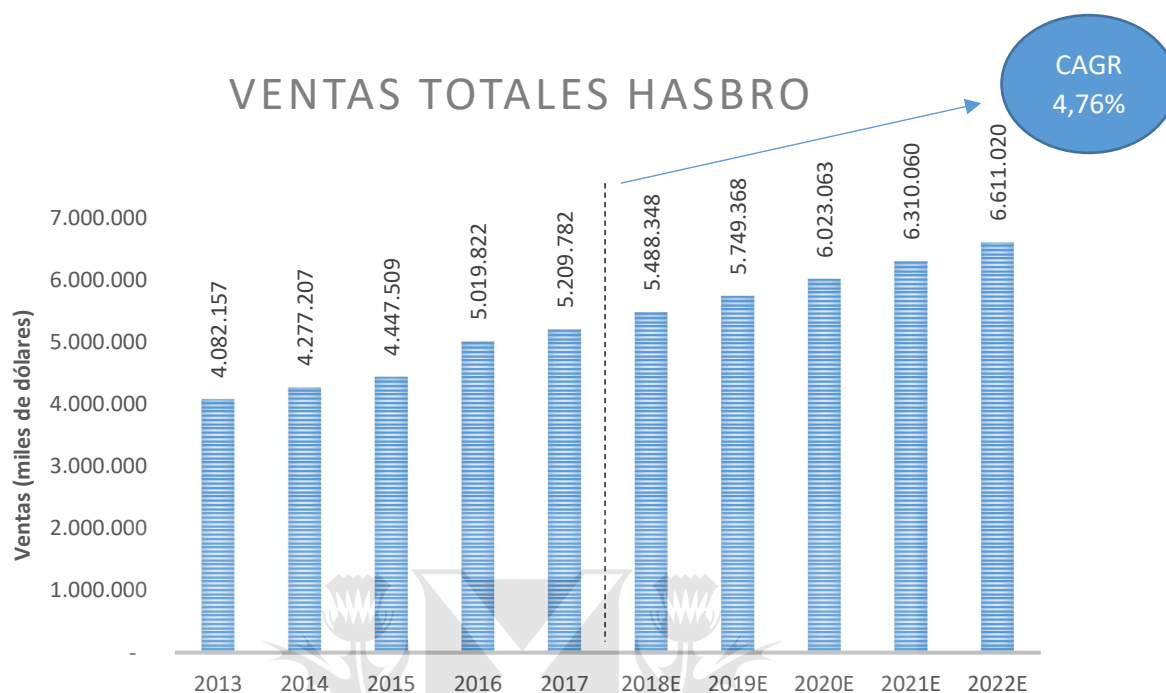


GRÁFICO 31 - PROYECCIÓN DE VENTAS HASBRO - ELABORACIÓN PROPIA

Margen Operativo

Sobre la proyección de ventas para alcanzar el Margen Operativo hay que deducir todas las ganancias antes de impuestos netamente operacionales, excluyendo todos aquellos ingresos/egresos productos de activos no operativos o costos de financiamiento como los intereses.

Para proyectar el margen operativo se analizó la tendencia histórica para Estados Unidos y el resto del mundo. De dicho análisis se arribó a la conclusión que entre el 2013 y 2017 el margen operativo del segmento Estados Unidos promedió un 18,2% del total de ventas para dicha locación. En cuanto al segmento Internacional, el margen operativo histórico para el mismo período promedió un 11,2% de las ventas de dicha área.

PROYECCIÓN MARGEN OPERATIVO

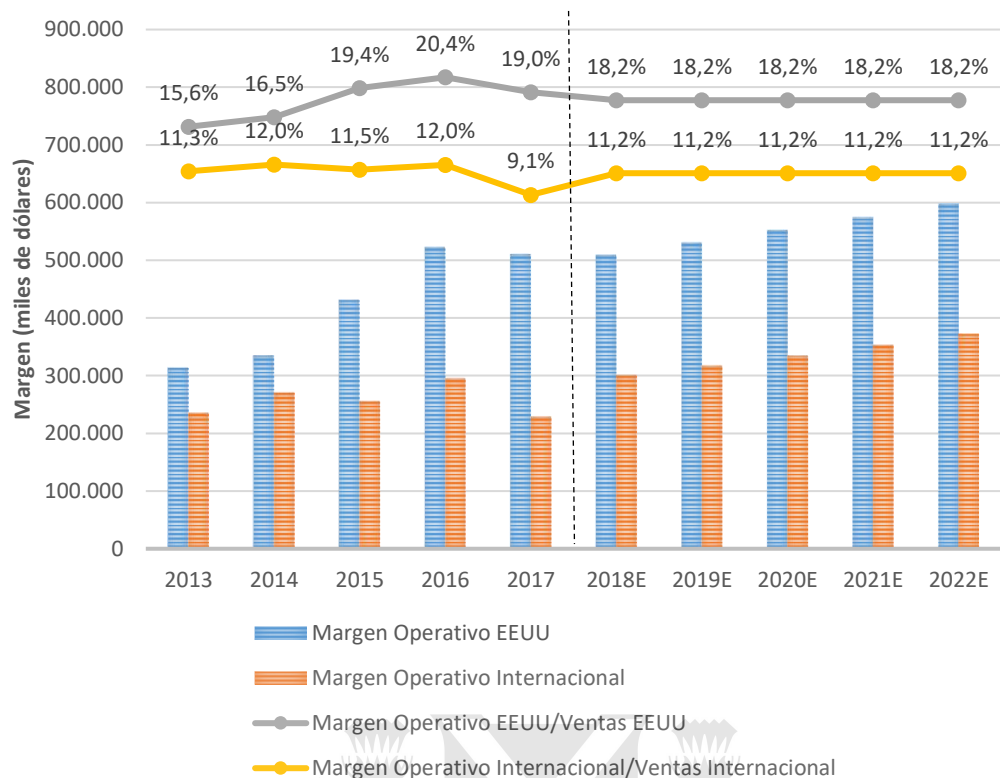


TABLA 8 - PROYECCIÓN MARGEN OPERATIVO - ELABORACIÓN PROPIA

Durante el 2017 se puede notar una reducción del margen operativo para el segmento internacional. El rubro de mayor impacto es el costo de ventas que incluye el cargo de mano de obra. Por ende, la baja del margen internacional está fuertemente ligado al incremento de producción en China. De acuerdo a las conferencias de resultados trimestrales de la compañía, este punto fue fuertemente debatido por los analistas de Hasbro de las diferentes consultoras, y el management puso foco en que la compañía está moviendo una gran parte de su producción fuera de China, para reducir el impacto de un crecimiento adicional del costo de producción, razón por la cual opté por tomar un promedio de la eficiencia operativa de los últimos 5 años.

Años	2013	2014	2015	2016	2017
Ventas	4.082.157	4.277.207	4.447.509	5.019.822	5.209.782
Costo de ventas	41%	40%	38%	38%	39%
Regalías	8%	7%	9%	8%	8%
Desarrollo de producto	5%	5%	5%	5%	5%
Publicidad	10%	10%	9%	9%	10%
Amortización de activos intangibles	2%	1%	1%	1%	1%
Programa producción costo amortización	1%	1%	1%	1%	1%
Costo de Ventas, Generales y Administrativos	21%	21%	22%	22%	22%
Total Gastos	89%	85%	84%	84%	84%
Margen Operativo	11,4%	14,9%	15,6%	15,7%	15,6%

Activos Fijos e Intangibles

En esta sección se analizará Propiedad, Planta y Equipos e Intangibles para sustentar las proyecciones de Depreciaciones y Amortizaciones e Inversiones de Capital.

