



Universidad de  
**SanAndrés**

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

**Trabajo Final de Graduación**

**Valuación de The Hershey Company**

**Autor: Rodrigo Espeleta**

**Dni: 35.467.933**

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

**Capital Federal, 29 de abril de 2022**

## Índice

Glosario .....	3
Resumen Ejecutivo .....	4
1. La Compañía y Modelo de Negocio.....	5
1.1 Descripción.....	5
1.2 Marcas y Productos.....	9
1.3 Estructura accionaria y desempeño.....	10
1.4 Estrategias de crecimiento.....	12
2. La Industria.....	19
2.1 Resumen.....	19
2.2 Posicionamiento Competitivo.....	20
2.3 Confitería Global .....	24
2.3.1 Hershey en la industria Global .....	27
2.3.2 Competidores Confitería Global.....	28
2.3.3 Participación en la industria Global .....	31
2.4 Confitería en Estados Unidos .....	33
2.4.1 Hershey en Estados Unidos.....	36
2.4.2 Competidores en Estados Unidos .....	38
2.4.3 Participación en la industria en Estados Unidos .....	40
3. Análisis Financiero.....	42
3.1 Márgenes.....	42
3.2 Deuda Largo Plazo.....	43
3.3 Ratios.....	44

4. Valuación.....	51
4.1 Flujo de Fondos Descontados .....	51
4.1.1 Flujo de fondos libres .....	52
4.1.2 Valor terminal.....	62
4.1.3 Costo de capital.....	62
4.1.4 Resultados valuación Flujos de Fondos Descontados.....	70
4.2 Valuación por Múltiplos de Mercado.....	75
Bibliografía .....	78
I. Libros académicos .....	78
II. Artículos, reportes y páginas web.....	78
Anexo I – Escenario Base.....	80
Anexo II – Escenario Optimista .....	81
Anexo III – Escenario Pesimista.....	82

## Glosario

- I. CAGR (Compound Annual Growth Rate): Tasa de crecimiento anual compuesta
- II. Capex (Capital Expenditure): Gasto en capital
- III. CAPM (Capital Asset Pricing Model): Modelo de valuación de activos financieros
- IV. EBIT (Earnings Before Interest and Taxes): Ganancias antes de intereses e impuestos
- V. EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization): Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.
- VI. Equity: Capital propio
- VII. P/E (Price Earnings): Precio/Ganancia
- VIII. ROA (Return over asset) Retorno sobre activos
- IX. ROE (Return over Equity): Retorno sobre patrimonio neto
- X. USD: Dólares americanos
- XI. WACC: Costo promedio Ponderado de Capital

## Resumen Ejecutivo

El objeto del presente trabajo es realizar la valuación del capital accionario de The Hershey Company al 31.12.2020, empresa líder en la industria de confitería de Estados Unidos y ubicada en el quinto lugar en el mercado Global de confitería en términos de ventas netas.

El presente documento se estructuró en 4 secciones:

1. La Compañía y Modelo de Negocio donde se hará un breve repaso de contenidos generales de la firma, se describirá su manera de operar, se analizarán las ventas netas y se evaluarán las distintas estrategias de crecimiento.
2. La industria, en la cual se analizará el posicionamiento competitivo de la compañía y el tamaño y crecimiento Global y Local en términos ventas de los últimos 7 años, como así también se estudiarán a sus principales competidores.
3. Análisis Financiero, en la cual se presentarán distintos ratios sobre el desempeño de la firma de manera comparativa con la industria y sus principales competidores .
4. Y finalmente la sección Valuación, donde se alcanzará el valor intrínseco del capital accionario de la firma mediante el método de Flujos de Fondos Descontados y Valuación Relativa en base a múltiplos.

La valuación por el método de Flujos de Fondos Descontados implica la actualización de los flujos de caja futuros de la compañía mediante una tasa que refleje el costo del capital.

De acuerdo al trabajo realizado, el valor intrínseco de la firma al 31.12.2020 es USD 174 por acción en el escenario más probable de ocurrencia de los planteados por el método de Flujo de Fondos Descontados. El valor de mercado a dicha fecha era USD 153 lo cual refleja expectativas de crecimiento menores a las hipótesis utilizadas en este trabajo.

Por el método de Valuación Relativa o por Múltiplos, el capital accionario de la compañía asciende a 170 USD por acción con un límite inferior en 160 USD y uno superior en 180 USD. El valor de mercado de la acción, en comparación con el valor alcanzado por éste otro método, también refleja expectativas de crecimiento menores a las hipótesis utilizadas.

## 1. La Compañía y Modelo de Negocio

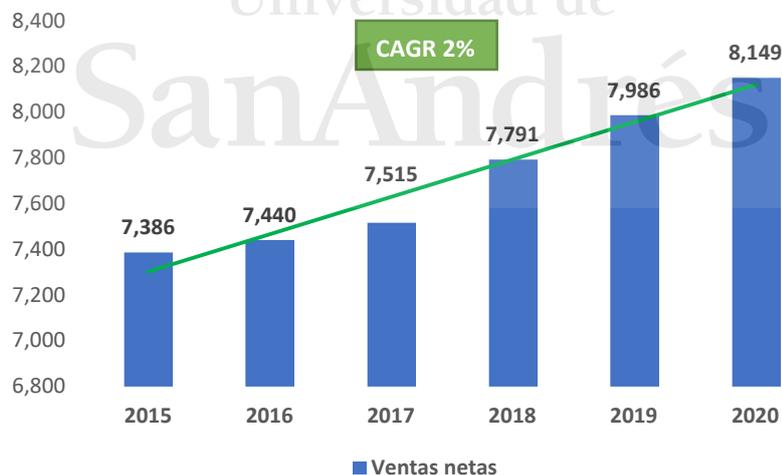
### 1.1 Descripción

The Hershey Company (en adelante Hershey) es el mayor productor de chocolate en Norte América, líder en el mercado de confitería en los Estados Unidos, uno de los líderes productores de bocadillos en los Estados Unidos y uno de los líderes globales del mercado de confitería. <sup>(1)</sup>

La operación principal de la compañía está ubicada en Norte América y específicamente en los Estados Unidos. El total de ventas netas en este país para el año 2020 asciende al 86,4% de las ventas totales de la compañía. Por este motivo, los resultados son reportados en dos segmentos: Norte América e Internacional y Otros.

Al 31 de diciembre 2020, las ventas netas de Hershey ascienden a 8.149 millones registrando un aumento de 2,05% respecto al año anterior. Las mismas han crecido constante e ininterrumpidamente durante el periodo 2015-2020. La CAGR para el periodo de cinco años es de 2%.

**Gráfico I. Evolución de ventas netas**  
(en millones de USD)



Fuente: Elaboración propia basado en Statista

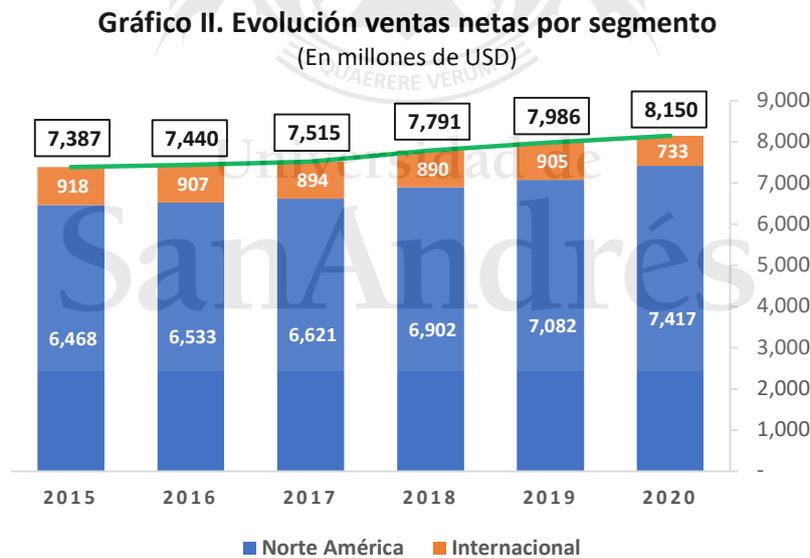
(1) Los bocadillos son comúnmente conocidos como Snacks

Como dijimos los segmentos reportables son dos: Norte América e Internacional. Las ventas han crecido constante y sin interrupciones en el primero comportándose de manera más errática en el segundo.

El segmento Norte América representa entre el 88%, en 2015 hasta el 91% en 2020 del total de las ventas de la compañía, evidenciando que éste, y especialmente Estados Unidos, son el corazón de la fuente de ingresos de Hershey. La CAGR para el periodo de cinco años para este segmento es 2,8%.

El segmento Internacional se vio particularmente afectado en el año 2020 por la pandemia Covid-19 registrando una baja significativa de sus ventas del orden del -19% año versus año. La CAGR para el periodo de cinco años para este segmento es -4,4%.

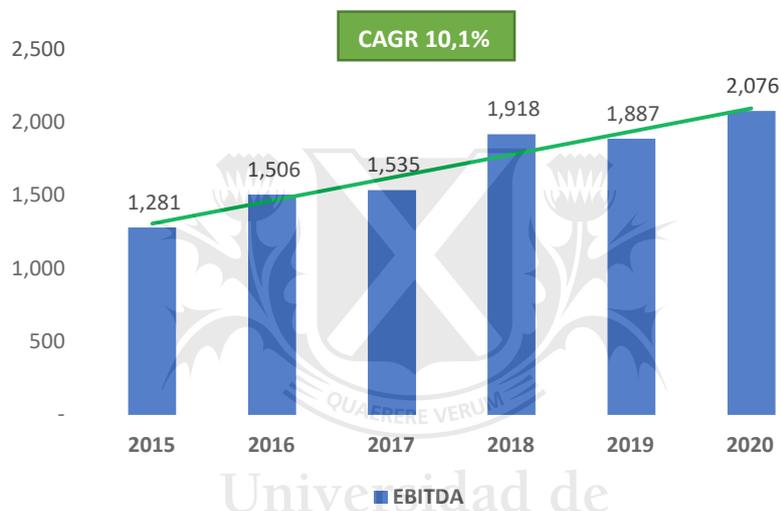
Dentro del segmento Internacional se reportan también las tres tiendas minoristas propias con las que cuenta la compañía.



Fuente: Elaboración propia basado a los Estados Contables de The Hershey Company

En cuanto al EBITDA de la compañía, el mismo también ha aumentado constante e ininterrumpidamente durante el periodo 2015-2020 con excepción del año 2019. En dicho año, sufre una baja de -1,6% recuperándose en el año 2020 para alcanzar la suma de 2.076 millones de USD y registrando un aumento del 10% año versus año. La CAGR del periodo es 10,1%.

**Gráfico III. Evolución EBITDA**  
(En millones de USD)



Fuente: Elaboración propia basado a los Estados Contables de The Hershey Company

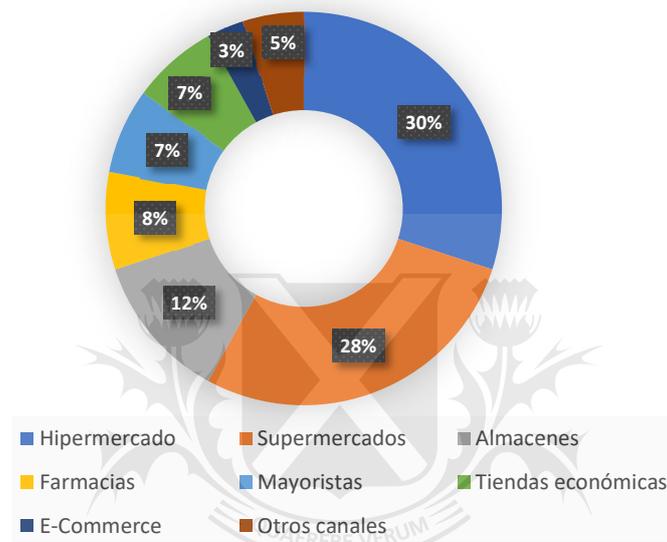
En cuanto a la operatoria, la compañía cuenta con centros de manufactura y de distribución propios y alquilados desde los cuales realizan el almacenaje y los envíos de sus productos.

Sus principales locaciones incluyen plantas productoras en Hershey, Lancaster y Hazleton, Pennsylvania, Estados Unidos, México y Malaysia, donde se encuentra la principal locación desde que la se abastece al segmento Internacional y Otros. Adicionalmente, los principales centros de distribución se localizan en Estados Unidos y Canadá.

Sus principales clientes son grandes distribuidores, cadenas de tiendas de comestibles, supermercados, almacenes y tiendas de productos varios. A su vez, el 31% del total de ventas del 2020 fueron realizadas a un único distribuidor. Las tres tiendas propias minoristas no son significativas.

En el siguiente gráfico puede verse el peso de cada canal de distribución como porcentaje de las ventas netas de la compañía.

**Gráfico IV. Canales de distribución como porcentaje de ventas netas**



Fuente: Elaboración propia en base a Statista

La principal materia prima utilizada es el cacao. Las compras son realizadas a proveedores en África del Oeste, Sud y Centro América y todo es centralizado por la “Trading Company” en Suiza. La Trading Company es la responsable de todas las compras de cacao, del abastecimiento de los distintos centros de manufactura y del manejo y mitigación del impacto financiero que las variaciones del precio del commodity pudiera tener. Esta compañía fue establecida con el objetivo de optimizar la cadena de abastecimiento.

Climas extremos, volatilidad política y deficiencias en los cultivos han causado aumentos en los precios en el pasado. Hershey posee cierta flexibilidad que le permite cambiar los pesos de las recetas al momento de la fabricación de ciertos productos con el objetivo de minimizar estos aumentos de costos. Cuando no es posible, se transmite vía precio al consumidor.

Respecto a otras materias primas como azúcar, manís y almendras son compradas a proveedores de Estados Unidos. Para el segmento internacional, en caso de que estas materias primas no estén disponibles localmente, las mismas son importadas.

## 1.2 Marcas y Productos

Hershey promociona, vende y distribuye sus productos en aproximadamente 85 países. Los principales productos que ofrece son: chocolate y productos de confitería, goma de mascar, mentas y productos refrescantes, galletas, barras, barras proteicas y distintos bocadillos, ingredientes y coberturas para pastelería.

Estos productos son comercializados mediante marcas propias y de terceros con los que se tienen acuerdos de licencias para su manufactura y/o comercialización tanto para Estados Unidos como en otros países alrededor del mundo dependiendo el caso.

Kit Kat y Cadbury son ejemplos de licencias para el mercado de Estados Unidos mientras que York y Jolly Rancher lo son para el resto del mundo. Asimismo, el modelo de negocios incluye el otorgamiento a terceros de licencias de uso de marcas propias principalmente bajo las marcas Hershey's y Reese's.

Se cuenta con más de 90 marcas entre las se destacan: Hershey's, Reese's & Kisses, Jolly Rancher, Almond Joy, Brookside, barkTHINS, Cadbury, Good & Plenty, Heath, Kit Kat®, Lancaster, Payday, Rolo®, Twizzlers, Whoppers, York, Scharffen Berger, Dagoba, Ice Breakers, Breathsavers, Bubble Yum, SkinnyPop, Pirate's Booty, Oatmega, Paqui, ONE Bar, Krave.