En principio vamos a centrarnos en el análisis de Propiedad, Planta y Equipos (PPE). El reporte anual de Hasbro presenta una línea consolidada en el Estado de Situación Patrimonial neta de sus amortizaciones acumuladas. Para un mejor análisis del rubro se amplió la información con la Nota 3 de los Estados Contables.

Dentro de PPE encontramos Tierras, Edificios y Software, herramientas y moldes. De acuerdo con la información del negocio de la compañía antes provista, Hasbro al 2017 ya no cuenta con ninguna planta de producción propia y todas las tierras y edificios que dispone son oficinas administrativas ubicadas en diferentes partes del mundo. De acuerdo a la información anexa, Hasbro no deprecia las tierras, y en cuanto a los edificios se tomó como premisa que no iba a haber apertura de nuevas de oficinas.

En cuanto a Software, herramientas y moldes, Hasbro considera a estos bienes con una vida útil mucho menor, variando entre 2 a 3 años. Este rubro representa la mayor parte de PPE (en promedio 78% de PPE) y es la principal causa del incremento de PPE. En principio se proyectó el incremento de PPE como un promedio de su crecimiento entre 2012-2017. Luego se proyectó la razón de crecimiento de la amortización acumulada en relación con el total de propiedad, planta y equipos.

PROYECCIÓN PROPIEDAD, PLANTA Y EQUIPOS

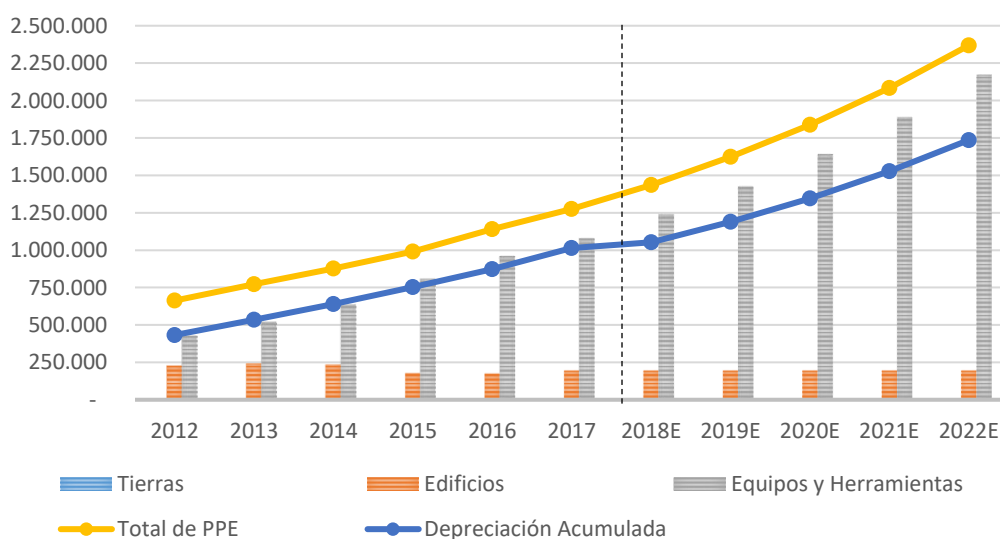


GRÁFICO 32 - PROYECCIÓN PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPOS - ELABORACIÓN PROPIA

En cuanto a los Intangibles, el rubro está compuesto por Derechos Adquiridos, Derechos de activos de Entretenimiento y Derechos con Vida Infinita. Los derechos de entretenimiento permanecieron constantes en los últimos 5 años entre el 2013-2017 y por lo tanto se utilizó dicho número para proyectar 2018-2022. Los Derechos con Vida infinita están relacionados a la adquisición de Milton Bradley en 1984 y Tonka en 1991 y que, de acuerdo a la información adicional en Notas, no sufren amortización. Los restantes derechos adquiridos sufren mayor variación y de acuerdo al management los valores entre 2018-2022 serán los siguientes:

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Amortización Derechos Adquiridos	17.000	36.000	40.000	18.000	17.000

La caída de amortizaciones en el 2018 está relacionada a la completa amortización de muchos intangibles en dicho periodo. Durante 2019 y 2020 la amortización se incrementa producto de renovación de las licencias como Marvel y Star Wars. Considerando que Hasbro aplica una amortización acelerada, es coherente con un incremento de amortización durante los años de nuevas adquisiciones para ir retornando a valores menores a medida que se va agotando la vida útil del activo.

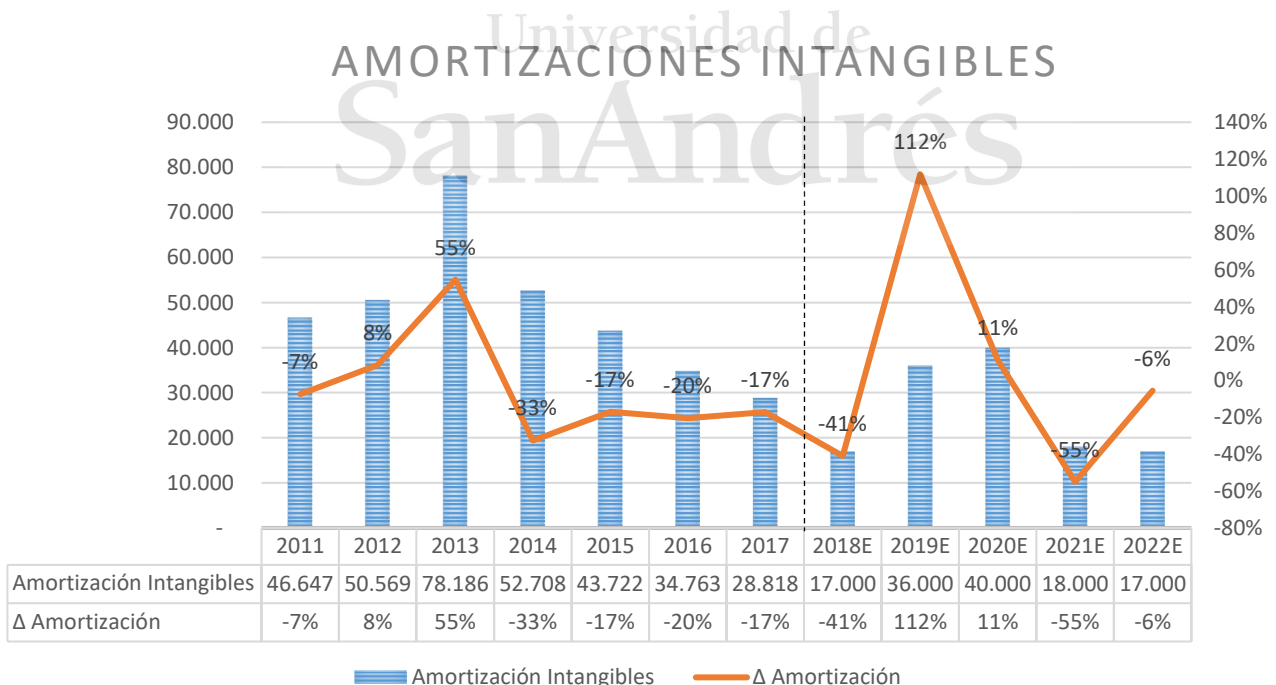


GRÁFICO 33 - AMORTIZACIONES INTANGIBLES - ELABORACIÓN PROPIA

Las amortizaciones de los intangibles presentan una fuerte volatilidad en el transcurso del tiempo. Con los datos provistos para futuras amortizaciones se puede notar un intenso crecimiento de las amortizaciones durante el 2019 pasando de 17 millones a 36 millones representando un incremento del 112%. Con la intención de que el crecimiento de amortizaciones se vea reflejado en un crecimiento del rubro, se tomó el año de mayor crecimiento de amortizaciones (2013) y se calculó el crecimiento relativo en Intangibles. Durante el 2013 las amortizaciones crecieron un 55%, reflejándose en un crecimiento del 5% en los intangibles amortizables. De esta manera para un crecimiento del 112% se proyectó un crecimiento de intangibles del 10,23% en el 2019 y de 1,02% en el 2020, para luego permanecer constante y continuar con la amortización decreciente establecida por la compañía.