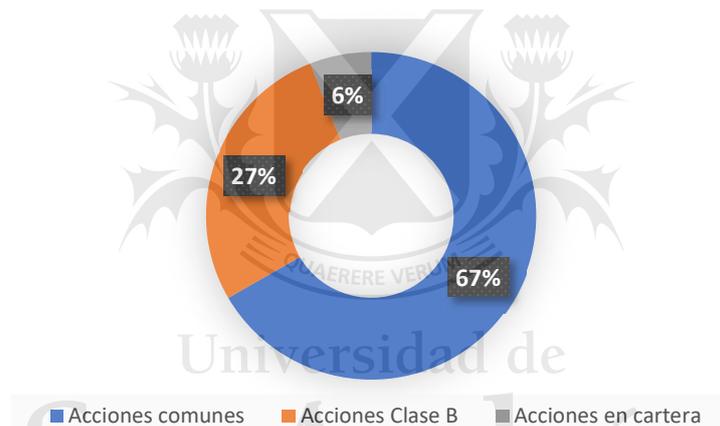


### 1.3 Estructura accionaria y desempeño

Al 31 de diciembre de 2020 la compañía contaba con 221.553.025 acciones emitidas de las cuales 60.614.000 son clase B, 13.325.898 se encontraban en cartera y el resto son acciones comunes, como puede verse en el gráfico V. <sup>(2)</sup> Las acciones comunes tienen derecho a un voto por acción y las Clase B a diez por acción.

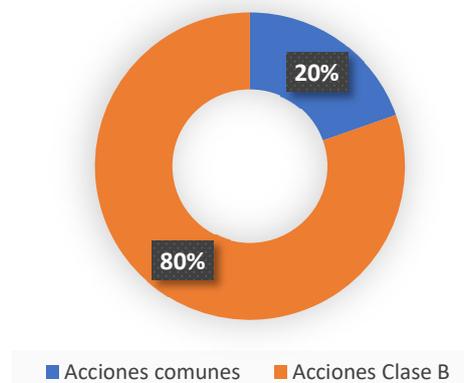
Es importante destacar que prácticamente la totalidad de las acciones clase B son propiedad del Hershey Trust Company, conservando para sí aproximadamente el 80% de los derechos de votación, como puede verse en el gráfico VI. <sup>(3)</sup>

**Gráfico V. Estructura accionaria**



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de The Hershey Company

**Gráfico VI. Votos por tipo de acción**



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de The Hershey Company

Dentro de las acciones comunes, que son las que se encuentran efectivamente en circulación, el 74,20 % se encuentra en manos de inversores institucionales siendo los principales: <sup>(4)</sup>

**Tabla I. Acciones en posesión de inversores institucionales**

Inversor	Acciones en Posesión	% del total	% votos
Blackrock Inc,	15.462.485	10,48%	2,05%
Vanguard Group Inc	13.477.131	9,1%	1,8%
State Street Corp	7.156.099	4,8%	0,9%
Renaissance Technologies	3.381.266	2,3%	0,4%
Geode Capital Management	2.809.312	1,9%	0,4%
Janus Henderson Group	2.164.893	1,47%	0,29%
Northern Trust	1.921.368	1,3%	0,3%
Victory Capital Management	1.630.276	1,1%	0,2%
Citadel Advisors	1.623.480	1,1%	0,2%
Champlain Investment Partners	1.606.245	1,1%	0,2%

Fuente: Elaboración propia en base a Nasdaq

En cuanto al desempeño de la acción en los últimos cinco años puede observar cómo Hershey se ha desempeñado considerablemente mejor que las restantes acciones del S&P Comida Empaquetada y replicando de manera muy similar los retornos del Índice S&P 500.

**Gráfico VII. Desempeño comparativo de la acción periodo 2015-2020**



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de The Hershey Company

(4) Véase <https://www.nasdaq.com/es/market-activity/stocks/hsy/institutional-holdings>

## 1.4 Estrategias de crecimiento

### ***Crecimiento orgánico versus no orgánico***

Como puede observarse en el siguiente gráfico, durante el período 2015-2020 las ventas netas crecieron de manera ininterrumpida a tasas que van desde el 0,7% al 3,7%. La tasa de crecimiento total para el periodo es de 10,33%. <sup>(5)(6)</sup>

**Gráfico VIII. Crecimiento porcentual ventas netas año versus año**  
(En % y millones de USD)



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de The Hershey Company

Sin embargo, para comprender de manera correcta cómo la compañía viene materializando este crecimiento constante y vislumbrar la estrategia utilizada, es conveniente realizar una diferenciación entre el crecimiento orgánico y el no orgánico (entendiendo este último como el que ocurre mediante la adquisición de nuevas compañías y/o unidades de negocio).

Como puede verse en la siguiente tabla, el crecimiento orgánico de los cinco periodos bajo análisis es siempre superior al no orgánico con la excepción del periodo 2018-2017, cuando se materializó la adquisición de Pirate Brands. <sup>(7)</sup>

(5) Tasa compuesta

(6) Se seleccionan 6 años para analizar 5 periodos de crecimiento

(7) Crecimiento orgánico incluye variaciones de precio y volumen

Por lo tanto, el crecimiento recurrente de Hershey viene dado por su política de precio y volumen para cada año fiscal y se complementa con la estrategia de adquisiciones de nuevas marcas y unidades de negocio.

**Tabla II. Tipos de crecimiento para el período 2015-2020**

Periodo	Crecimiento	Orgánico	No orgánico	Tipo de cambio
2020-2019	2,00%	2,0%	0,5%	-0,5%
2019-2018	2,50%	1,8%	1,0%	-0,3%
2018-2017	3,70%	0,3%	3,6%	-0,2%
2017-2016	1,00%	0,5%	0,3%	0,2%
2016-2015	0,70%	0,8%	0,6%	-0,7%

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de The Hershey Company

Al segregar el crecimiento orgánico entre precio y volumen podemos tomar una mejor dimensión del desempeño de la compañía y la estrategia seguida.

**Tabla III. Crecimiento orgánico desagregado**

Periodo	Precio	Volumen
2020-2019	2,30%	-0,30%
2019-2018	1,70%	0,10%
2018-2017	-1,00%	1,30%
2017-2016	0,70%	-0,20%
2016-2015	0,00%	0,80%

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de The Hershey Company

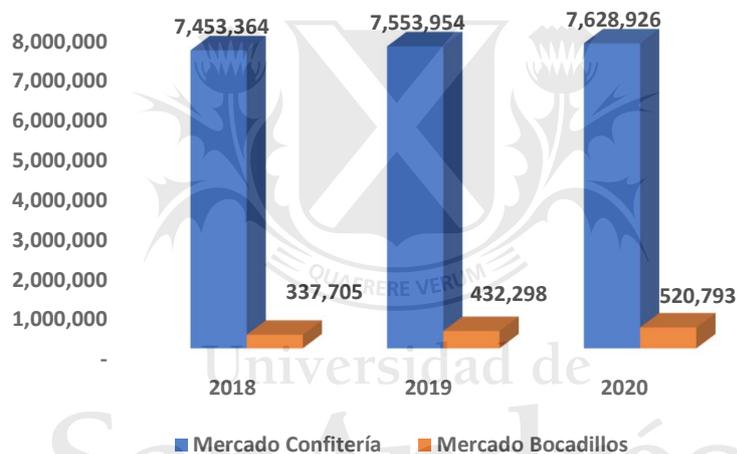
Vemos que si bien el crecimiento orgánico neto es siempre positivo, no siempre las variables precio y volumen van en el mismo sentido como puede verse para los periodos 2020-2019, 2018-2017 y 2017-2016.

Esta diferenciación es importante dado que demuestra que la compañía es capaz de compensar una caída circunstancial en el volumen con un aumento, en términos relativos, mayor en precios que es efectivamente convalidado por el consumidor, generando el crecimiento orgánico positivo y constante como vimos en la tabla anterior.

El periodo 2020-2019 y 2017-2016 son ejemplos de esto. Para el primero, la baja del volumen obedece estrictamente al impacto del Covid-19 en su segmento Internacional y Otros.

A nivel mercado, puede observarse una clara diferenciación en el uso de estas estrategias. Las ventas diferenciadas entre confitería y bocadillos, los dos mercados en los que opera la compañía, son: 7.628.926 y 520.793 para el año 2020, 7.553.954 y 432.298 para el año 2019, 7.453.364 y 337.705 para el año 2018, respectivamente. <sup>(8)</sup> <sup>(9)</sup>

**Gráfico IX. Ventas segregadas por mercado**  
(En miles de USD)



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de The Hershey Company

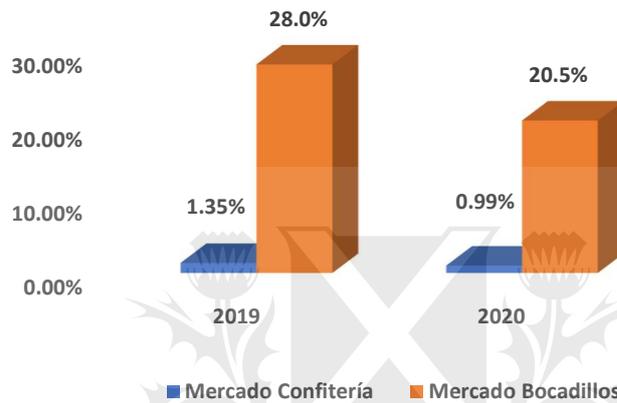
Si bien el 94% de las ventas netas corresponden al mercado de confitería, puede observarse que la variación porcentual año contra año es muy superior en el mercado de bocadillos.

Para el año 2020, el crecimiento en el mercado de confitería fue del 0,99%, mientras que en el mercado de bocadillos fue del 20,5%. En tanto para el 2019 los crecimientos fueron del 1,35% y 28% respectivamente.

(8) Se toma un periodo de 3 años dado que en Estados Contables anteriores no se realizaba esta segregación por Mercado  
(9) Cifras en miles de USD

El crecimiento total para el periodo bajo análisis es de 2,36% para el mercado de confitería y 54,22% para el mercado de bocadillos. <sup>(10)</sup>

**Gráfico X. Crecimiento porcentual de ventas por mercado**



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de The Hershey Company

Esto ocurre dado que la totalidad de las adquisiciones en los últimos tres años realizadas por Hershey son direccionadas a este mercado. Durante este período, la compañía adquirió: ONE Brands, Amplify Snack Brands, Pirate Brands, Ripple Brand Collective.

Es importante destacar también, que la mayoría de estas adquisiciones son marcas que focalizan en los bocadillos saludables y naturales. Esta mención cobrará mayor relevancia en la sección La Industria.

La estrategia de crecimiento no orgánico está destinada exclusivamente al mercado de bocadillos en donde se busca aumentar su cuota de participación de manera agresiva y así conseguir una mayor diversificación de productos.

Por otro lado, la estrategia de crecimiento orgánico está destinada principalmente, pero no con exclusividad <sup>(11)</sup>, al mercado de confitería que representa el corazón de la compañía y genera los mayores ingresos.

Esta política conjunta de precios y cantidades (crecimiento orgánico) es, como vimos anteriormente, la que genera los ingresos recurrentes de la compañía y mantienen, en general, el aumento sostenido de sus ventas netas, con excepción del año 2018.

(10) Tasas compuestas

(11) No se cuenta con información puntual para el Mercado de Bocadillos respecto a realización de precios y volúmenes que permita afirmar lo contrario

Vimos también, y lo entendemos como una ventaja, que si bien no siempre se generan aumentos en términos de volumen, la compañía tiene la flexibilidad suficiente para transferir al consumidor eventuales caídas vía aumento de precios.

Para que esta estrategia sea efectiva y mantenerse competitiva en las distintas categorías de productos, la compañía basa su estrategia en la innovación de productos, en la calidad y, sustancialmente, en el reconocimiento y lealtad por parte de los consumidores hacia sus marcas.

En este sentido, se destinan considerables recursos en la promoción de nuevos productos y se realizan diferentes campañas promocionales a lo largo del año. El trabajo constante en el reconocimiento de las preferencias de los consumidores juega un rol importante en esta estrategia.

Con la intención de hacer tangible y darle dimensión a la estrategia de la compañía en cuanto al reconocimiento de sus marcas, presentamos algunos estudios de opinión realizados en los Estados Unidos.<sup>(12)</sup>

La primera encuesta fue realizada entre los días 24 de junio y 6 de julio de 2020 en los Estados Unidos. Los resultados fueron publicados el 27 de octubre de 2020 en Statista y se obtuvieron 34.026 respuestas.<sup>(13)</sup>

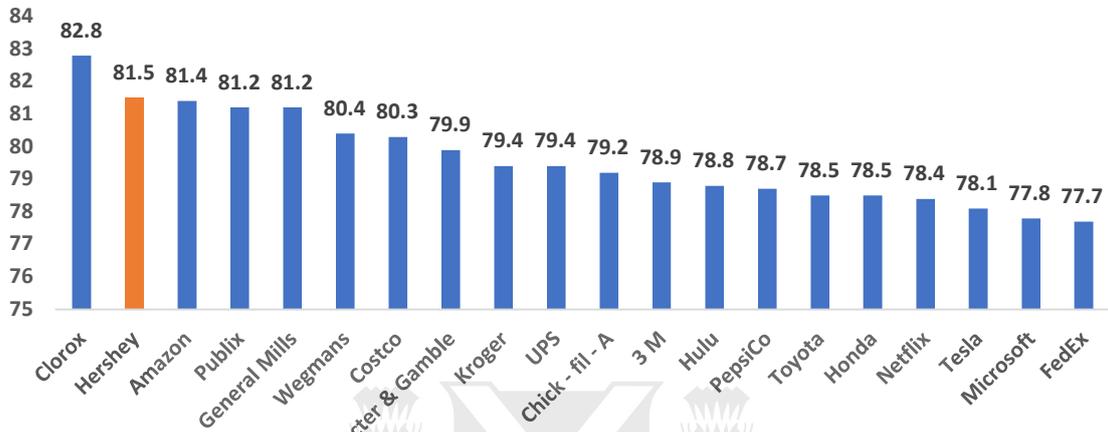
Entre veinte compañías de los Estados Unidos, Hershey ocupa el segundo lugar entre las percepciones positivas de los consumidores en cuanto a reputación.

---

(12) Se encontraron diversos estudios de distintas fuentes y variadas metodologías. El objeto de la presentación de algunos de ellos obedece a la necesidad de dimensionar de alguna manera si la estrategia perseguida por la compañía tiene correlato con la realidad. Por esto, y entendiendo que por naturaleza estos estudios de opinión son dinámicos, los resultados no son considerados como absolutos ni permanentes

(13) Véase <https://www.statista.com/statistics/1179261/leading-corporations-reputation-united-states/>

**Gráfico XI. Corporaciones líderes de acuerdo a reputación en Estados Unidos**



Fuente: Elaboración propia en base a Statista

La segunda encuesta de opinión fue realizada entre enero y marzo de 2018 en los Estados Unidos. Ante la pregunta cual es la marca favorita de los consumidores, Hershey se ubicó en segundo lugar. <sup>(14)</sup>

Los ratings totales son el neto entre las valoraciones positivas y las negativas, en donde al menos 12.000 personas dieron sus preferencias para cada compañía en el gráfico.

**Gráfico XII. Marcas favoritas en Estados Unidos**



Fuente: Obtenido desde Statista

(14) Véase <https://www.statista.com/chart/9214/americas-favorite-brands/>

En base a los estudios de opinión expuestos, y con las salvedades realizadas anteriormente, podemos responder de manera afirmativa a la pregunta si la estrategia en cuanto a posicionamiento de marca de Hershey tiene correlato con la realidad y es, en gran medida, la base sobre la que se sustenta la estrategia de precios y volúmenes expuesta en esta sección.

Como **conclusión** de esta subsección, observamos el impacto que las distintas estrategias de crecimiento llevadas a cabo por la gerencia, tienen de manera diferenciada en el mercado de confitería y en el de bocadillos.

El crecimiento orgánico es el que genera el crecimiento recurrente y constante de ventas y está focalizado principalmente en el mercado de confitería donde Hershey es un jugador líder establecido, cuyo crecimiento potencial dentro del mismo, en Estados Unidos, es limitado.

En cuanto al mercado de bocadillos, la gerencia apuesta a la expansión agresiva como vía para diversificar su portafolio y generar, a futuro, ingresos orgánicos constantes también en este mercado.

Cabe destacar la importancia que esta última estrategia tiene en cuanto a la evolución total de las ventas de la compañía, siendo por ejemplo en 2018, la razón por la cual se logró mantener la tendencia alcista de las mismas. Para dicho año, con esta estrategia se alcanzó el 3,7% de aumento versus 0,3% de aumento orgánico.

## 2. La Industria

---

### 2.1 Resumen

En esta sección se analizará por un lado el Posicionamiento Competitivo de Hershey haciendo énfasis en el mercado de Estados Unidos donde concentra el 86,4% de sus ventas netas.

Se expondrán los mercados en los cuales la compañía opera, se presentarán sus principales competidores y su posición relativa respecto a estos.

Además, se analizará la industria de confitería en dos dimensiones: Global y en Estados Unidos. Esto es debido a que el 94% de las ventas de Hershey corresponden a esta industria y dentro de la misma, Estados Unidos es su principal mercado como ya mencionamos.

Si bien la industria ha crecido constantemente en términos de ventas netas como veremos a continuación, se espera una posible desaceleración a futuro atribuible a la adopción de estilos de vida más saludables.

La innovación en el proceso e ingredientes de la oferta de productos que hagan las compañías son las principales variables que guiarán a la industria más allá de 2020, con foco, estimado, en estos hábitos más saludables.

La estrategia de Hershey en cuanto a la adquisición de nuevas marcas para posicionarse y subirse a esta nueva tendencia tienen correlato con lo que los analistas esperan sobre el futuro de la industria. <sup>(15)</sup>

Por otro lado, la pandemia Covid-19 no ha tenido prácticamente efecto en las ventas netas reportadas por Hershey en 2020. Esto es principalmente debido a que la compañía concentra mayoritariamente su operación en Estados Unidos donde las medidas restrictivas en cuanto prohibiciones a la actividad económica no perduraron mucho en el tiempo.

La baja en las ventas del segmento Internacional, si bien significativo en términos nominales, son compensados por los resultados obtenidos en Norte América y especialmente en Estados Unidos.

No paso lo mismo con los principales competidores de Hershey que distribuyen sus operaciones más equitativamente en otros mercados. Los tres competidores analizados en esta sección: Mondelez, Nestlé y Lindt sufrieron disminuciones de ventas en 2020.

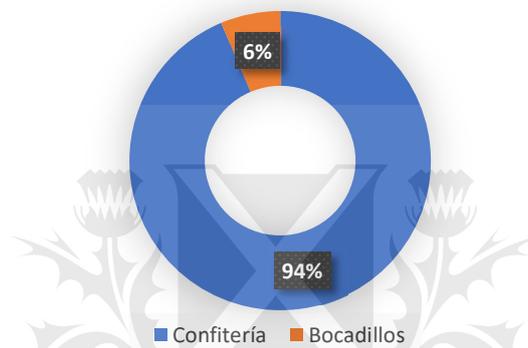
---

(15) Véase <https://www.statista.com/study/48835/confectionery-and-snacks-report/>

## 2.2 Posicionamiento Competitivo

La compañía opera en dos mercados: mercado de confitería y mercado de bocadillos. Durante el año 2020, las ventas ascendieron a 7.628 millones para el mercado de confitería y a 520.793 para el mercado de bocadillos, siendo el primero a las claras el más significativo.

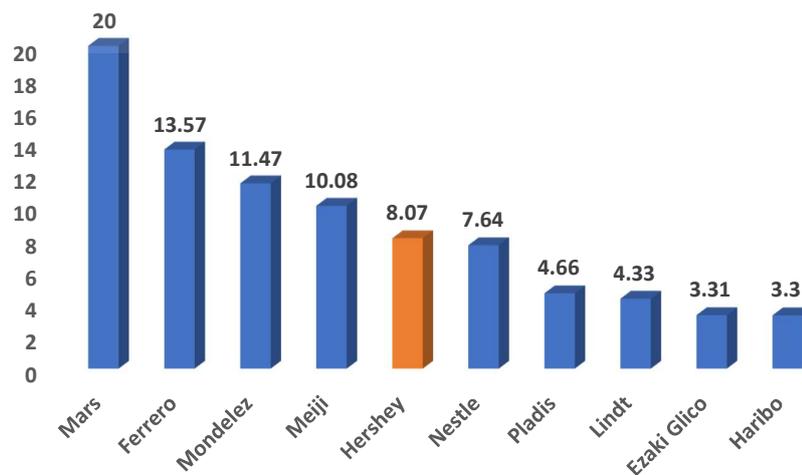
**Gráfico XIII. Ventas de Hershey por mercado - 2020**



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de The Hershey Company

El mercado Global de confitería tiene como nítido líder a Mars en términos de ventas netas para el año 2020, seguido por Ferrero, Mondelez, Meiji y en quinto puesto Hershey, como puede verse a continuación.

**Gráfico XIV. Líderes globales del mercado de confitería en cuanto a ventas – 2020**  
(En miles de millones de USD)

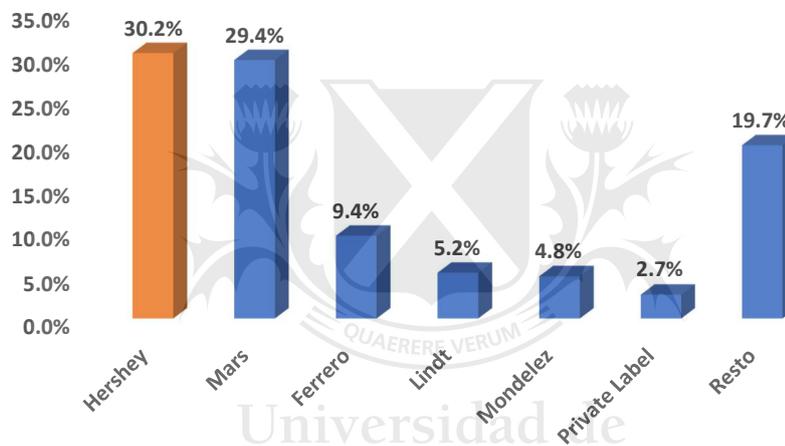


Fuente: Elaboración propia en base a Statista

Como puede observarse en el gráfico XV, casi un 60% del mercado de Estados Unidos se reparte entre dos jugadores en términos de cantidades, Hershey, ubicándose como líder, y Mars, siendo las cuotas de participación 30,2% y 29,4% respectivamente.

Estamos en presencia entonces de un mercado muy concentrado con dos líderes muy claros relegando a competidores como Ferrero y Mondelez, dos Líderes globales del mercado de confitería en términos de ventas, a cuotas muy pequeñas de participación en Estados Unidos.

**Gráfico XV. Cuota de mercado de confitería en Estados Unidos**

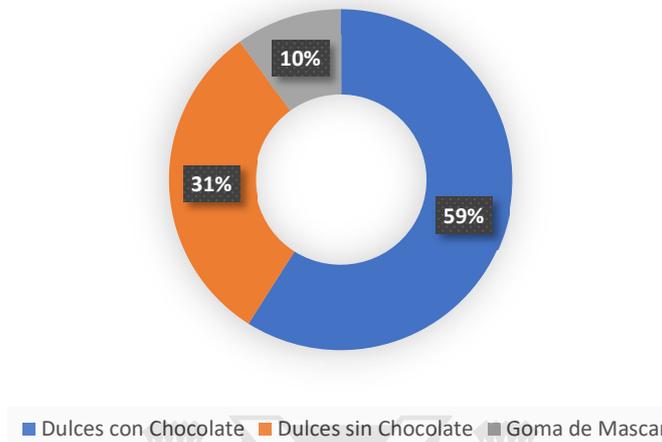


Fuente: Elaboración propia en base a Statista

Asimismo, el mercado de confitería puede dividirse en tres subcategorías de producto: dulces con chocolate, dulces sin chocolate y goma de mascar.

Estas subcategorías tienen distintas participaciones en el total del mercado siendo los dulces con chocolate la categoría más significativa, seguido por los dulces sin chocolates y la goma de mascar en tercer lugar, como puede verse a continuación.

**Gráfico XVI. Segmentación del mercado de confitería en Estados Unidos**



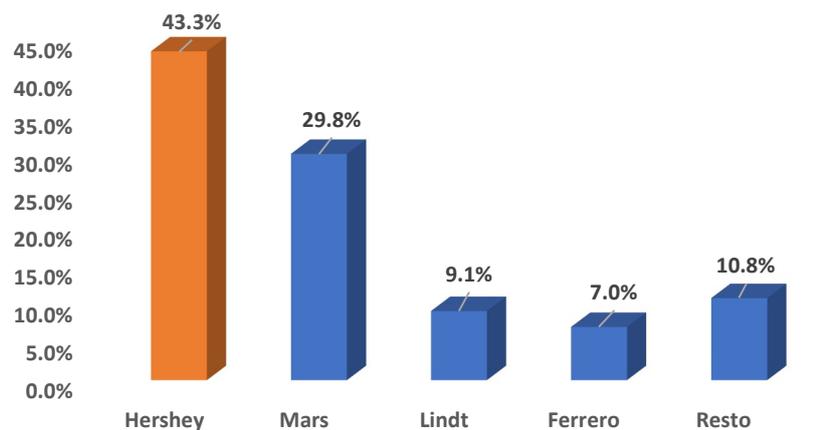
Fuente: Elaboración propia en base a Statista

A continuación, vamos a analizar la posición de la compañía dentro de estos submercados.

Hershey posee la mayor cuota de participación en el segmento chocolate siendo la misma 43.3%, consiguiendo una distancia considerable con su principal competidor, Mars, cuya participación en este submercado llega a 29,8%.

Nuevamente, líderes globales como Ferrero y Mondelez tienen escasa participación en este submercado.

**Gráfico XVII. Cuota de mercado en el segmento chocolate en Estados Unidos**

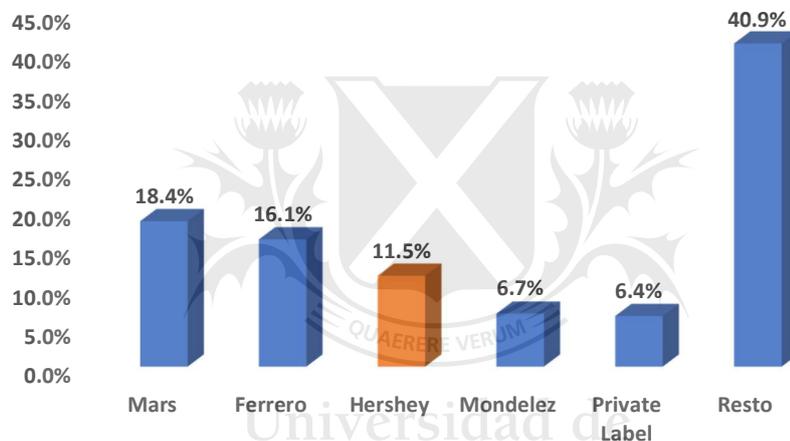


Fuente: Elaboración propia en base a Statista

Con respecto al segmento de dulces sin chocolate, Hershey se ubica en tercer lugar detrás de Mars y Ferrero con un 11,5% de participación en este submercado.

Es importante destacar que a diferencia del mercado de chocolate donde entre Hershey y Mars se llevan más del 70% de la participación, el mercado dulces sin chocolate se encuentra mucho más atomizado donde ningún jugador supera el 20% de participación y, a su vez, el 40% de participación se reparte entre compañías por fuera de los líderes del mercado en general.

**Gráfico XVIII. Cuota de mercado en el segmento dulces sin chocolate en Estados Unidos**

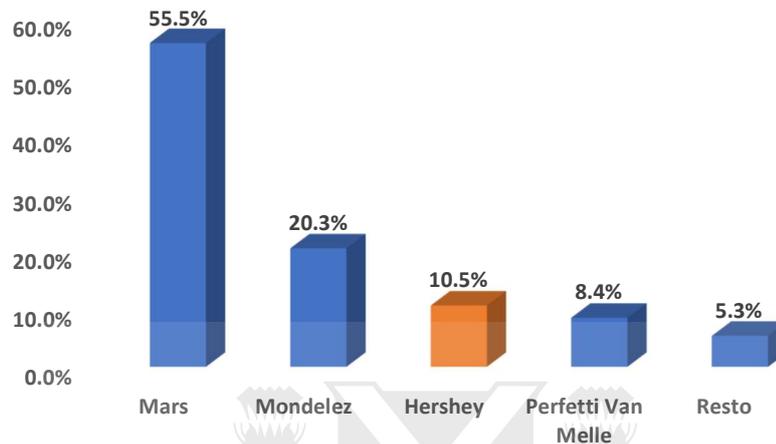


Fuente: Elaboración propia en base a Statista

El segmento de goma de mascar, tiene a Mars como nítido líder acaparando el 55,5% de participación, seguido por Mondelez con una cuota muy importante del orden del 20,3%. Hershey aparece en tercer lugar con un 10,5% de participación.

La dinámica de este submercado se asemeja al submercado de dulces con chocolate como vimos anteriormente. Un mercado muy concentrado donde dos jugadores se llevan más del 70% de participación y donde, incluso, la categoría "Resto" alcanza únicamente el 5% siendo la menor cuota de los tres segmentos analizados en esta sección y haciendo evidente la menor cantidad de competidores significativos.

**Gráfico XIX. Cuota de mercado en el segmento goma de mascar en Estados Unidos**



Fuente: Elaboración propia en base a Statista

Como **conclusión** de este análisis, Hershey sustenta su quinto puesto en términos de ventas netas como líder Global del mercado de confitería exclusivamente por su posición de liderazgo en Estados Unidos.

A su vez, esta posición de liderazgo tiene un fuerte arraigo en su participación en los Dulces con chocolate, el submercado más significativo de los tres. Goza de una buena posición relativa en el submercado de dulces sin chocolate, el segundo en significatividad, y se encuentra relegado en goma de mascar, que a su vez resulta ser el de menor tamaño en términos relativos.

Su principal competidor es Mars con quien disputa el primer lugar en el mercado de confitería en los Estados Unidos.

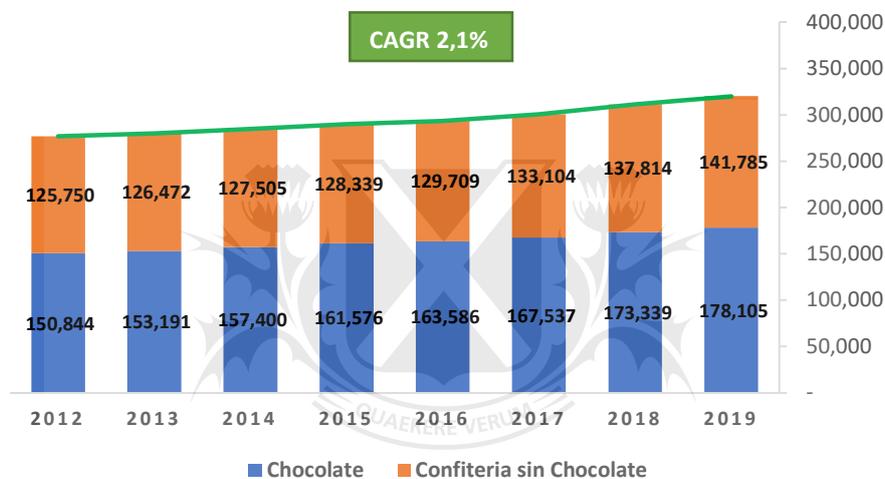
### **2.3 Confitería Global**

La industria Global de confitería mantiene un crecimiento constante para el periodo de siete años 2012 – 2019 como puede verse en el gráfico <sup>(16)</sup>. El segmento confitería sin chocolate incluye goma de mascar.