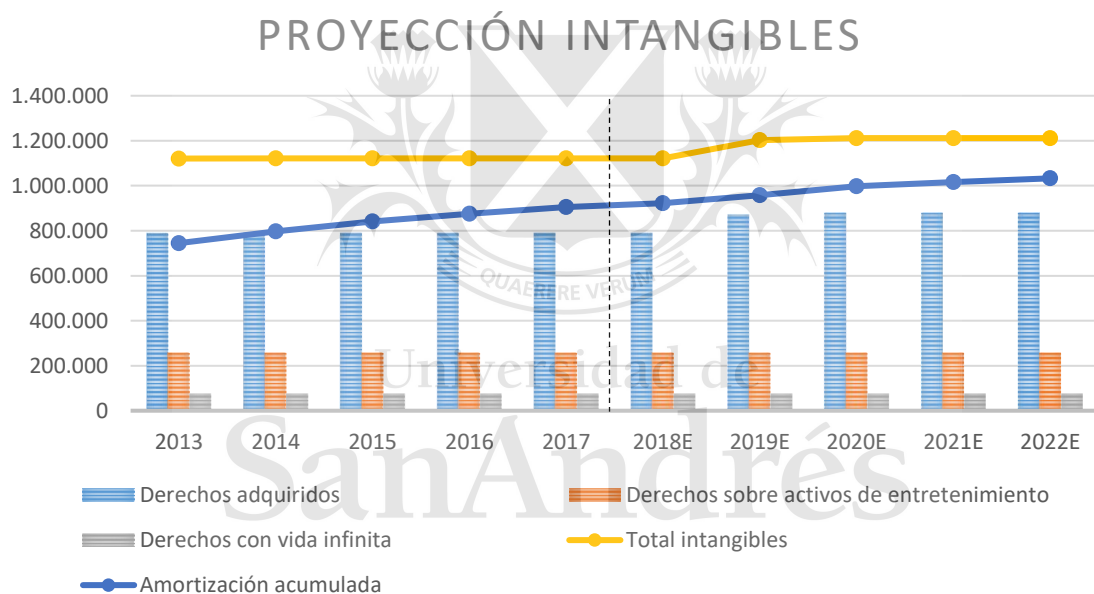


GRÁFICO 34 - PROYECCIÓN INTANGIBLES - ELABORACIÓN PROPIA

A su vez como producto del análisis previo podemos determinar las inversiones de capital, como la variación en propiedad, planta, equipos e intangibles. Y representa los fondos que la compañía necesitará para adquirir nuevas herramientas o moldes o bien mejorar las herramientas ya existentes.

Capital de trabajo

El capital de trabajo puede calcularse como los activos corrientes operativos menos los pasivos corrientes operativos. Como activo corriente operativo encontramos

las cuentas por cobrar, los inventarios y los gastos pagados por adelantado. De esta clasificación deberíamos excluir todo efectivo y equivalentes de efectivo en exceso de lo netamente necesario para las operaciones, cualquier nivel de efectivo superior a las necesidades operativas representa un desequilibrio temporario en la posición de caja de la compañía. A fines prácticos, en este trabajo se excluirá la totalidad del efectivo del cálculo del capital de trabajo, y se lo considerará neto de las deudas para alcanzar el valor de las acciones de Hasbro. En cuanto a los pasivos corrientes operativos se incluyeron las cuentas por pagar y las provisiones. Se excluyeron todos aquellos pasivos financieros como las deudas de corto y largo plazo.

Para proyectar el capital de trabajo se analizó la proporción que representa el Capital de Trabajo Neto (CTN) sobre Ventas. En los últimos 5 años (2013-2017) dicho valor osciló entre el 17% y 23,5%. Considerando que en los próximos años Hasbro va a tener una penetración mayor en los mercados emergentes y que esto derivará en mayor necesidad de capital de trabajo, se proyectó para los años 2018-2022 un crecimiento progresivo del capital de trabajo neto de un 19% en el 2018 a un 21% en el 2022.

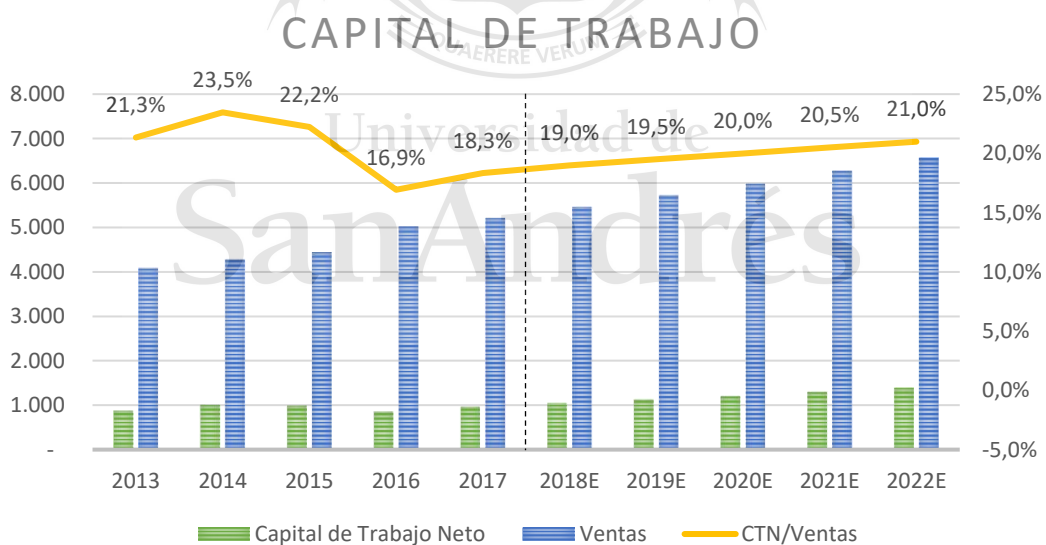


GRÁFICO 35 - PROYECCIÓN CAPITAL DE TRABAJO - ELABORACIÓN PROPIA

Valor Terminal

El valor terminal incluye el valor esperado de los flujos de fondos de la compañía más allá del período de tiempo explícitamente proyectado. Para el cálculo de este valor se tomaron los siguientes parámetros:

- a) Flujo de fondos libre de la compañía en el año 2022

b) Tasa de crecimiento de largo plazo: considerando que aproximadamente el 51% de las operaciones de las ventas de Hasbro se realizan en Estados Unidos y Canadá y del segmento internacional el mercado europeo es el de mayor preponderancia, para el cálculo de la tasa nominal de crecimiento de largo plazo se tomó la tasa estimada de crecimiento en dichos mercado de acuerdo al World Economic Outlook publicado por el Fondo Monetario Internacional (IMF - International Monetary Fund, 2018) .

De acuerdo con la información provista en esta misma fuente, el crecimiento real del Producto Bruto Interno de estos países para el 2022 va a ser de 1,6%; y la inflación esperada para el mismo grupo de países es de 2,1%.

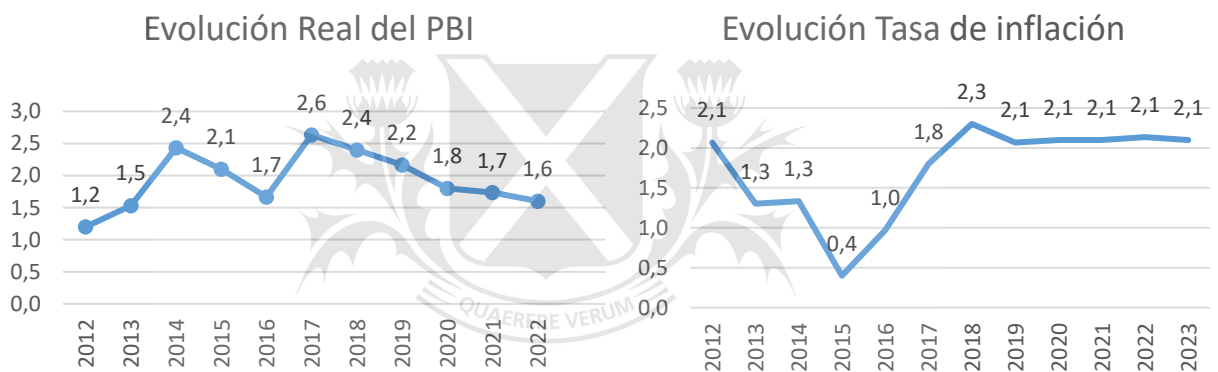


GRÁFICO 36 - EVOLUCIÓN REAL DEL PBI - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: FMI

GRÁFICO 37 - EVOLUCIÓN TASA DE INFLACIÓN - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: FMI

Para hacer la conversión entre tasas reales a nominales, se hará uso de la fórmula de Fisher:

$$(1 + i_r) * (1 + \pi) = (1 + i_n)$$

$$((1 + 1,6\%) * (1 + 2,1\%)) - 1 = 3,77\%$$

i_r = tasa de interés real

i_n = tasa de interés nominal

π = inflación

De esta manera se llega a una tasa nominal de crecimiento del 3,77%.

c) Tasa de descuento: se tomó el costo del capital ya calculado en este trabajo del 7,97%.

Valuación

En base a las premisas antes mencionadas y mediante la aplicación del método de flujo de fondos descontados, se arribó al valor de la firma. Dicho valor es el de la firma en su totalidad, tanto para accionistas como para acreedores. Para alcanzar el valor de los accionistas, al valor de la firma se le descuenta el valor de Deuda Neta (Deuda Financiera – Caja).



Valor actual de los Flujos de Fondos	USD	2.156.654
Valor actual del Valor Terminal	USD	10.249.656
Valor de la Firma (*miles)	USD	12.406.311
Valor de la Firma	USD	12.406.310.552
Caja	USD	1.581.234.000
Deuda	USD	2.363.286.000
Valor del Equity	USD	11.624.258.552
Acciones en circulación		124.177.681
Precio por acción	USD	93,61
Precio de mercado al 29/12/2017	USD	89,12

TABLA 9 - VALUACIÓN POR FLUJO DE FONDOS DESCONTADOS - ELABORACIÓN PROPIA

De acuerdo a la proyección realizada el precio de la acción de Hasbro al 31/12/2017 debió valer alrededor de 93,61 dólares estadounidenses por acción. El precio de cotización al 2017 de acuerdo a Yahoo Finance, es de 89,12 dólares. Por lo tanto, podríamos decir que las acciones de Hasbro estaban subvaluadas. Mayor detalle de la valuación puede encontrarse en los anexos.

Análisis de Sensibilidad

La valuación requiere estimaciones, pero el futuro puede tomar diferentes caminos que pueden afectar las proyecciones realizadas. Como el futuro no puede conocerse con certeza, la realización de escenarios que permitan visualizar el impacto de fluctuaciones en variables clave del valor de la compañía puede colaborar en la toma de decisiones brindando más herramientas de análisis.

Premisas:

✚ Escenario Base:

- CAGR de ventas entre el 2018-2022 para Estados Unidos 4,08% y para Internacional 5,46%.
- Participación de mercado en Estados Unidos 23,15% y para Internacional 12,7%

✚ Escenario Optimista:

- CAGR de ventas entre 2018-2022 para Estados Unidos 4,50% y para Internacional 6%.
- Participación de mercado en Estados Unidos crece progresivamente de 23,65% en el 2017 a 25,15% en 2022. El mercado internacional crece de 13,38% en el 2017 a 15,48% en el 2022.

✚ Escenario Pesimista

- CAGR de ventas entre 2018-2022 para Estados Unidos 3,50% y para el segmento internacional 5%.
- Participación de mercado en Estados Unidos decrece progresivamente de 22,2% en el 2017 a 19,8% en 2022. El mercado internacional decrece de 12% en el 2017 a 10,3% en el 2022.

En base a las premisas incluidas para cada escenario llegamos a un precio en dólares por acción que se ubica en 107,96 para un entorno optimista y de 76,51 dólares por acción para un entorno pesimista para Hasbro.

ESCENARIOS						
	Base		Optimista		Pesimista	
Ventas				↑		↓
Cuota de mercado				↑		↓
Valor actual de los Flujos de Fondos	USD	2.156.654	USD	2.257.919	USD	2.006.901
Valor actual del Valor Terminal	USD	10.249.656	USD	11.930.360	USD	8.276.334
Valor de la Firma (*miles)	USD	12.406.311	USD	14.188.279	USD	10.283.234
Valor de la Firma	USD	12.406.310.552	USD	14.188.278.928	USD	10.283.234.449
Caja	USD	1.581.234.000	USD	1.581.234.000	USD	1.581.234.000
Deuda	USD	2.363.286.000	USD	2.363.286.000	USD	2.363.286.000
Valor del Equity	USD	11.624.258.552	USD	13.406.226.928	USD	9.501.182.449
Acciones en circulación		124.177.681		124.177.681		124.177.681
Precio por acción	USD	93,61	USD	107,96	USD	76,51

TABLA 10 - ESCENARIOS - ELABORACIÓN PROPIA

Valuación por Múltiplos

En esta sección del trabajo se realizará un enfoque de valuación relativa donde a través de diferentes múltiplos de empresas comparables se conseguirá resumir y testear la valuación realizada por Flujo de Fondos Descontados. El concepto básico que subyace la valuación por múltiplos es que activos similares deberían venderse a precios similares. En consecuencia, compañías en la misma industria y con un rendimiento similar deberían negociarse a un múltiplo similar.

Uno de los factores relevantes a la hora de realizar una valuación relativa es la elección de las empresas comparables. En caso de Hasbro, se tomaron las empresas públicas dentro de la misma industria que compiten a nivel internacional con Hasbro. Entre ellas encontramos a: Mattel, Bandai Namco, Funko, Sanrio y Spin Master.