(16) Véase <https://www.statista.com/outlook/cmo/food/confectionery-snacks/confectionery/worldwide#revenue>

Para el año 2019 el total de la industria generó 319.890 versus 311.153 millones de USD en el año 2018, registrando un incremento de 2,8 % año versus año. Asimismo, el crecimiento año versus año fue del 3,5%, 2,5%, 1,2%, 1,8%, 1,9% y 1,1% para para los periodos 2018-2017, 2017-2016, 2016-2015, 2015-2014, 2014-2013 y 2013-2012 respectivamente. La CAGR para el periodo 2012-2019 es de 2,1%.

**Gráfico XX. Tamaño en ventas de la industria de confitería Global**  
(En millones USD)



Fuente: Elaboración propia en base a Statista

Es importante destacar que si bien se cuenta con información disponible sobre el tamaño de la industria para el año 2020, ésta se basa enteramente en proyecciones <sup>(17)</sup>. Estas proyecciones tienen en cuenta un impacto de sesgo optimista de la pandemia Covid-19, lo que elevó las estimaciones acerca del tamaño de la industria en un 12,50% para dicho año.

Si bien la pandemia ha tenido un impacto prácticamente nulo en Hershey, si lo tuvo en los principales líderes de la industria, y de incluir los datos disponibles la variación año versus año 2020-2019 sería del 16,9% y la CAGR para el periodo de ocho años sería del 3,8%.

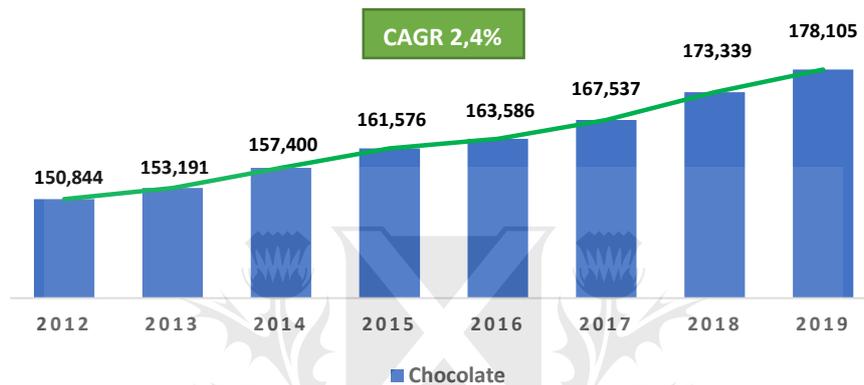
Al no considerar estas estimaciones consistentes con años anteriores, y tampoco guardan relación con las cifras de Hershey ni de los principales líderes de la industria durante 2020 como se podrá ver más adelante en esta sección, se decidió excluir la información.

El segmento chocolate es el más significativo en términos de ventas dentro de la industria alcanzando el 55,7% para el año 2019 y oscilando entre el 54,5% y el 55,8% para los restantes años.

(17) Véase <https://www.statista.com/study/48835/confectionery-and-snacks-report/>

El crecimiento año versus año fue del 2,7%, 3,5%, 2,4%, 1,2%, 2,7%, 2,7% y 1,6% para los periodos 2019-2018, 2018-2017, 2017-2016, 2016-2015, 2015-2014, 2014-2013 y 2013-2012 respectivamente. La CAGR para el segmento en el periodo 2019-2012 es 2,4%.

**Gráfico XXI. Tamaño en ventas del segmento chocolate en la industria Global**  
(En millones de USD)



Fuente: Elaboración propia en base a Statista

El segmento confitería sin chocolate es el segundo en tamaño en términos de ventas con el 40,18% para 2019 manteniéndose en el mismo rango para los restantes años. El crecimiento año versus año fue del 2,9%, 3,5%, 2,6%, 1,1%, 0,7%, 0,8% y 0,6% para los periodos 2019-2018, 2018-2017, 2017-2016, 2016-2015, 2015-2014, 2014-2013 y 2013-2012 respectivamente. La CAGR para el segmento en el periodo 2012-2019 es 1,7%.

**Gráfico XXII. Tamaño en ventas del segmento confitería sin chocolate en la industria Global.**  
(En millones de USD)



Fuente: Elaboración propia en base a Statista

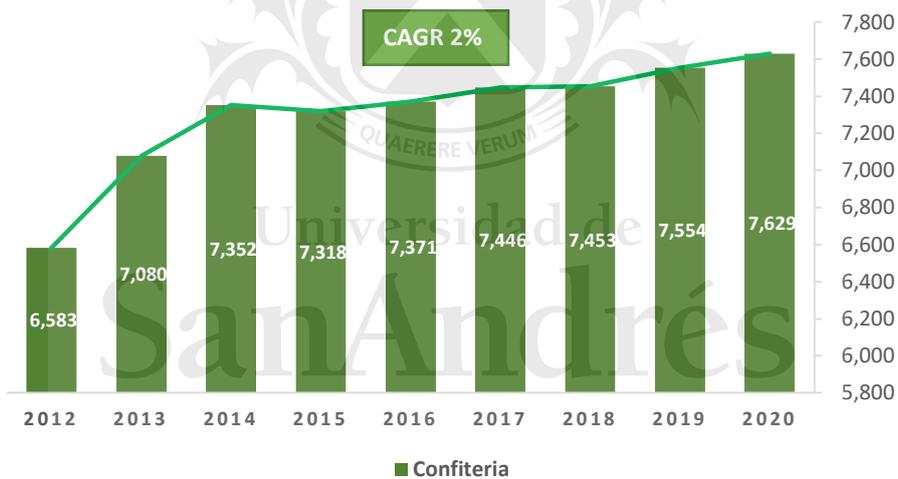
### 2.3.1 Hershey en la industria Global

Como muestra el gráfico XIV, los líderes del mercado de confitería Global en ventas netas para el año 2020 son: Mars, Ferrero, Mondelez, Meiji, Hershey, Nestlé, Pladis y Lindt.

Para el periodo 2012-2019 la compañía ha incrementado sus ventas netas año tras año de manera constante, con excepción del año 2015, pasando de 6.583 a 7.554 millones de USD, respectivamente. La CAGR para el periodo es de 2%. <sup>(18)</sup>

Los crecimientos año versus año son: 1,3%, 0,1%, 1%, 0,7%, -0,5%, 3,8% y 7,6% para los periodos 2019-2018, 2018-2017, 2017-2016, 2016-2015, 2015-2014, 2014-2013 y 2013-2012 respectivamente.

**Gráfico XXIII. Evolución de las ventas netas totales de confitería de Hershey <sup>(19)</sup>**  
(En millones de USD)



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de The Hershey Company

(18) No se tiene en cuenta el año 2020 a efectos de comparabilidad de tasas de crecimiento con la tendencia de la industria. Las razones para la no inclusión de las proyecciones disponibles para dicho año fueron debidamente explicadas anteriormente. Esta aclaración es aplicable a todo el resto de la sección donde el periodo analizado es 2012 – 2019 a efectos de comparabilidad

(19) La información acerca de la segmentación entre confitería y bocadillos no es proporcionada para los años anteriores a 2018 por ser considerado, el segundo segmento, inmaterial para la gerencia. Por lo tanto la información para este periodo fue estimada suponiendo la totalidad del crecimiento inorgánico 2017 para el segmento bocadillos y manteniendo el % de ventas para cada mercado para los años anteriores. Esto fue realizado a efectos de mantener la comparabilidad de 7 periodos.

Hershey aumentó sus ventas netas a una tasa casi idéntica a la de la industria (2% versus 2,1%) para el periodo bajo análisis, acompañando así la tendencia de la misma. Veremos que el único competidor de los expuestos a continuación que logró obtener una tasa de crecimiento positiva para el mismo periodo es Lindt.

Para el 2020 las ventas ascienden a 7.629 millones de USD generando un incremento del 1% año versus año. De manera comparativa con las compañías que analizaremos a continuación, aquí sí Hershey es la única que consiguió incrementar sus ventas durante el último año a pesar de la pandemia. Esto se debe exclusivamente al impacto que tiene Estados Unidos en el total de las ventas de la compañía y a las medidas menos restrictivas que se tomaron para paliar la pandemia en dicho país

### **2.3.2 Competidores Confitería Global**

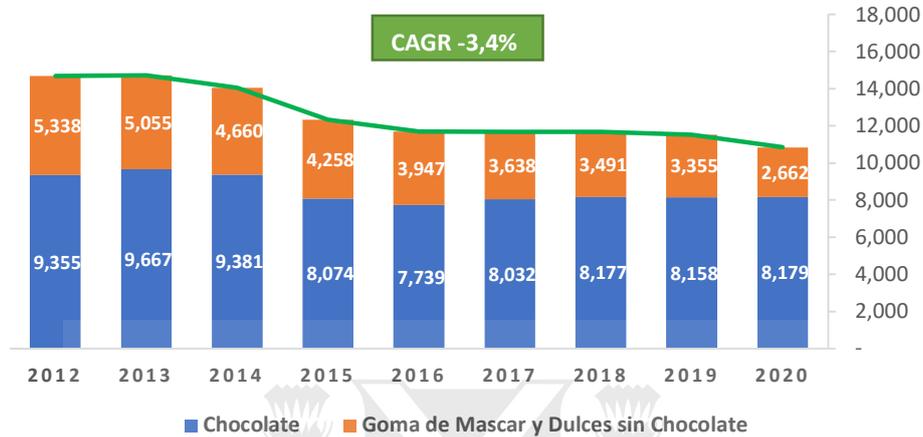
Dado que Mars y Ferrero son compañías privadas, dificultando el acceso a información financiera confiable, analizaremos el desempeño de otros jugadores.

#### **Mondelez**

Las ventas netas para el periodo 2012-2019 de Mondelez se comportaron constantemente a la baja año versus año. El total de ventas para el año 2012 ascendía a 14.693 millones de USD y para el año 2019 la cifra alcanzó los 11.513 millones de USD. La CAGR para el periodo es -3,4%.

Las variaciones año versus año son: -1,3%, -0,02%, -0,1%, -5,2%, -12,7%, -4,6% y 0,2% para los periodos, 2019-2018, 2018-2017, 2017-2016, 2016-2015, 2015-2014, 2014-2013 y 2013-2012 respectivamente.

**Gráfico XXIV. Evolución de las ventas netas totales de confitería de Mondelez**  
(En millones de USD)



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de Mondelez

Para el periodo 2012-2019 Mondelez no logra acompañar el crecimiento de la industria a nivel Global, sino que al contrario sus ventas vienen disminuyendo de manera constante. Esto se refleja en la comparación de las CAGR para el período (-3,4 versus 2,1%).

La mayor baja en términos de ventas se observa en el segmento goma de mascar y dulces sin chocolates, donde las ventas han disminuido cada año del periodo bajo análisis. El segmento chocolate muestra una baja pronunciada hasta el 2016 para luego lograr algo de crecimiento hasta alcanzar en 2019 un nivel mayor de ventas netas que 2015.

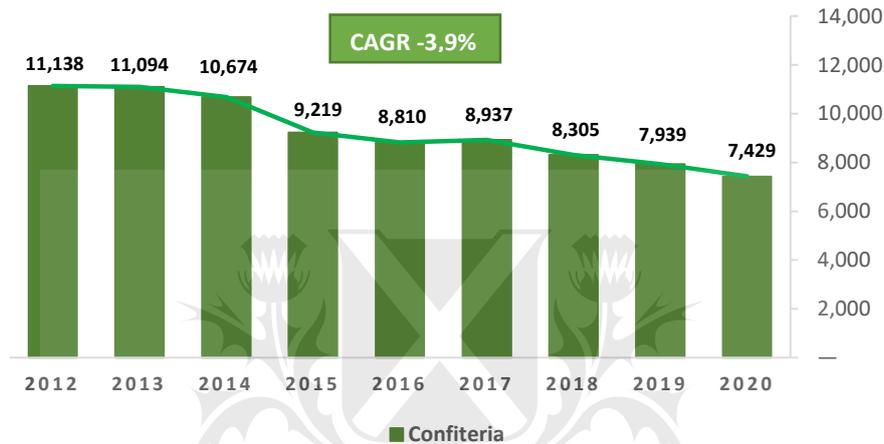
En cuanto al año 2020, las ventas totales alcanzan los 10.841 millones de USD lo que significa una baja de -5,8% versus 2019 la segunda mayor baja porcentual del período detrás del 2014-2015. El impacto de la pandemia profundizó la tendencia a la baja en las ventas que se venía observando.

## Nestlé

El caso de Nestlé es similar al de Mondelez donde, con excepción del periodo 2017, las ventas netas para el periodo 2012-2019 han ido constantemente a la baja, pasando de 11.138 millones de USD en 2012 a 7.939 millones de USD en 2019.

Las tasas de crecimiento año versus año son: -4,4%, -7,1%, 1,4%, -4,4%, -13,6%, -3,8% y -0,4% para los periodos 2019-2018, 2018-2017, 2017-2016, 2016-2015, 2015-2014, 2014-2013 y 2013-2012 respectivamente. La CAGR para el periodo es -3,9%.

**Gráfico XXV. Evolución de las ventas netas totales de confitería de Nestlé<sup>(20)</sup>**  
(En millones de USD)



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de Nestlé

Nestlé tampoco pudo acompañar el crecimiento de la industria Global para el periodo 2012-2019 sino que al igual que Mondelez ha ido en dirección contraria sufriendo una disminución ventas (CAGR -3,9% versus 2,1%).

Las ventas para el año 2020 ascienden a 7.429 millones de USD registrando una baja de -6,4%. Nuevamente, la pandemia profundizó la disminución de ventas que la compañía viene atravesando.

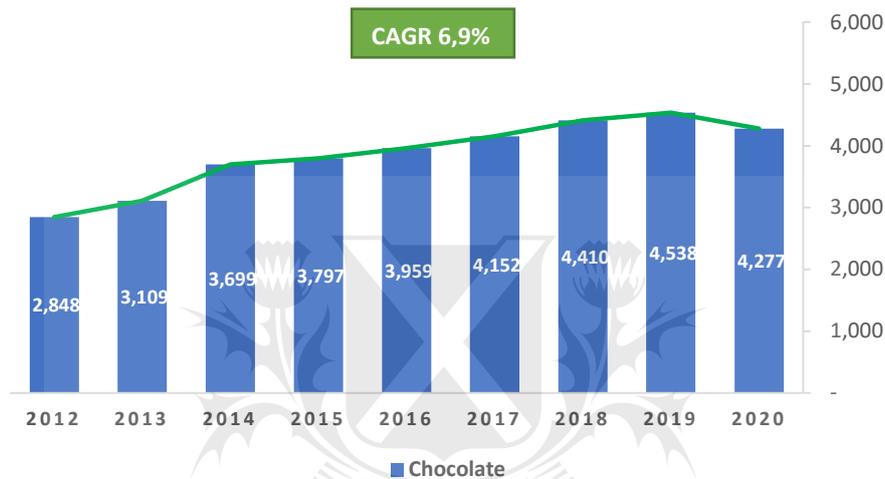
## Lindt

Lindt se focaliza exclusivamente en el segmento chocolate. Dentro de éste, la compañía logró un crecimiento constante de sus ventas para el periodo 2012-2019 pasando de 2.848 millones de USD en 2012 a 4.538 millones de USD en 2019. La CAGR del periodo es de 6,9%.

(20) La información financiera de Nestlé es reportada en Francos Suizos, por lo que para su comparabilidad en términos nominales, la misma fue convertida a USD mediante el uso del tipo de cambio promedio calculado sobre los promedios mensuales. El cálculo fue realización propia en base a la información de x-rates. Véase <https://www.x-rates.com/average/?from=USD&to=CHF&amount=1&year=2021>

El crecimiento año versus año fue 2,9%, 6,2%, 4,9%, 4,3%, 2,6%, 19% y 9,2% para los periodos 2019-2018, 2018-2017, 2017-2016, 2016-2015, 2015-2014, 2014-2013 y 2013-2012 respectivamente.

**Gráfico XXVI. Evolución de las ventas netas totales de chocolate de Lindt <sup>(21)</sup>**  
(En millones de USD)



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de Lindt

Lindt sí logró acompañar, e inclusive superar, el crecimiento del segmento chocolate y aumentar sus ventas para el periodo bajo análisis. La CAGR para el periodo es más de tres veces el crecimiento del segmento chocolate (6,9% versus 2,4%). <sup>(22)</sup>

No obstante, no estuvieron exentos de la baja de ventas en el año 2020 por efecto de la pandemia, al igual que Mondelez y Nestlé. En este caso, la baja porcentual fue del -5,7%.

Lindt es entonces el único competidor de los analizados que consiguió crecimiento para el periodo analizado siendo este, además, superior al del segmento chocolate.

### **2.3.3 Participación en la industria Global**

En la siguiente tabla puede verse la participación de Hershey y los competidores analizados en cuanto a porcentaje sobre el total del tamaño de la industria de confitería Global.

(21) La información financiera de Lindt también es presentada en Francos Suizos por lo que análogo procedimiento realizado para Nestlé fue realizado. Cuando nuevas cifras de estas dos compañías vuelven a ser presentadas en este documento serán expuestas en USD en base al procedimiento de cálculo descrito anteriormente salvo mención explícita en contrario.

(22) Si bien Meiji es la cuarta compañía en términos de ventas netas de la Industria Global de confitería, no se lo analizará en términos comparativos dado que no tiene operación en esta industria en Estados Unidos.

**Tabla IV. Participación en la industria Global como % de ventas**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Hershey</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,4%</b>
Nestle	4,0%	4,0%	3,7%	3,2%	3,0%	3,0%	2,7%	2,5%
Mondelez	5,3%	5,3%	4,9%	4,3%	4,0%	3,9%	3,7%	3,6%
Lindt	1,9%	2,0%	2,3%	2,3%	2,4%	2,5%	2,5%	2,5%

Fuente: Elaboración propia basado en Statista

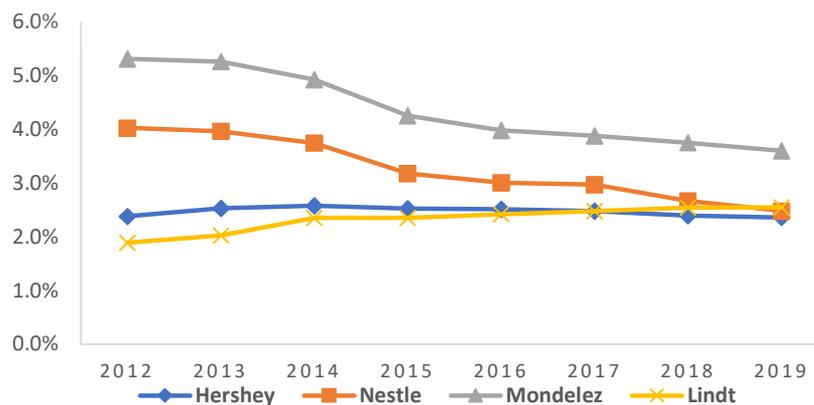
En el caso de Hershey, la participación se mantiene constante alrededor del 2,4%. Esto guarda sentido con la comparación de las CAGR entre Hershey y la industria, donde ambas son prácticamente iguales.

En la comparación con sus competidores, Nestlé y Mondelez muestran una marcada tendencia a la baja en todo el periodo analizado, también guardando sentido con analizado hasta aquí en cuanto a su desempeño comparativo con el crecimiento de la industria.

Lindt es el único competidor que aumenta su participación durante el periodo. También en línea con lo analizado previamente.

En el siguiente gráfico puede observarse con claridad la tendencia seguida por todos los jugadores, donde se destaca la estabilidad mantenida por Hershey.

**Gráfico XXVII. Evolución de la participación en la industria Global en %**



Fuente: Elaboración propia basado en Statista

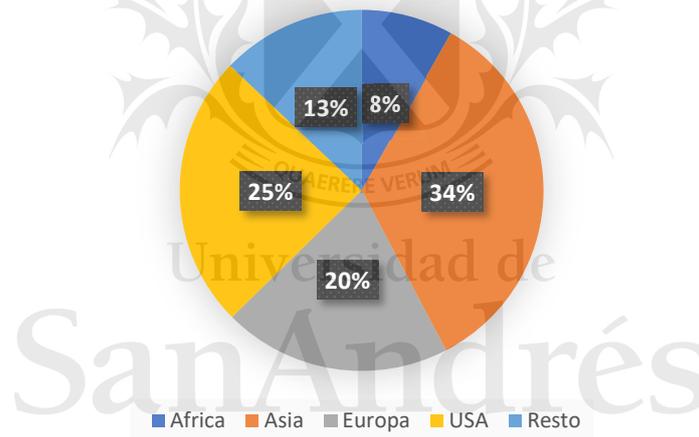
## 2.4 Confitería en Estados Unidos

Al 2019, Estados Unidos representaba el 25% de la Industria Global de confitería. Mercado donde Hershey es líder y concentra el 86,4% de sus ventas.

En términos de ventas, Estados Unidos es un mercado más grande que Europa, África y el resto de los demás continentes con la excepción de Asia, cuya participación en ventas es del 34% sobre el total. Norte América en su conjunto tiene una participación del 31%.

Este es el motivo por el cual Hershey a pesar de concentrar sus ventas casi con exclusividad en Norte América se mantiene como uno de los líderes globales en cuanto a ventas, según vimos en la subsección Posicionamiento Competitivo.

**Gráfico XXVIII. Ventas por región industria confitería Global 2020**



Fuente: Elaboración propia en base a Statista

Para Estados Unidos, la industria también registra un crecimiento constante para el periodo 2012-2019 en términos de ventas. El segmento confitería sin chocolate incluye goma de mascar.

En el año 2019 la industria generó ventas por 78.472 millones de USD, lo que representa un crecimiento de 3,2% año versus año. Para los periodos 2018-2017, 2017-2016, 2016-2015, 2015-2014, 2014-2013 y 2013-2012, los crecimientos fueron 5,6%, 4,6%, 4,9%, 2,7%, 4% y 1,2% respectivamente. La CAGR para el periodo de siete años es 3,7%.

**Gráfico XXIX. Tamaño en ventas de la industria de confitería en Estados Unidos<sup>(23)</sup>**  
(En millones de USD)



Fuente: Elaboración propia en base a Statista

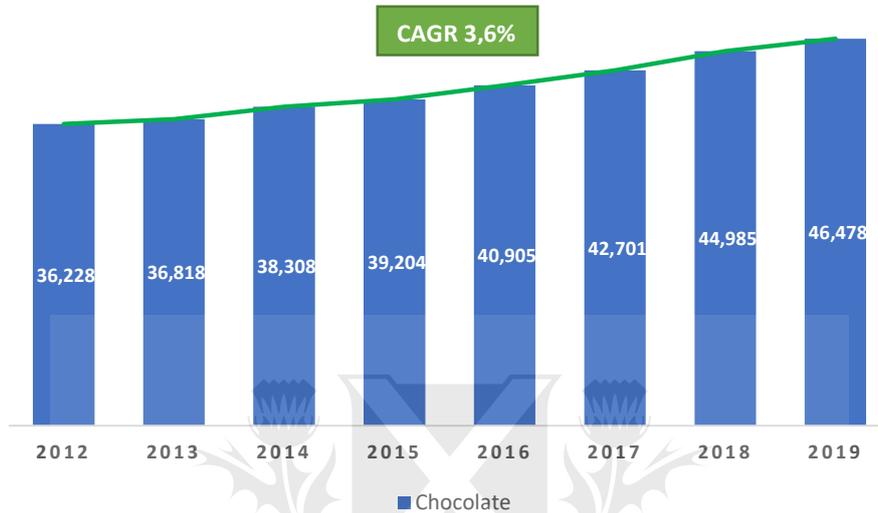
La CAGR para Estados Unidos es mayor a la Global (3,7% versus 2,1%) lo que contribuye positivamente al incremento sostenido de las ventas de Hershey siendo este su principal mercado en términos de ventas y participación, como vimos en la subsección Posicionamiento Competitivo, manteniendo a la compañía en el top cinco de líderes globales en cuanto a ventas.

El segmento chocolate es también en Estados Unidos el más significativo de los tres, representando alrededor del 59% de la industria en los años seleccionados.

El segmento alcanza los 46.478 millones de USD en el año 2019 generando un crecimiento año versus año del 3,3%. Para los periodos 2018-2017, 2017-2016, 2016-2015, 2015-2014, 2014-2013 y 2013-2012 estos fueron 5,3%, 4,4%, 4,3%, 2,3%, 4% y 1,6% respectivamente. La CAGR del periodo es 3,6%.

(23) Véase <https://www.statista.com/statistics/1026056/global-chewing-gum-market-size/> y <https://www.statista.com/outlook/cmo/food/confectionery-snacks/confectionery/united-states>

**Gráfico XXX. Tamaño en ventas del segmento chocolate en Estados Unidos**  
(En millones de USD)



Fuente: Elaboración propia en base a Statista

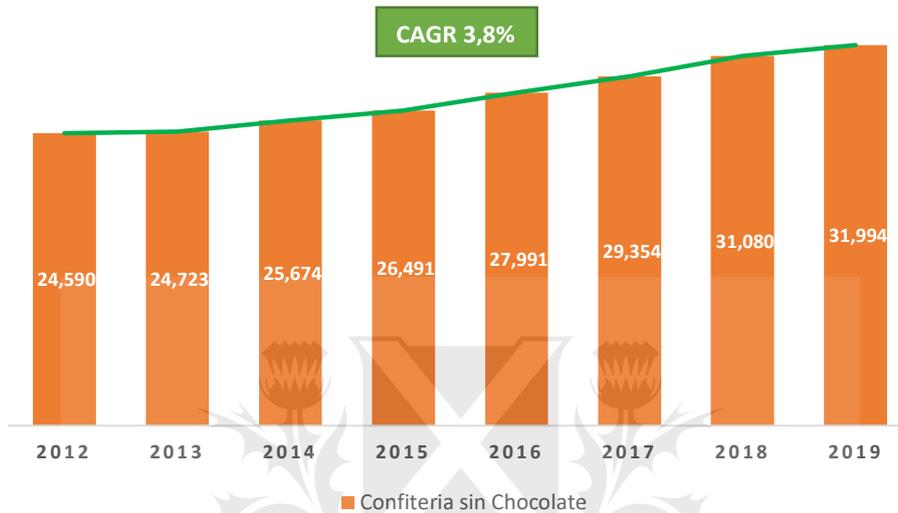
Nuevamente la CAGR en este segmento es mayor a la Global (3,6% versus 2,4%) con lo que impacta de manera especialmente positiva en el desempeño de la compañía dado que cuenta con el 43,3 % de cuota de participación en Estados Unidos como vimos en la subsección anterior.

Respecto al segmento sin chocolate, el mismo alcanzó los 31.994 millones de USD en el año 2019 representando alrededor del 40% en términos de ventas netas del total de la industria para los años seleccionados.

Los crecimientos año versus año fueron 2,9%, 5,9%, 4,9%, 5,7%, 3,2%, 3,8% y 0,5% para los periodos 2019-2018, 2018-2017, 2017-2016, 2016-2015, 2015-2014, 2014-2013 y 2013-2012 respectivamente. La CAGR para el periodo es de 3,8%.

**Gráfico XXXI. Tamaño en ventas del segmento confitería sin chocolate en Estados Unidos.**

(En millones de USD)



Fuente: Elaboración propia en base a Statista

En línea con el segmento chocolate y confitería total en Estados Unidos la CAGR continúa siendo superior a la Global (3,8% versus 1,7%)

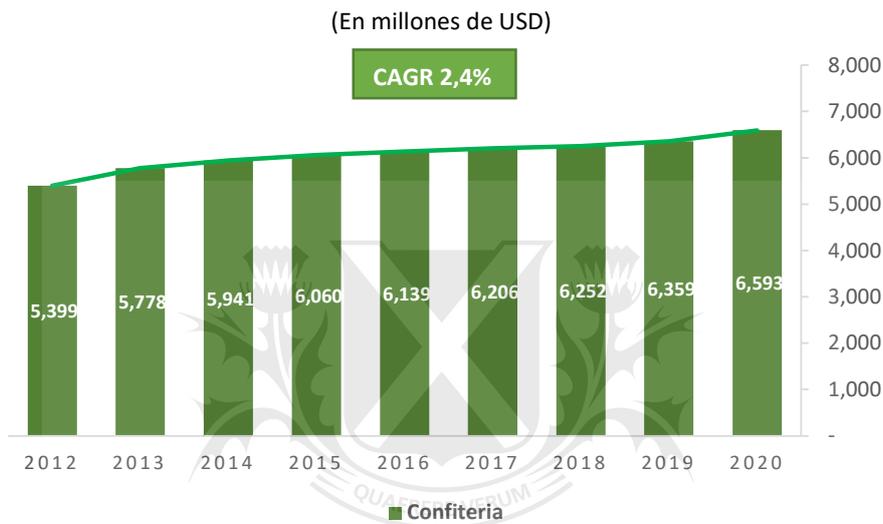
### **2.4.1 Hershey en Estados Unidos**

Estados Unidos es donde la compañía concentra el mayor volumen de ventas, representando desde el 82% en 2012 al 86% en 2020. Si bien Hershey se ubica en el 5 puesto en cuanto a ventas netas globales en la industria de confitería, esto último es consecuencia de su posición de líder en este mercado particular y Norte América en general, segmento que representa del 87% al 91% entre 2012 y 2020.

En Estados Unidos, Hershey acumula 7 años de crecimiento consecutivos respecto a sus ventas para el periodo 2012-2019 pasando de 5.395 millones de USD en 2012 a 6.359 en 2019. La CAGR para el periodo es de 2,4%.

Los crecimientos año versus año fueron: 1,7%, 0,7%, 1,1%, 1,3%, 2%, 2,8% y 7% y 2019-2018, 2018-2017, 2017-2016, 2016-2015, 2015-2014, 2014-2013 y 2013-2012 respectivamente.

**Gráfico XXXII. Evolución de las ventas netas de confitería de Hershey en Estados Unidos**  
(24)



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de The Hershey Company

Hershey tuvo un mayor crecimiento en Estados Unidos que a nivel Global, en este caso creciendo algo por debajo de la industria (2,4% versus 3,7%). Sin embargo, dentro de los competidores analizados, es el jugador que más crecimiento tuvo como veremos a continuación.

Es también el único que consiguió aumentar sus ventas en comparación con 2019. Para el 2020 las ventas alcanzaron los 6.593 millones de USD registrando un aumento del 3,7%. Las medidas menos restrictivas implementadas en Estados Unidos explican en gran medida el crecimiento positivo en las ventas, así como también su posición de líder y habilidad para transferir aumentos de precios a los consumidores.