Luego se decidió el múltiplo a utilizar para la valuación por comparables. Los múltiplos más utilizados son aquellos en base a ventas y márgenes de ventas. Uno de los múltiplos más comunes para medir el valor de la firma es EBITDA (Ganancia antes de Intereses, Impuestos, Depreciaciones y Amortizaciones), ya que si bien el ratio P/E (Precio/Ganancias) es ampliamente conocido, se encuentra distorsionado por la estructura de capital. Para esta valuación se utilizará el múltiplo EV/EBITDA (Valor de la Firma/Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones).







Empresa	Mercado	EV/EBITDA	Crecimiento de Ventas 3 años	Margen Operativo	ROA	ROE
	Nasdaq	35,1	-7%	-2%	1%	-25%
	Tokio	6,73	10%	10%	11%	14%
	Nasdaq	5,96	37%	11%	6%	13%
	Tokio	23,1	-7%	9%	3%	6%
	Toronto	11,1	31%	15%	21%	36%
Mediana		11,1	10%	10%	6%	13%
	NASDAQ	11x – 13x	8%	16%	19%	37%

TABLA 11 - COMPARACIÓN MÚLTIPLOS - ELABORACIÓN PROPIA

En la tabla 10 se puede encontrar una comparación entre Hasbro y las compañías seleccionadas en base a valores relevantes. Las cinco compañías provistas tienen similitudes con Hasbro.

En el cuadro siguiente se presentará la valuación por múltiplos de Hasbro. Para llegar a la misma, se seleccionó un rango de múltiplos EV/EBITDA de las empresas comparables. Este rango es 11x a 13x. Tomando de punto de partida el rango de múltiplos y sumando la información de EBITDA, Deuda Financiera, Caja y acciones en circulación de la Hasbro al 31 de diciembre 2017, se arribó al valor de Equity de la compañía. El valor estimado por esta metodología guarda congruencia con el valor de obtenido por el método de flujo de fondos descontados de 93,61 dólares por acción.

	Límite inferior	Punto Medio	Límite superior
Ratio EV/EBITDA	11x	12x	13x
EBITDA HASBRO		950	
EV Hasbro	10.450	11.400	12.350
Caja		1.581	
Deuda		2.363	
Equity	9.667,95	10.617,95	11.567,95
Acciones en Circulación		124.178.681	
Precio por acción	77,86	85,51	93,16

TABLA 12 - VALUACIÓN POR MÚLTIPLOS - ELABORACIÓN PROPIA

**Valores en millones de dólares excepto acciones en circulación*

Finalmente, para completar el análisis se preparó una tabla de sensibilidad para el valor de equity de la compañía. Para realizar este análisis se utilizaron rangos de EV/EBITDA entre 11x y 13x, y se incorporaron variantes del EBITDA para Hasbro. De esta manera se arribó a que el precio de la acción de Hasbro se encuentra entre 76,08 y 95,25 dólares por acción.

EV/EBITDA	11x	11,5x	12x	12,5x	13x
930	76,08	79,83	83,57	87,32	91,06
940	76,97	80,75	84,54	88,32	92,11
950	77,86	81,68	85,51	89,33	93,16
960	78,74	82,61	86,47	90,34	94,20
970	79,63	83,53	87,44	91,34	95,25

TABLA 13 - ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD. MÚLTIPLOS - ELABORACIÓN PROPIA

Anexos

San Andrés

ANEXO "A" – Flujo de Fondos Descontados – Escenario Base

*miles excepto acc en circ.	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EBIT	351.822	539.988	603.915	692.489	786.150	806.014	842.997	881.712	922.244	964.677
EBIT*T	90.770	143.097	157.018	159.272	389.930	169.263	177.029	185.160	193.671	202.582
Depreciaciones y amortizaciones	180.985	157.966	155.327	154.470	171.836	54.983	172.628	197.183	198.830	225.034
Inversiones de capital	146.176	107.721	111.643	149.486	135.581	162.056	267.218	223.336	246.751	283.873
Capital de trabajo	- 50.981	132.030	- 14.716	-139.006	106.194	80.898	77.852	82.961	88.387	94.148
FCFF	346.842	315.106	505.297	677.207	326.281	448.780	493.526	587.438	592.264	609.108
Perpetuidad										15.039.312
Σ						448.780	493.526	587.438	592.264	15.648.419
FCFF Total					12.406.311	12.946.333	13.484.649	13.971.959	14.493.282	15.039.312
Valor de la firma					12.406.311					
Caja					1.581.234					
Deuda					2.363.286					
Valor del Equity					11.624.258					
Acciones en circulación s/ balance al 31/12/2017					124.177.681					
Precio por acción					USD 93,61					

VENTAS

*miles	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Ventas	4.082.157	4.277.207	4.447.509	5.019.822	5.209.782	5.457.107	5.716.421	5.988.316	6.273.417	6.572.375
Ventas Hasbro EEUU	2.006.079	2.022.443	2.225.518	2.559.907	2.690.527	2.800.301	2.914.553	3.033.467	3.157.232	3.286.047
Cuota de mercado en EEUU	20,1%	19,9%	21,0%	23,2%	23,2%	23,2%				
Ventas Hasbro Internacional	2.076.078	2.254.764	2.221.991	2.459.915	2.519.255	2.656.806	2.801.868	2.954.850	3.116.185	3.286.328
Cuota de mercado en Internacional	12,8%	13,6%	12,0%	13,0%	12,7%	12,7%				
Industria - Ventas Totales	26.185.401	26.718.438	29.060.359	29.946.464	31.490.992	33.050.043	34.687.676	36.407.914	38.214.990	40.113.356
Ventas EEUU	9.992.048	10.160.152	10.575.707	11.023.110	11.620.062	12.094.161	12.587.603	13.101.177	13.635.705	14.192.042
Ventas Internacional	16.193.354	16.558.286	18.484.652	18.923.354	19.870.930	20.955.882	22.100.073	23.306.737	24.579.285	25.921.314

MARGEN OPERATIVO

Márgen Operativo	467.093	635.375	691.933	788.048	810.359	806.014	842.997	881.712	922.244	964.677
Margen EEUU	313.746	334.702	430.707	522.287	509.942	509.084	529.855	551.473	573.973	597.391
	15,6%	16,5%	19,4%	20,4%	19,0%	18,2%				
Margen Internacional	235.482	270.505	255.365	294.497	228.669	296.930	313.142	330.240	348.271	367.287
	11,3%	12,0%	11,5%	12,0%	9,1%	11,2%				

INVERSIONES DE CAPITAL

*miles	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Δ PPE	108.648	106.484	111.643	149.578	135.330	162.056	186.436	214.484	246.751	283.873
Δ Intangibles	37.528	1.237	-	-92	251	-	80.782	8.852	-	-
CAPEX	146.176	107.721	111.643	149.486	135.581	162.056	267.218	223.336	246.751	283.873

CAPITAL DE TRABAJO										
*miles	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Cuentas a cobrar	1.093.620	1.094.673	1.217.850	1.319.963	1.405.399					
Inventarios	348.794	339.572	384.492	387.675	433.293					
Gastos pagados por adelantado	355.594	391.688	286.506	237.684	214.000					
Total de Activo Corriente Operativo	1.798.008	1.825.933	1.888.848	1.945.322	2.052.692					
Cuentas a pagar	- 198.799	- 212.549	- 241.210	- 319.525	- 348.476					
Provisiones	- 727.759	- 609.904	- 658.874	- 776.039	- 748.264					
Total de Pasivo Corriente Operativo	- 926.558	- 822.453	- 900.084	- 1.095.564	-1.096.740					
Capital de Trabajo Neto	871.450	1.003.480	988.764	849.758	955.952	1.036.850	1.114.702	1.197.663	1.286.050	1.380.199
Δ Capital de Trabajo	- 50.981	132.030	-14.716	- 139.006	106.194	80.898	77.852	82.961	88.387	94.148
Ventas	4.082.157	4.277.207	4.447.509	5.019.822	5.209.782	5.457.107	5.716.421	5.988.316	6.273.417	6.572.375
CTN/Ventas	21,35%	23,46%	22,23%	16,93%	18,35%	19,00%	19,50%	20,00%	20,50%	21,00%