(24) Los datos para el mercado de confitería fueron estimados mediante la multiplicación del porcentaje que representa Estados Unidos dentro del total de ventas de la compañía por las ventas totales de confitería informadas en los Estados Contables

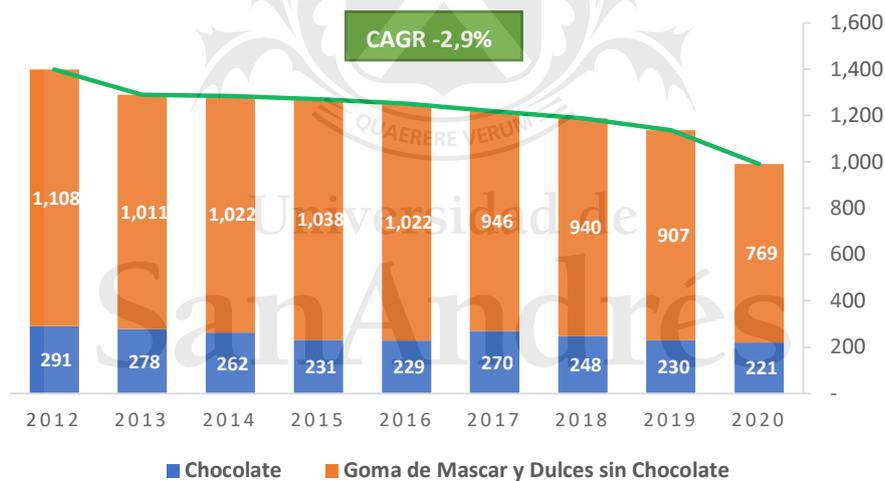
## 2.4.2 Competidores en Estados Unidos

### Mondelez

En línea con la caída de sus ventas a nivel Global, Mondelez registra también decrecimiento constante de sus ventas para el periodo 2012-2019, especialmente también en el segmento de dulces sin chocolate.

La CAGR para el periodo es de -2,9%, no pudiendo capturar nada del crecimiento de la industria para el periodo, y los decrecimientos año versus año se fueron incrementando hasta alcanzar el -4,30% para el periodo 2019-2018 mostrando una clara tendencia a la baja que como vemos se mantiene en 2020.

**Gráfico XXXIII. Evolución de las ventas netas de confitería de Mondelez en Estados Unidos <sup>(25)</sup>**  
(En millones de USD)



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de Mondelez

El año 2020 no fue la excepción registrando una baja del 12,9% para alcanzar la cifra de 990 millones de USD.

### Nestlé

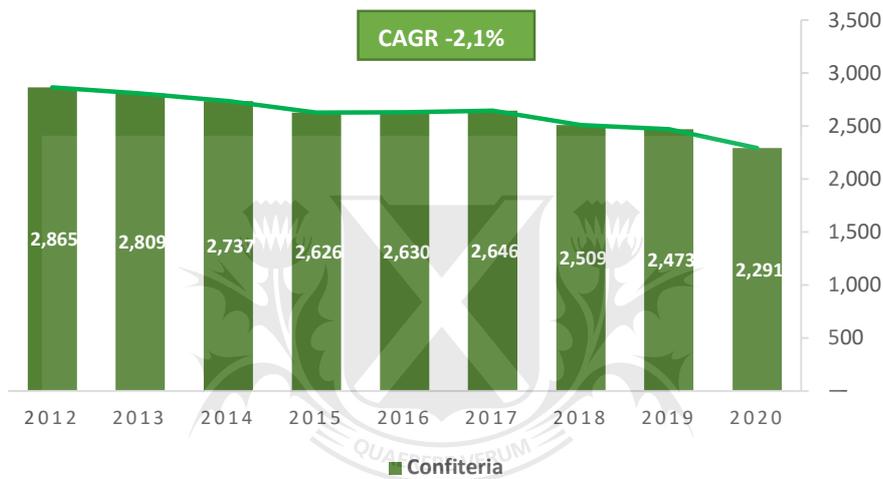
En Estados Unidos, las ventas decrecieron desde 2.865 millones de USD en 2012 hasta 2.473 millones en 2019.

(25) Los datos para el mercado de confitería fueron estimados mediante la multiplicación del porcentaje que representa confitería dentro del total de ventas de la compañía por las ventas totales en Estados Unidos informadas en los Estados Contables

En el caso de Nestlé, si bien aquí también el crecimiento del periodo es negativo en -2,15%, muy lejano a la tasa de la industria de 3,7%, las bajas en ventas fueron menores que a nivel Global.

**Gráfico XXXIV. Evolución de las ventas netas de confitería de Nestlé en Estados Unidos**  
(26)

(En millones de USD)



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de Nestlé

En el año 2020 sin embargo, las ventas cayeron hasta 2.291 millones de USD registrando una baja de -7,3% inclusive mayor a la baja Global sufrida.

**Lindt**

Lindt nuevamente es el único competidor que logró generar crecimiento de ventas en el periodo 2012-2019. Las ventas pasaron de 375 millones de USD en 2012 a 1.500 millones de USD en 2019.

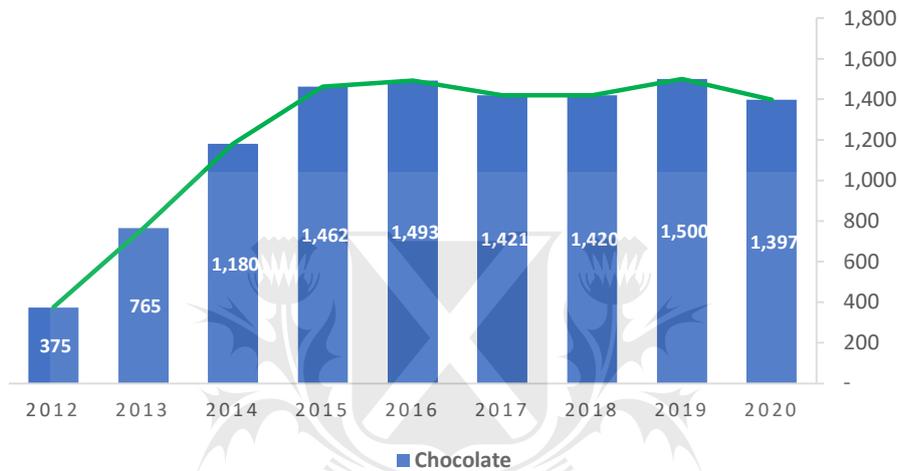
Como puede observarse en el gráfico, el periodo está marcado por un crecimiento muy significativo para el periodo 2012-2015, período de penetración de la compañía en Estados Unidos, y un periodo mucho más estable 2015-2019 con altas y bajas.

Para el período completo, 2012-2019, la CAGR es de 21,9%, influenciada muy fuertemente por los primeros años, mientras que para el periodo 2015-2019 la CAGR asciende 0,63%.

(26) Los datos para el mercado de confitería fueron estimados mediante la multiplicación del porcentaje que representa confitería dentro del total de ventas de la compañía por las ventas totales en Estados Unidos informadas en los Estados Contables

Por lo tanto, Lindt logró establecerse en el mercado de Estados Unidos a principios del periodo para luego continuar con un crecimiento módico pero estable siendo el único competidor con crecimiento positivo en Estados Unidos.

**Gráfico XXXV. Evolución de las ventas netas de Chocolate de Lindt en Estados Unidos.**  
(En millones de USD)



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de Lindt

En el año 2020 las ventas cayeron hasta los 1.397 millones de USD, -6,8%, no pudiendo así diferenciarse de los demás competidores de Hershey.

### 2.4.3 Participación en la industria en Estados Unidos

En la siguiente tabla puede verse la participación de Hershey y los competidores analizados en cuanto a porcentaje sobre el total del tamaño de la industria de confitería en Estados Unidos.

**Tabla V. Participación en la industria de Estados Unidos como % de ventas**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Hershey</b>	<b>8,9%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,2%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,1%</b>
Nestle	4,7%	4,6%	4,3%	4,0%	3,8%	3,7%	3,3%	3,2%
Mondelez	2,3%	2,1%	2,0%	1,9%	1,8%	1,7%	1,6%	1,4%
Lindt	1,0%	2,1%	3,1%	3,7%	3,7%	3,3%	3,2%	3,2%

Fuente: Elaboración propia en base a Statista

En el caso de Hershey, si bien la participación baja de 8,9% en 2012 a 8,1% en 2019, la misma no es tan pronunciada, siendo además que hubo años donde la participación aumento. Esto guarda sentido con la comparación de las CAGR entre Hershey y la industria, donde la compañía consigue crecimiento algo por debajo de ésta.

En la comparación con sus competidores, Nestlé y Mondelez muestran una marcada tendencia a la baja en todo el periodo analizado, también guardando sentido con analizado hasta aquí en cuanto a su desempeño comparativo con el crecimiento de la industria.

Lindt es el único competidor que aumenta su participación fuertemente en los primeros 3 años del periodo para luego estabilizarse a partir del 2015. También en línea con lo analizado previamente.

Por el análisis realizado aquí, Hershey se encuentra en una mejor posición que sus competidores logrando una participación en la industria de Estados Unidos relativamente estable.

Como **conclusión** de la sección 3, podemos ver como la industria de confitería tanto Global (2,1%) como Local (3,7%) vienen generando crecimiento. Este crecimiento se da en los tres sectores analizados: chocolate, dulces sin chocolate y goma de mascar. Repartiéndose aproximadamente el 91% de la industria las primeras dos categorías.

Hershey ha acompañado esta tendencia y ha crecido a tasas muy similares a las de la industria, 2% en la Global y 2,4% Local, siendo la única de las compañías analizadas con crecimiento constante de ventas para el periodo 2012-2019 y la única en registrar crecimiento en 2020 pese a la pandemia. Es la compañía que más creció en Estados Unidos y la segunda, luego de Lindt a nivel Global.

Asimismo, Hershey viene manteniendo una participación de mercado en términos de ventas estable para el periodo analizado. El rol de Hershey como jugador Global esta exclusivamente ligado al tamaño del mercado de Estados Unidos en el consolidado total.

Del análisis de los competidores de Hershey, solo Lindt consiguió acompañar la tendencia de ambas industrias y acompañar dicho crecimiento. Las ventas de Hershey en Estados Unidos son 4,7 veces las ventas de Lindt en 2020.

Mondelez y Nestlé han tenido un decrecimiento sostenido de sus ventas tanto en la Global como la Local, principalmente impulsado por el segmento dulces sin chocolates. Ninguno de los competidores analizados aquí sugiere que la posición de Hershey en Estados Unidos e inclusive a nivel Global se vea amenazada.

### 3. Análisis Financiero

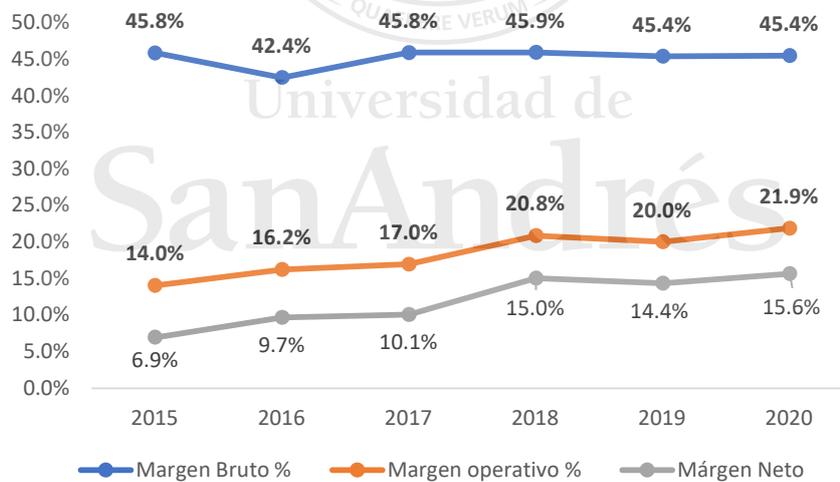
#### 3.1 Márgenes

En esta subsección analizaremos la evolución del margen bruto, del margen operativo y del margen neto de Hershey como porcentaje de las ventas netas.

Como puede observarse en el gráfico, el margen bruto se mantuvo en todos los años constante en 45% excepto por el año 2016 donde este disminuyó a 42,4%. Durante este año los futuros de cacao se desplomaron generando un impacto negativo mayor al 300 % comparado con el año 2015 (donde los resultados por cobertura fueron positivos) y también mayor al 300% comparado con el año 2017. Es decir, durante el 2016 la compañía compró cobertura cara en comparación con los precios realizados durante el mismo.

Este impacto se clasificó como parte de los costos variables, explicando mayoritariamente el incremento de los mismos como porcentaje de las ventas y, asimismo, explicando la disminución en el margen.

**Gráfico XXXVI. Evolución de márgenes como porcentaje de ventas netas**



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de The Hershey Company

Asimismo, el margen operativo tuvo un incremento significativo para el periodo 2015-2020 pasando de 14% a 21,9% evidenciando un crecimiento constante con la excepción del año 2019 donde sufrió una leve baja (20% versus 20,8%).

Hershey lleva adelante programas anuales para identificar posibles áreas de mejora de eficiencia y reducción de gastos. La disminución observada como porcentaje sobre ventas responde a la implementación de estos programas.

La mejora sostenida del margen operativo se debe a la disminución, tanto en términos relativos en cuanto a ventas como absolutos, de los gastos fijos pasando de 1.969 millones en 2015 a 1.891 millones en 2020, marcando una clara tendencia sostenida a la baja. Esta tendencia a la baja explica la mejora de casi 8 puntos porcentuales del margen operativo.

El margen neto, ha crecido significativamente pasando de 6,9% en 2015 a 15,6% en 2020 acompañando claramente la tendencia del margen operativo.

### 3.2 Deuda Largo Plazo

La deuda de largo plazo está compuesta por un 92% de Notas con vencimientos que van desde uno hasta 30 años, 6% de debentures con vencimientos entre uno y siete años y 2% de leaseings financieros.

**Gráfico XXXVII. Evolución deuda a largo plazo y tasa efectiva.**

(En millones de USD y % respectivamente)



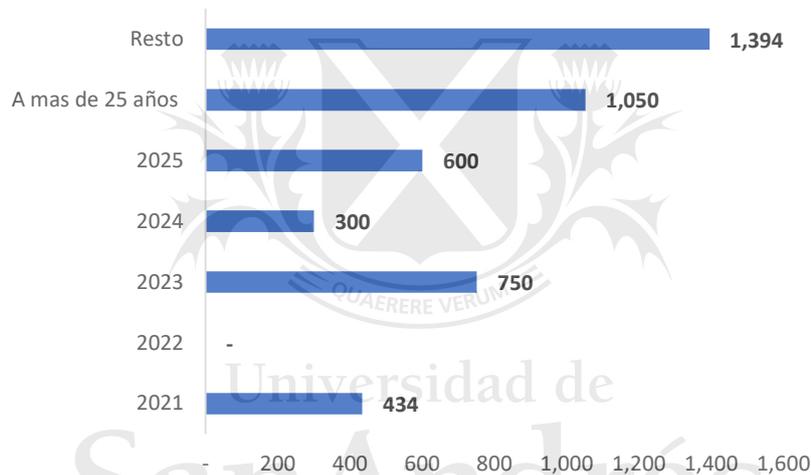
Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de The Hershey Company

Durante el periodo bajo análisis, la deuda de Hershey se ha incrementado de manera constante pasando de 2.057 millones de USD a 4.528 millones de USD.

Sin embargo, en el mismo periodo la tasa efectiva, calculada como intereses pagados sobre capital, ha disminuido. Por lo que la compañía ha sido capaz de incrementar sus niveles de deuda a un costo cada vez menor.

Adicionalmente, el 46% de la deuda será cancelada dentro de los próximos cinco años, 23% entre seis y veinticinco años y el 31% restante a más de veinticinco años.

**Gráfico XXXVII. Vencimientos de capital - 2020**



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de The Hershey Company

### **3.3 Ratios**

Se expondrán en esta sección ratios promedios para la industria de confitería y azúcar medido entre las empresas listadas de Estados Unidos y extraídos de Ready Ratios y estos serán presentados en forma comparativa con los de Hershey, para el periodo 2015-2019 en línea con la información disponible. <sup>(27)</sup> Los mismos serán calculados y comparados en estas tres dimensiones: rentabilidad, actividad y financieros.

Respecto a los ratios de rentabilidad de Hershey, el retorno sobre el patrimonio neto (ROE) creció considerablemente durante el periodo 2015-2018 para luego recortar considerablemente dicha suba hasta alcanzar el 57% en 2020.

(27) Véase <https://www.readyratios.com/sec/industry/206/>

Del análisis de Dupont surge que Hershey logro aumentar considerablemente su margen neto pasando de 6,9% a 15,6% pero a su vez la disminución del ratio Ventas/Activos refleja cierta ineficiencia en el uso de los recursos, siendo que en 2015 un dólar invertido en activos generaba 1,4 USD en venta, siendo este ratio 0,9 en 2020.

A su vez, la disminución del ratio Activos/PN demuestra el aumento de la participación de los accionistas en la estructura de capital de la compañía.

**Tabla VI. Análisis Dupont**

Análisis Dupont	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Resultado/Ventas	6,9%	9,7%	10,1%	15,0%	14,4%	15,6%
Ventas/Activos	1,4	1,3	1,4	1,0	1,0	0,9
Activos/PN	5,1	6,7	6,0	5,5	4,7	4,1

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de The Hershey Company

El retorno sobre activos también tuvo una baja posterior a 2018, luego de una tendencia al alza, pero este recorte es mucho menos pronunciado que el del ROE alcanzando en 2020 14%.

El margen operativo y el neto han aumentado a lo largo de los años bajo análisis, pasando de 14% y 6,9% en 2015 a 21,9% y 15,6% en 2020 respectivamente. El margen EBITDA acompaña la tendencia del margen operativo.

**Tabla VII. Ratios rentabilidad Hershey**

Ratios de Rentabilidad	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROE (RN/PN)	49,0%	87,1%	81,3%	83,2%	65,8%	57,0%
ROA (RN/A)	9,6%	13,0%	13,6%	15,2%	14,1%	14,0%
Margen Bruto (RB/V)	45,8%	42,4%	45,8%	45,9%	45,4%	45,4%
Margen Ebitda (Ebitda/V)	17,3%	20,2%	20,4%	24,6%	23,6%	25,5%
Margen operativo (RO/V)	14,0%	16,2%	17,0%	20,8%	20,0%	21,9%
Margen neto (RN/V)	6,9%	9,7%	10,1%	15,0%	14,4%	15,6%

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de The Hershey Company

Cabe destacar que tanto el ROE como el ROA están medidos en valores de libro, cuya dimensión puede ser útil para una comparación sencilla con los ratios de la industria como veremos a continuación.

Sin embargo, en términos económicos, resulta más conveniente y relevante mostrar estos índices usando valores de mercado.

El ROE y el ROA medidos en valores de mercado, utilizando como medida alternativa al patrimonio neto contable la Capitalización de Mercado al cierre de cada año y sumándole a este valor el monto total de la deuda para obtener el valor de mercado de los activos, evolucionaron de la siguiente manera. <sup>(28)</sup>

**Tabla VIII. ROE y ROA a valores de mercado Hershey**

Ratios de Rentabilidad	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROE	2,6%	3,2%	3,2%	5,3%	3,3%	4,0%
ROA	2,4%	2,9%	2,9%	4,6%	3,0%	3,5%

Fuente: Elaboración propia

Estos valores guardan mayor sentido con los retornos reales que un inversor pudo conseguir durante el periodo bajo análisis. También aquí se observa una suba hasta el año 2018, la cual es recortada en algo más que un punto porcentual al año 2020.

En cuanto a la comparación con la industria, Hershey obtiene resultados mucho mejores en los cinco ratios calculados. Notoriamente, el ROE y el margen operativo es donde más diferencia consigue.

**Tabla IX. Ratios rentabilidad Industria**

Ratios de rentabilidad Industria	2015	2016	2017	2018	2019
ROE	3,4%	7,2%	6,9%	7,7%	9,1%
ROA	2,7%	5,9%	5,0%	6,1%	6,8%
Margen bruto	24,1%	22,2%	22,1%	20,2%	32,3%
Margen operativo	5,2%	6,3%	5,0%	8,8%	8,0%
Margen neto	2,7%	4,3%	3,2%	6,5%	5,9%

Fuente: Elaboración propia en base a Ready Ratios

Respecto a los ratios de actividad, los costos fijos vienen disminuyéndose año versus año con respecto a las ventas como vimos anteriormente lo que es muestra de la obtención de mayores eficiencias operativas.

(28) Las capitalizaciones de mercado fueron obtenidas de <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/HSY/hershey/market-cap>

La rotación de inventarios tuvo su mayor variación en el año 2020 aumentando en once días la capacidad de la compañía para hacer frente a su demanda. Este aumento guarda relación con medidas restrictivas en torno a la actividad económica tomadas por países donde la compañía opera en su segmento Internacional, especialmente China, al comienzo del año 2020. Los confinamientos y medidas de cierres totales y parciales afectaron las ventas de este segmento como vimos anteriormente generando un excedente de inventario.

**Tabla X. Ratios actividad Hershey**

Ratios de actividad	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Costos fijos/ventas	27%	26%	25%	24%	24%	23%
Rotación de inventario	68	63	67	68	68	79
Liquidez (AC/PC)	0,8	1,0	1,0	0,9	1,1	1,6
Días en la calle (Clientes)	30	29	29	28	26	28
Días en la calle (Proveedores)	43	44	47	43	46	48

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de The Hershey Company

El ratio de liquidez alcanzó en 2020 su valor más alto del periodo exponiendo que la compañía podría potencialmente hacer, 1,6 veces, frente al total de sus deudas de corto plazo.

Los días en la calle se mantuvieron relativamente constantes a lo largo del periodo analizado. Importante destacar que la compañía cobra aproximadamente veinte días antes de lo que debe afrontar sus obligaciones lo cual expone una saludable situación financiera en lo relativo al manejo de capital de trabajo y cadena de pagos.

En cuanto a la comparación con la industria, Hershey se encuentra en el promedio de días en la calle para sus cuentas a cobrar, unos veinte días mejor en su política de rotación de inventarios, pero considerablemente lejos en cuanto al ratio de liquidez, siendo el promedio de la industria más del doble al 2019 en comparación.

**Tabla XI. Ratios actividad Industria**

Ratios de actividad	2015	2016	2017	2018	2019
Liquidez (AC/PC)	2,18	1,94	1,9	2,84	2,28
Días en la calle (Clientes)	30	31	33	35	27
Rotación de inventario	86	88	90	85	87

Fuente: Elaboración propia en base a Ready Ratios

Por último, entre los ratios financieros el de cobertura de intereses se mantuvo relativamente constante, con pico en el año 2016 y alcanzando el 11,1 en el 2020.

Se calcularon dos medidas de endeudamiento financiero dado que el ratio Pasivo/Patrimonio Neto es el utilizado para hacer la comparación con la industria.

**Tabla XII. Ratios financieros Hershey**

Ratio financieros	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Cobertura de intereses (Ebit/Int)	11,2	12,4	12,3	10,8	10,2	11,1
Deuda sobre Ebit	2,0	1,9	1,9	2,0	2,7	2,5
Endeu. financiero (D/PN)	2,0	2,8	2,5	2,3	2,4	2,0
Endeu. financiero (P/PN)	4,1	5,7	5,0	4,5	3,7	3,1
Nivel apalancamiento (D/A)	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de The Hershey Company

El endeudamiento financiero, en sus dos cálculos, muestra como tanto la deuda como el pasivo en general de la compañía tiene una mayor preponderancia dentro de la estructura de capital de la compañía. Lo mismo el nivel de apalancamiento ascendiendo hasta el 0,5 en 2020.

En la comparación con la industria, Hershey se encuentra en una posición relativa desventajosa en las tres medidas expuestas a continuación.

**Tabla XIII. Ratios financieros Industria**

Ratios financieros de la Industria	2015	2016	2017	2018	2019
Endeudamiento (P/A)	0,39	0,39	0,33	0,24	0,41
Endeudamiento financiero (P/PN)	0,3	0,3	0,32	0,27	0,53
Cobertura de intereses	12,03	12,96	15,23	25,52	20,44

Fuente: Elaboración propia en base a Ready Ratios

Sin embargo, aquí nuevamente es importante destacar la diferencia entre valores de libro y valores de mercado. Al recalculer los ratios en valores de mercado puede evaluarse la verdadera estructura de capital de la compañía y puede apreciarse más claramente que a pesar de que la deuda total se ha incrementado constantemente en el periodo 2015-2020,

como vimos anteriormente, la estructura de capital se mantuvo relativamente constante entre el 10% y el 15% y el nivel de apalancamiento entre el 9% y el 13%.

Al medir de esta forma el endeudamiento, el hecho de que la tasa efectiva pagada por los intereses haya evolucionado de manera decreciente en el periodo 2015-2020, como vimos anteriormente, guarda más sentido.

**Tabla XIV. Ratios financieros Hershey valores de mercado**

Ratio financieros Valores Mercado	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Endeu. financiero (D/C. Merc.)	0,11	0,11	0,10	0,15	0,12	0,14
Endeu. financiero (P/C. Merc.)	0,22	0,21	0,19	0,28	0,19	0,22
Nivel apalancamiento (D/VM Act)	0,10	0,10	0,09	0,13	0,11	0,12

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de The Hershey Company

Por último, en la siguiente tabla pueden verse los ratios para el año 2020 de Hershey y sus principales competidores: **Nestlé, Mondelez y Lindt**.

Puede observarse, como Hershey tiene los mejores ratios de rentabilidad (medido en valores de libro) y márgenes, excepto por el bruto, y el ratio de liquidez más elevado.

Asimismo, se encuentra entre los dos con cobertura de intereses más bajo y el que posee el nivel de apalancamiento más elevado (medido en valores de libro).

**Tabla XV. Comparación competidores 2020**

Ratios	Hershey	Nestle	Mondelez	Lindt
Roe	57,0%	26,6%	12,9%	6,9%
Roa	14,0%	10,0%	5,3%	4,0%
Margen Bruto	45,4%	49,1%	39,3%	42,6%
Margen operativo	21,9%	17,5%	14,5%	10,5%
Margen neto	15,6%	14,7%	13,4%	8,0%
Liquidez (AC/PC)	1,57	0,86	0,66	2,31
Cobertura de intereses (Ebit/intereses)	11,14	17,81	9,11	15,56
Deuda sobre Ebit	2,54	1,89	4,48	3,30
Nivel apalancamiento (Deuda/A)	0,50	0,23	0,25	0,17

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de las compañías

Como **conclusión** de esta sección, podemos mencionar que Hershey tiene los márgenes operativos y netos más altos de la industria y que de sus principales competidores, sumado a su posición de líder del mercado de Estados Unidos, y a la tendencia positiva de crecimiento en comparación con sus competidores, como vimos en la sección de la industria, deja expuesto que Hershey tiene una ventaja competitiva en Norte América y especialmente en Estados Unidos.

Goza de una buena situación financiera en términos de liquidez y manejo de capital de trabajo, con buena gestión de los días en la calle.

Su estructura de capital, a valores de mercado, prácticamente se mantiene constante aun incluso aumentando su deuda año tras año y su tasa efectiva pagada disminuyo durante el periodo 2015-2020.



## 4. Valuación

---

### 4.1 Flujo de Fondos Descontados

Tal como lo expusimos en el Resumen Ejecutivo, el objetivo de este trabajo es realizar una valuación del capital accionario de The Hershey Company al 31.12.2020. Para esto, se utiliza el método de Flujo de Fondos Descontado (FFD).

El modelo de valuación por flujo de fondos descontados se basa en que todo activo tiene un valor intrínseco que puede ser estimado basado en la generación de fondos futuros, es decir en períodos futuros. El término “fondos futuros netos o libres” hace referencia a un flujo de fondos que es generado por la empresa y puede ser distribuido entre los inversores que pusieron en riesgo su capital, estos son acreedores y accionistas.

Los flujos de fondos de la compañía 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.

Dado que los flujos de fondos de diversos períodos no pueden ser comparados directamente por el valor tiempo que contiene implícito cada uno de ellos, utilizar este método implica calcular una tasa que refleje el costo de financiamiento de la empresa. Esta tasa será utilizada para descontar los flujos de fondos futuros, poniendo de manifiesto el valor tiempo del dinero, el riesgo implícito que corren los inversores de una compañía y permitiendo así, a efectos prácticos, la comparabilidad de los flujos al 31.12.2020.

La tasa de descuento a utilizar es el Costo Promedio Ponderado de Capital o WACC. Esta tasa debe incorporar tanto el costo de oportunidad que un inversor podría obtener destinando su dinero a otra inversión como el riesgo de retorno del dinero.

El WACC incorpora la forma en que la totalidad de los activos de la firma son financiados, tanto la deuda como el capital accionario. Por lo tanto, el cálculo de esta tasa implica el previo cálculo del costo de financiamiento con acreedores (costo de la deuda) y el costo de financiamiento con capital propio (costo del capital accionario).

Ambos retornos esperados, tanto por los acreedores como por los accionistas, serán ponderados por la estructura de capital de la compañía, es decir por la proporción de deuda y de capital accionario sobre los activos totales.

#### 4.1.1 Flujo de fondos libres

Para encontrar el valor intrínseco de la compañía, nos disponemos a proyectar para un periodo de 5 años las principales variables generadoras de efectivo para una firma. La justificación para las premisas que expondremos en esta sección son la **conclusión** de todas las secciones previas de este documento y es donde las mismas tienen su base de sustentación.

Las principales premisas cuantitativas y cualitativas sobre las que basaremos nuestras proyecciones son:

- I. Hershey mantiene un crecimiento paulatino y constante de sus ventas netas, incluso en un año de pandemia (Sección La Compañía y Modelo de Negocio).
- II. Este crecimiento se da acompañando la tendencia de la industria de confitería Global y de Estados Unidos (Sección La Industria)
- III. Sin embargo, a diferencia de Hershey, sus principales competidores no pudieron en general acompañar dicha tendencia. Solo Lindt logro materializar crecimiento. (Sección La Industria).
- IV. Hershey opera en una Industria estable y madura donde hay poco lugar a crecimientos orgánicos significativos o a la aparición de jugadores nuevos o tecnologías disruptivas en el corto y mediano plazo.
- V. En cuanto a posicionamiento es líder, junto a Mars, en Estados Unidos en la industria de confitería como consecuencia de su liderazgo indiscutido en el subsector de chocolates (46% de participación de mercado), el subsector más significativo de la industria de confitería (Sección La Industria).
- VI. Su posicionamiento competitivo en Estados Unidos es de tal magnitud que con el 86% de sus ventas solo en dicho país, y representando este el 25% del mercado Global, le alcanza para ubicarse en el quinto lugar entre los líderes mundiales en cuanto a ventas netas 2020 (Sección La Industria).