PROPIEDAD, PLANTA Y EQUIPOS

*miles	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Tierras	7.870	6.784	3.954	3.096	3.350	3.350	3.350	3.350	3.350	3.350
Edificios	241.886	234.149	176.982	175.684	193.940	193.940	193.940	193.940	193.940	193.940
Equipos y Herramientas	521.692	636.999	808.639	960.373	1.077.193	1.239.249	1.425.685	1.640.168	1.886.919	2.170.793
Total de PPE	771.448	877.932	989.575	1.139.153	1.274.483	1.436.539	1.622.975	1.837.458	2.084.209	2.368.083
- Depreciación Acumulada	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	535.185	640.443	752.048	871.755	1.014.773	1.052.756	1.189.384	1.346.567	1.527.397	1.735.431
Saldo al cierre PPE Neto Dep. Ac.	236.263	237.489	237.527	267.398	259.710	383.782	433.590	490.891	556.813	632.651
Depreciación del período	102.799	105.258	111.605	119.707	143.018	37.983	136.628	157.183	180.830	208.034
Crecimiento de PPE	16%	14%	13%	15%	12%	15%				
Dep.Ac./PPE	-69%	-73%	-76%	-77%	-80%	-73%				

INTANGIBLES										
*miles	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Derechos adquiridos	788.544	789.781	789.781	789.689	789.940	789.940	870.722	879.574	879.574	879.574
Derechos sobre activos de entretenimiento	256.555	256.555	256.555	256.555	256.555	256.555	256.555	256.555	256.555	256.555
Total de Otros Activos Intangibles Amortizables	1.045.099	1.046.336	1.046.336	1.046.244	1.046.495	1.046.495	1.127.277	1.136.129	1.136.129	1.136.129
- Amortización acumulada	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	744.840	797.548	841.270	876.033	904.851	921.851	957.851	997.851	1.015.851	1.032.851
Derechos con vida infinita	75.738	75.738	75.738	75.738	75.738	75.738	75.738	75.738	75.738	75.738
Otros activos Netos	375.997	324.526	280.804	245.949	217.382	200.382	245.164	214.016	196.016	179.016

Amortización de Otros

Intangibles	78.186	52.708	43.722	34.763	28.818	17.000	36.000	40.000	18.000	17.000
% Amortización	7,48%	5,04%	4,18%	3,32%	2,75%	1,62%	3,19%	3,52%	1,58%	1,50%
Crecimiento de Amortización	54,61%	-32,59%	-17,05%	-20,49%	-17,10%	-41,01%	111,76%	11,11%	-55,00%	-5,56%
Crecimiento de Derechos Adquiridos	5,00%						10,23%	1,02%		

Total Depreciación y Amortización

180.985	157.966	155.327	154.470	171.836	54.983	172.628	197.183	198.830	225.034
----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	---------------	----------------	----------------	----------------	----------------



ANEXO "B" – Flujo de Fondos Descontados – Escenario Optimista

*miles excepto acc en circ.	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EBIT	351.822	539.988	603.915	692.489	786.150	837.105	908.500	985.220	1.067.641	1.122.194
EBIT*T	90.770	143.097	157.018	159.272	389.930	175.792	190.785	206.896	224.205	235.661
Depreciaciones y amortizaciones	180.985	157.966	155.327	154.470	171.836	54.983	172.628	197.183	198.830	225.034
Inversiones de capital	146.176	107.721	111.643	149.486	135.581	162.056	267.218	223.336	246.751	283.873
Capital de trabajo	- 50.981	132.030	- 14.716	- 139.006	106.194	125.180	129.473	142.739	157.214	118.707
FCFF	346.842	315.106	505.297	677.207	326.281	429.060	493.653	609.432	638.301	708.987
Perpetuidad										17.505.407
Σ						429.060	493.653	609.432	638.301	18.214.394
FCFF Total					14.188.279	14.890.047	15.583.154	16.215.723	16.869.841	17.505.407
Valor de la firma					14.188.278					
Caja					1.581.234					
Deuda					2.363.286					
Valor del Equity					13.406.226					
Acciones en circulación s/ balance al 31/12/2017					124.177.681					
Precio por acción					USD 107,96					

ANEXO "C" – Flujo de Fondos Descontados – Escenario Pesimista

*miles	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EBIT	351.822	539.988	603.915	692.489	786.150	763.695	754.845	756.157	756.313	786.946
EBIT*T	90.770	143.097	157.018	159.272	389.930	160.376	158.517	158.793	158.826	165.259
Depreciaciones y amortizaciones	180.985	157.966	155.327	154.470	171.836	54.983	172.628	197.183	198.830	225.034
Inversiones de capital	146.176	107.721	111.643	149.486	135.581	162.056	267.218	223.336	246.751	283.873
Capital de trabajo	-50.981	132.030	- 14.716	-139.006	106.194	25.131	14.193	27.620	26.001	71.009
FCFF	346.842	315.106	505.297	677.207	326.281	471.115	487.546	543.591	523.565	491.839
Perpetuidad										12.143.857
Σ						471.115	487.546	543.591	523.565	12.635.696
FCFF Total					10.283.234	10.631.709	10.991.527	11.323.979	11.702.952	12.143.857
Valor de la firma					10.283.234.449					
Caja					1.581.234.000					
Deuda					2.363.286.000					
Valor del Equity					9.501.182.449					
Acciones en circulación s/ balance al 31/12/2017					124.177.681					
Precio por acción					USD 76,51					

Bibliografía

- Banco Mundial. (2017). *Banco Mundial*. Obtenido de <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2017&start=2013>
- Berk, J., & Demarzo, P. (2013). Corporate Finance. En *Corporate Finance* (pág. 611). Boston: Pearson.
- Bloomberg . (28 de julio de 2017). The Toy Business Is Just Fine, Actually. *Bloomberg Opinion*, pág. 1. Obtenido de <https://www.bloomberg.com/gadfly/articles/2017-07-28/mattel-hasbro-earnings-the-toy-business-is-fine>
- Brealey, Myers, & Allen. (2011). Principles of Corporate Finance. En Brealey, Myers, & Allen, *Principles of Corporate Finance* (10 ed.). McGraw-Hill.
- Coresight Research. (2018). Toys“R”Us Files for Bankruptcy, Due to Debt and Intensifying Competition. Obtenido de <https://www.funglobalretailtech.com/news/toysrus-files-bankruptcy-due-debt-intensifying-competition/>
- Damodaran, A. (2011). Applied Corporate Finance. En A. Damodaran.
- Dierking, D. (24 de Febrero de 2016). *Investopedia*. Obtenido de <https://www.investopedia.com/articles/investing/022416/investment-fundamentals-sp-500-index-vs-russell-1000-index.asp>
- FRED. (29 de 12 de 2017). *FRED*. Obtenido de <https://fred.stlouisfed.org/series/DGS10>
- Gao, Y. (28 de Marzo de 2016). TOY MANUFACTURERS GET A GIFT THEY CAN'T OPEN: THE LOW PRICE OF OIL. Obtenido de <http://issuenumberone.journalism.cuny.edu/2016/03/28/low-oil-price-has-not-yet-benefited-toy-manufacturers/>
- Hasbro. (25 de Septiembre de 2014). The Hub Network to Become Discovery Family Channel on October 13. Obtenido de <https://investor.hasbro.com/news-releases/news-release-details/hub-network-become-discovery-family-channel-october-13>
- Hasbro. (13 de Julio de 2016). Hasbro Acquires Boulder Media Animation Studio. Obtenido de <https://investor.hasbro.com/news-releases/news-release-details/hasbro-acquires-boulder-media-animation-studio>
- Hasbro. (3 de Noviembre de 2017). Paramount Pictures and Hasbro to Produce and Distribute Live Action and Animated Content Under Five Year Exclusive Relationship. Obtenido de <https://investor.hasbro.com/news-releases/news-release-details/paramount-pictures-and-hasbro-produce-and-distribute-live-action>
- Hasbro Inc. . (2018). Obtenido de <https://hasbro.gcs-web.com/tear-sheet>
- Hasbro Inc. (13 de Julio de 2016). Obtenido de Hasbro Inc.: <https://investor.hasbro.com/news-releases/news-release-details/hasbro-acquires-boulder-media-animation-studio>
- Hasbro Inc. (2017). *Reporte Anual 2017*. Obtenido de <https://hasbro.gcs-web.com/financial-information/annual-reports>

- Hasbro Inc. (23 de Julio de 2018). *Hasbro Inc.* Obtenido de Hasbro Inc.: <https://hasbro.gcs-web.com/events>
- IMF - Internacional Monetary Fund. (Octubre de 2018). *IMF - Internacional Monetary Fund.* Obtenido de https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEO_WORLD
- Infobae. (1 de Mayo de 2018). Hasbro compra los "Power Rangers" y otras marcas por \$522 millones. *Infobae.*
- Korosec, K. (16 de Marzo de 2018). Toys 'R' Us Closings: How Mattel, Hasbro, and Lego Will Be Affected. *Fortune.* Obtenido de <http://fortune.com/2018/03/16/toys-r-us-closings-mattel-hasbro-lego-affected/>
- Kuchinski, M. (3 de Mayo de 2018). *3BL Association.* Obtenido de 3BL Association: <http://www.3blassociation.com/insights/corporate-responsibility-magazine-announces-2018-100-best-corporate-citizens>
- Lauren Coleman-Lochner, M. T.-H. (8 de Marzo de 2018). Toys 'R' Us Is Prepping to Liquidate Its U.S. Operations. *Bloomberg.* Obtenido de <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-03-08/toys-r-us-said-to-be-prepping-liquidation-of-u-s-operations>
- Lennett, J. (19 de Marzo de 2018). What Toys "R" Us Closing Means for the Toy Industry. *npd.* Obtenido de <https://www.npd.com/wps/portal/npd/us/blog/2018/what-toys-r-us-closing-means-for-the-toy-industry/>
- License Global. (13 de Junio de 2016). HASBRO: THE NEXT CHAPTER IN STORYTELLING. Obtenido de <https://www.licenseglobal.com/magazine-article/hasbro-next-chapter-storytelling>
- Market Research. (2018). *Toys and Games Market Status By Manufacturers, Types And Application, History And Forecast 2022.* Market Research.
- Matt Townsend, J. S. (8 de Noviembre de 2017). America's 'Retail Apocalypse' Is Really Just Beginning. *Bloomberg.* Obtenido de <https://www.bloomberg.com/graphics/2017-retail-debt/>
- Nick, M. (14 de Abril de 2015). What Storytelling Is And Is Not. *Forbes.* Obtenido de <https://www.forbes.com/sites/nickmorgan/2015/04/14/what-storytelling-is-and-is-not/#201302251722>
- NPD Group. (25 de Enero de 2018). Obtenido de <https://www.npd.com/wps/portal/npd/us/news/press-releases/2018/toy-sales-globally-and-in-the-us-both-grow-by-1-percent-in-2017-reports-the-npd-group/>
- Pederson, J., & Grant, T. (2014). *International directory of company histories.* St. James Press.
- Skroupa, C. P. (19 de Mayo de 2018). *Forbes.* Obtenido de Forbes: <https://www.forbes.com/sites/christopherskroupa/2018/03/19/what-does-it-mean-to-be-a-strong-corporate-citizen/#1bb0bd4350ca>

Statista. (2017). *Statista*. Obtenido de <https://www.statista.com/statistics/241241/revenue-of-major-toy-companies-worldwide/>

Statista. (2017). *Statista*. Obtenido de Statista: <https://www.statista.com/topics/1108/toy-industry/>

Toys Market. (10 de 2018). *Research And Markets*. Obtenido de https://www.researchandmarkets.com/research/wlc6s2/global_toys?w=5

Wendy, G. G. (6 de Octubre de 2011). Hasbro Studios content takes to the skies. Obtenido de <http://kidscreen.com/2011/10/06/hasbro-studios-content-takes-to-the-skies/>

Whitten, S. (1 de Febrero de 2018). Even Barbie can't save Mattel from holiday sales slump. *CNBC*.

Yahoo Finance. (10 de 2018). Obtenido de <https://finance.yahoo.com/quote/HAS/analysis/>

Zion Market Research. (05 de 09 de 2018). Obtenido de <https://globenewswire.com/news-release/2018/09/05/1565750/0/en/Global-Smart-Toys-Market-Will-Reach-USD-5-410-00-Million-By-2024-Zion-Market-Research.html>

Referencia Gráficos

GRÁFICO 1 - CANTIDAD DE ACCIONES SEGÚN CLASE DE INVERSOR - FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A HTTPS://WWW.NASDAQ.COM/SYMBOL/HAS	9
GRÁFICO 2 - POLÍTICA HISTÓRICA DE PAGO - FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A "2018 INVESTOR TOY FAIR HASBRO MANAGEMENT PRESENTATION"	11
GRÁFICO 3 - EVOLUCIÓN HASBRO VS S&P VS RUSSELL 1000 - ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A HASBRO INC REPORTE ANUAL 2017	12
GRÁFICO 4 - EVOLUCIÓN DE VENTAS - FUENTE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A HASBRO BRAND PORTFOLIO INFORMATION	13
GRÁFICO 5 - EVOLUCIÓN ESG - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: YAHOO FINANCE	15
GRÁFICO 6 - VENTAS POR SEGMENTO - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: HASBRO REPORTE ANUAL 2017.....	17
GRÁFICO 7 – SEGMENTO INTERNACIONAL: APERTURA POR REGIÓN - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: HASBRO REPORTE ANUAL 2017	18
GRÁFICO 8 - VENTAS POR DIVISA - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: TOY FAIR PRESENTATION 2017	20
GRÁFICO 9 - FOCOS DE PRODUCCIÓN - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: HTTPS://CSR.HASBRO.COM/EN-US/ETHICAL-SOURCING/ABOUT-OUR-SUPPLY-CHAIN	22
GRÁFICO 10 - EVOLUCIÓN DE VENTAS INDUSTRIA - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: THE TOY ASSOCIATION ELABORACIÓN PROPIA. FUENTE: THE TOY ASSOCIATION - HTTP://WWW.TOYASSOCIATION.ORG/TA/RESEARCH/DATA/POPULATION/TOYS/RESEARCH-AND-DATA/DATA/GLOBAL-SALES-DATA.ASPX	28
GRÁFICO 11 - EVOLUCIÓN DE VENTAS POR CATEGORÍA DE JUGUETE EN EEUU - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: HTTPS://WWW.NPD.COM/WPS/PORTAL/NPD/US/INDUSTRY-EXPERTISE/TOYS/	30
GRÁFICO 12 - EVOLUCIÓN CUOTA DE MERCADO MUNDIAL – ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: TOYS AND GAMES MARKET STATUS BY MANUFACTURERS, TYPES AND APPLICATION, HISTORY AND FORECAST 2022	32
GRÁFICO 13 – EVOLUCIÓN CUOTA DE MERCADO MUNDIAL – ELABORACIÓN PROPIA – FUENTE: TOYS AND GAMES MARKET STATUS BY MANUFACTURERS, TYPES AND APPLICATION, HISTORY AND FORECAST 2022	33
GRÁFICO 14 - PORCENTAJE DE VENTAS POR CANAL DE DISTRIBUCIÓN - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: HTTPS://WWW.STATISTA.COM/STATISTICS/750801/TOY-SALES-SHARE-BY-DISTRIBUTION-CHANNEL/	34

GRÁFICO 15 - FACTORES DETERMINANTES ENTRE AMAZON Y TOYS"R"Us - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: HTTPS://WWW.FUNGGLOBALRETAILTECH.COM/NEWS/TOYSRUS-FILES-BANKRUPTCY-DUE-DEBT-INTENSIFYING-COMPETITION/	36
GRÁFICO 16 - COSTO DE PRODUCCIÓN - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: HTTP://ISSUENUMBERONE.JOURNALISM.CUNY.EDU/2016/03/28/LOW-OIL-PRICE-HAS-NOT-YET-BENEFITED-TOY-MANUFACTURERS/	39
GRÁFICO 17 - PRECIO DE RESINA VS PETRÓLEO - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: FRED	40
GRÁFICO 18 - EVOLUCIÓN ROE - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: REPORTE ANUAL HASBRO	42
GRÁFICO 19 - EVOLUCIÓN DE ROA - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: REPORTE ANUAL HASBRO.....	43
GRÁFICO 20 - EVOLUCIÓN DE MÁRGENES - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: REPORTE ANUAL 2017	44
GRÁFICO 21 - MARGEN BRUTO (% DE VENTAS) - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: REPORTE ANUAL 2017.....	45
GRÁFICO 22 - MARGEN NETO (% DE VENTAS) - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: REPORTE ANUAL 2017	46
GRÁFICO 23 - AMORTIZACIÓN DE INTANGIBLES - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: REPORTE ANUAL HASBRO	48
GRÁFICO 24 - GANANCIA NETA - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: REPORTE ANUAL 2017 HASBRO.....	49
GRÁFICO 25 - EVOLUCIÓN DEL ACTIVO - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: HASBRO REPORTE ANUAL	53
GRÁFICO 26 - EVOLUCIÓN PASIVO - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: HASBRO REPORTE ANUAL.....	55
GRÁFICO 27 - FINANCIAMIENTO DE LARGO PLAZO - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: REPORTE ANUAL HASBRO 2017	56
GRÁFICO 28 - BETA - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: YAHOO FINANCE	59
GRÁFICO 29 - PROYECCIÓN VENTAS INTERNACIONALES - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: TOYS AND GAMES MARKET STATUS BY MANUFACTURERS, TYPES AND APPLICATION, HISTORY AND FORECAST 2022	66
GRÁFICO 30 - PROYECCIÓN VENTAS EEUU - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: TOYS AND GAMES MARKET STATUS BY MANUFACTURERS, TYPES AND APPLICATION, HISTORY AND FORECAST 2022	66
GRÁFICO 31 - PROYECCIÓN DE VENTAS HASBRO - ELABORACIÓN PROPIA	67
GRÁFICO 32 - PROYECCIÓN PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPOS - ELABORACIÓN PROPIA	69
GRÁFICO 33 - AMORTIZACIONES INTANGIBLES - ELABORACIÓN PROPIA	70
GRÁFICO 34 - PROYECCIÓN INTANGIBLES - ELABORACIÓN PROPIA	71
GRÁFICO 35 - PROYECCIÓN CAPITAL DE TRABAJO - ELABORACIÓN PROPIA.....	72
GRÁFICO 36 - EVOLUCIÓN REAL DEL PBI - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: FMI	73
GRÁFICO 37 - EVOLUCIÓN TASA DE INFLACIÓN - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: FMI	73

Referencia Ilustraciones

ILUSTRACIÓN 1 - EVOLUCIÓN DE VENTAS - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: REPORTE ANUAL DE HASBRO 2013-217	6
ILUSTRACIÓN 2 - EVOLUCIÓN DE EBITDA - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: REPORTE ANUAL DE HASBRO 2013-2017	6
ILUSTRACIÓN 3 - LÍNEA DE TIEMPO - FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A PEDERSON & GRANT, HASBRO, INFOBAE	8
ILUSTRACIÓN 4 - CADENA DE DISTRIBUCIÓN - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: TOY FAIR PRESENTATION 2017.....	23
ILUSTRACIÓN 5- BETA INDUSTRIA - HTTPS://WWW.ZACKS.COM/STOCKS/INDUSTRY-RANK/INDUSTRY/TOYS-GAMES-HOBIES-185	60

Referencia Tablas

TABLA 1 – COMPOSICIÓN ACCIONARIA – FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A HTTPS://FINANCE.YAHOO.COM/QUOTE/HAS Y WWW.NASDAQ.COM/SYMBOL/HAS	10
TABLA 2 - EVOLUCIÓN DE VENTAS POR CATEGORÍAS DE JUGUETE EN EEUU - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: HTTP://WWW.NPD.COM/WPS/PORTAL/NPD/US/INDUSTRY-EXPERTISE/TOYS/	30
TABLA 3 - POSICIONAMIENTO GLOBAL - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: TOYS AND GAMES MARKET STATUS BY MANUFACTURERS, TYPES AND APPLICATION, HISTORY AND FORECAST 2022	31
TABLA 4 - POSICIONAMIENTO EEUU - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: TOYS AND GAMES MARKET STATUS BY MANUFACTURERS, TYPES AND APPLICATION, HISTORY AND FORECAST 2022	32
TABLA 5 - RATIOS HASBRO - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: REPORTES ANUALES HASBRO	41
TABLA 6 - FINANCIAMIENTO DE LARGO PLAZO - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: REPORTE ANUAL HASBRO 2017.....	56

TABLA 7 - COSTO DE LA DEUDA - ELABORACIÓN PROPIA - FUENTE: MARKET INSIDER - HTTPS://MARKETS.BUSINESSINSIDER.COM/BONDS/FINDER?BORROWER=51316	64
TABLA 8 - PROYECCIÓN MARGEN OPERATIVO - ELABORACIÓN PROPIA	68
TABLA 9 - VALUACIÓN POR FLUJO DE FONDOS DESCONTADOS - ELABORACIÓN PROPIA.....	74
TABLA 10 - ESCENARIOS - ELABORACIÓN PROPIA.....	76
TABLA 11 - COMPARACIÓN MÚLTIPLOS - ELABORACIÓN PROPIA	77
TABLA 12 - VALUACIÓN POR MÚLTIPLOS - ELABORACIÓN PROPIA.....	78
TABLA 13 - ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD. MÚLTIPLOS - ELABORACIÓN PROPIA	78



Universidad de
San Andrés