- VII. Al evaluar el posicionamiento en conjunto con los márgenes brutos, operativos y netos de la sección Análisis Financiero, y con las diferencias marcadas con sus competidores en cuanto a la capacidad de poder acompañar el crecimiento de la industria incluso en el 2020 (única firma de las analizadas del rubro que aumentó sus ventas netas) concluimos que Hershey tiene una **ventaja competitiva** en el mercado de Estados Unidos.
- VIII. Este último punto es de principal importancia dado que asumimos que Hershey hace uso de economías de escala que le vienen permitiendo disminuir progresivamente sus costos fijos (Sección Análisis Financiero) y aumentando su margen operativo (21,9% al 2020) como así también mantener su margen bruto constante alrededor del 45%.
- IX. Esta ventaja también queda de manifiesto en la evolución de los ratios de actividad, puntualmente Capital de Trabajo (a modo de simplificación de aquí en adelante: Cuentas a Cobrar, a Pagar e Inventario). Los índices calculados en la sección Análisis Financiero, muestran la eficacia sostenida en el periodo bajo análisis en el manejo con sus clientes y proveedores donde prácticamente no hay volatilidad.

Para el armado de los flujos de fondos para el periodo 2021-2025, proyectaremos las siguientes variables:

- Ventas netas
- Margen operativo
- Capex
- Capital de trabajo

Al momento de proyectar estas variables se tomaron en cuenta las valoraciones enunciadas anteriormente.

La principal variable a proyectar son las ventas netas y el crecimiento esperado que las mismas tendrán en tres distintos escenarios: base, optimista y pesimista. Esto será realizado en función de proyecciones realizadas para la industria de la confitería y para la industria de bocadillos.

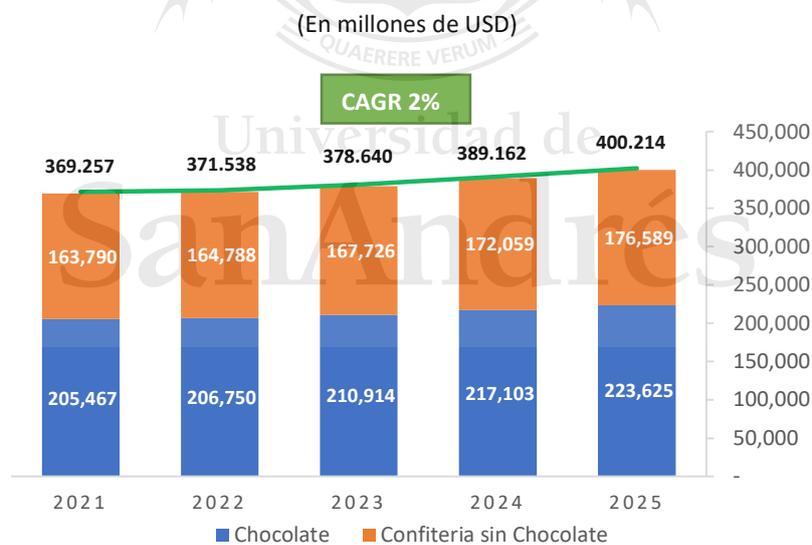
## Ventas netas

Para proyectar las ventas se tomaron como base las proyecciones de la industria de confitería, incluyendo los subsectores de chocolate, dulces sin chocolate y goma de mascar, publicadas por Statista <sup>(29)</sup>. Estas proyecciones son evaluadas a nivel Estados Unidos y a nivel Global. El segmento dulces sin chocolate incluye las proyecciones de goma de mascar.

Se asume que las políticas de cobertura del tipo de cambio de la compañía no tendrán efecto en el crecimiento de las ventas y que el mismo resultara de las proyecciones de la industria y las adquisiciones potenciales que ésta podría realizar.

Como puede verse en el gráfico, la tasa de crecimiento anual para el periodo 2021-2025 es 2%, incrementándose el tamaño de la industria Global desde 369.257 millones de USD para el año 2021 a 400.214 millones de USD para el año 2025

**Gráfico XXXVIII. Proyecciones tamaño de la industria en ventas a nivel Global 2021-2025**



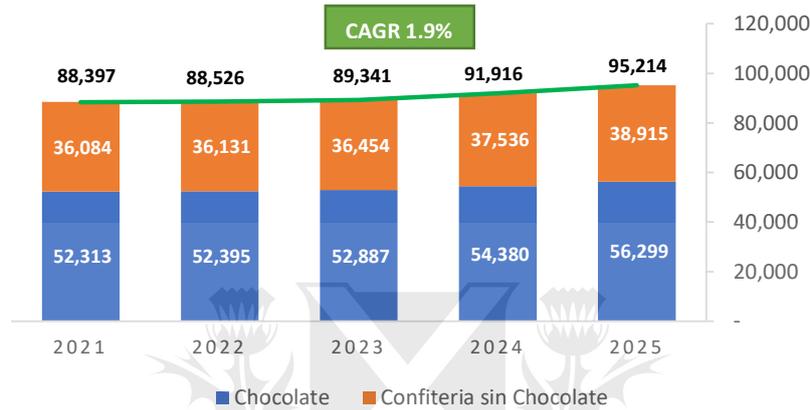
Fuente: Elaboración propia en base a Statista

Para el caso de Estados Unidos, la tasa de crecimiento anual para el periodo 2021-2025 es 1,9% para Estados Unidos, incrementándose el tamaño de la industria desde 88.397 millones de USD en 2021 hasta 95.214 millones de USD en 2025.

(29) Véase <https://www.statista.com/outlook/cmo/food/confectionery-snacks/confectionery/united-states> y <https://www.statista.com/outlook/cmo/food/confectionery-snacks/confectionery/worldwide>

**Gráfico XXXIX. Proyecciones tamaño de la industria en ventas en Estados Unidos 2021-2025**

(En millones de USD)



Fuente: Elaboración propia en base a Statista

Las tasas de crecimiento para el periodo 2021-2025, tanto de Estados Unidos como Global, son aplicadas proporcionalmente a la participación de la firma en estos mercados, siendo 86% para el primero y 14% para el segundo.

Como el mercado de bocadillos representa al 2020 solo el 6% de las ventas netas, el crecimiento esperado será aplicado en término únicamente no orgánico que, como vimos, es la principal estrategia de crecimiento utilizada por la compañía para diversificar su portafolio de productos.

Los tres escenarios planteados son los siguientes:

- El escenario base considera que las ventas de Hershey acompañaran enteramente el crecimiento de la industria para el periodo 2021-2025, sustentado con lo analizado en la sección La Industria.
- El escenario optimista considera que las ventas de Hershey crecen un 50% más que la CAGR de la industria para el periodo 2021-2025.

- El escenario pesimista considera que las ventas de Hershey crecen un 50% por debajo de la CAGR de la industria para el periodo 2021-2025.

En los siguientes gráficos pueden verse las tasas de crecimiento para cada escenario y la aplicación del método de cálculo.

**Tabla XVI. Tasa de crecimiento orgánico por industria**

	Mundial	Estados Unidos
CAGR industria 2021-2025	2,03%	1,87%
% ventas en cada mercado	14%	86%
CAGR 2021-2025 Hershey	0,28%	1,62%

Fuente: Elaboración propia en base a Statista y Estados Contables de Hershey

**Tabla XVII. Tasa de crecimiento orgánico para cada escenario**

	Mundial	Estados Unidos	Total compañía
Crecimiento Hershey Escenario Base	0,28%	1,62%	<b>1,90%</b>
Crecimiento Hershey Escenario Optimista	0,41%	2,43%	<b>2,84%</b>
Crecimiento Hershey Escenario Pesimista	0,14%	0,81%	<b>0,95%</b>

Fuente: Elaboración propia

Hasta aquí, tenemos entonces los crecimientos orgánicos para los tres escenarios descriptos. Las premisas detrás de estos son las mencionadas anteriormente en esta sección haciendo hincapié en que Hershey opera en una industria madura con crecimiento orgánico estable y en un mercado como Estados Unidos, donde las posibilidades de expansión son, dado el posicionamiento actual, limitadas.

Considero que el mayor crecimiento que la compañía podría obtener en la industria de la confitería sería expandiendo sus operaciones en el segmento Internacional. No obstante, esto no parece una prioridad de la gerencia a juzgar por la evolución de las ventas en este segmento en el periodo 2015-2020 y las menciones explícitas en reportes financieros anuales.

Respecto al crecimiento inorgánico, este ha sido enfocado principalmente en el mercado de bocadillos. Aquí si Hershey sigue una política agresiva en términos de expansión adquiriendo nuevas marcas y negocios.

El cálculo del crecimiento no orgánico para el periodo 2021-2025 se supone en su totalidad para la industria de bocadillos y se estima constante en 1%.

Dado que la tasa de inflación de 2021 en Estados Unidos sufrió una considerable aceleración muy por encima de las previstas cuando se analizó el crecimiento de la industria, se hará una corrección de la CAGR para 2021 y 2022 para incluir así esta aceleración inflacionaria en dichos años asumiendo que para los años posteriores la tasa de inflación vuelve a estabilizarse de acuerdo a las proyecciones analizadas anteriormente.

Por lo tanto, la corrección inflacionaria para 2021 alcanza el 5,4% y para 2022 el 2,5%. Esto supone una inflación del 7,1% para Estados Unidos en 2021 y una inflación estimada 3,6% en 2022.

Las tasas de crecimiento totales pueden verse a continuación para cada uno de los tres escenarios.

**Tabla XVIII. Tasas de crecimiento totales para cada escenario año 2021**

	Orgánico	No orgánico	Corrección inflacionaria	Total
Crecimiento Hershey Escenario Base	1,90%	1%	5,4%	<b>8,3%</b>
Crecimiento Hershey Escenario Optimista	2,84%	1%	5,4%	<b>9,2%</b>
Crecimiento Hershey Escenario Pesimista	0,95%	1%	5,4%	<b>7,4%</b>

Fuente: Elaboración propia

**Tabla XIX. Tasas de crecimiento totales para cada escenario año 2022**

	Orgánico	No orgánico	Corrección inflacionaria	Total
Crecimiento Hershey Escenario Base	1,90%	1,00%	2,50%	<b>5,40%</b>
Crecimiento Hershey Escenario Optimista	2,84%	1,00%	2,50%	<b>6,34%</b>
Crecimiento Hershey Escenario Pesimista	0,95%	1,00%	2,50%	<b>4,45%</b>

Fuente: Elaboración propia

**Tabla XX. Tasas de crecimiento totales para cada escenario 2023-2025**

	Orgánico	No orgánico	Total
Crecimiento Hershey Escenario Base	1,90%	1%	<b>2,90%</b>
Crecimiento Hershey Escenario Optimista	2,84%	1%	<b>3,84%</b>
Crecimiento Hershey Escenario Pesimista	0,95%	1%	<b>1,95%</b>

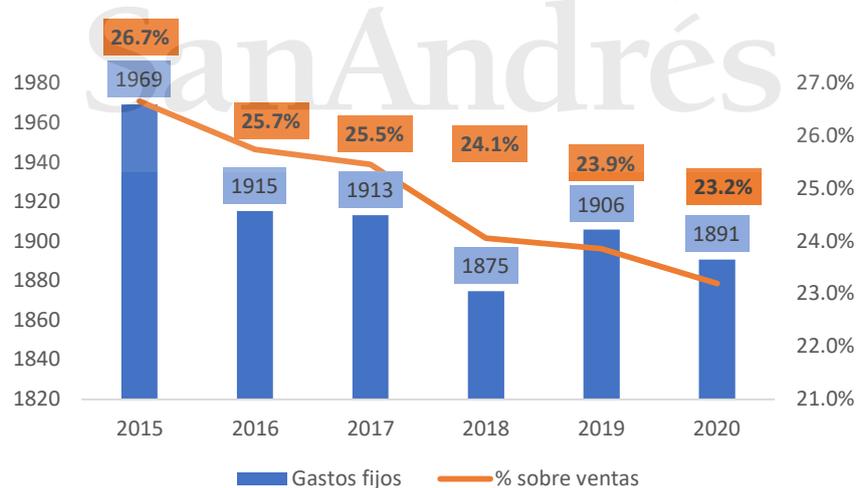
Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de Hershey

### Margen operativo

Para el cálculo del margen operativo nos basamos en las premisas VII y VIII, así como también en la tendencia histórica observada para esta variable en la sección Análisis Financiero.

Por lo tanto, se supondrá que el margen operativo continuará mejorando impulsado principalmente por la tendencia bajista de los gastos fijos, tanto en términos absolutos como relativos a las ventas para el periodo 2015-2020. Esto está en línea con la implementación de la gerencia de políticas de realineamiento de costos y procesos en busca de mejoras de eficiencia que tuvo lugar durante el mismo periodo.

**Gráfico XXXX. Evolución Gastos Fijos en millones de USD y % de ventas netas.**



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de The Hershey Company

De esta forma estimamos la tasa de decrecimiento para estos gastos en -0,81%, calculada como la CAGR para el periodo 2015 - 2020. Esto aplica al escenario base y optimista. Para el escenario Pesimista supondremos que la compañía no puede conseguir nuevas mejoras de eficiencia y mantiene los gastos fijos como porcentaje fijo en términos de ventas en 23,2%, igual al año 2020.

En términos relativos a las ventas netas, representarían el 22,4% en 2021 hasta llegar al 19,4%, para los escenarios base y optimista.

**Tabla XXI. Proyección gastos fijos 2021-2025 – Escenario base**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Gastos fijos	1969	1915	1913	1875	1906	1891	1977	2010	1994	1978	1962
% sobre ventas	26,7%	25,7%	25,5%	24,1%	23,9%	23,2%	22,4%	21,6%	20,8%	20,1%	19,4%

Fuente: Elaboración propia

Como consecuencia de la reducción de los gastos fijos, el margen operativo de la compañía se verá impactado positivamente pasando de 21,9% en 2020 a 25% en 2025. Para el escenario base.

**Tabla XXII. Proyección Margen Operativo 2021-2025 – Escenario base**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Resultado op.	1038	1206	1275	1624	1596	1783	1902	2111	2237	2395	2533
Margen op.	14,0%	16,2%	17,0%	20,8%	20,0%	21,9%	21,5%	22,7%	23,4%	24,3%	25%

Fuente: Elaboración propia

## Capex

Los gastos de capital para el periodo 2021-2025 son estimados como un porcentaje de las ventas netas proyectadas. El porcentaje utilizado es el promedio móvil de los últimos tres años.

Una vez calculado el Capex para cada año, el mismo es sumado al rubro Propiedad, Planta y Equipo (PPE) bruto, antes de amortizaciones acumuladas, para cada año proyectado. Las amortizaciones son calculadas como porcentaje del rubro PPE, siendo este el promedio móvil de los últimos tres años.

En la siguiente tabla pueden verse las proyecciones tanto para PPE, Amortizaciones y Capex.

**Tabla XXIII. Proyección PPE, Amortizaciones y Capex 2021-2025 - Escenario base**

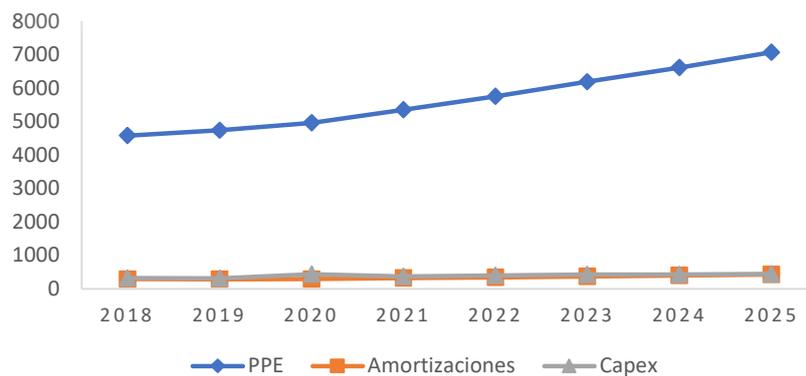
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
PPE	4581	4734	4964	5365	5797	6263	6724	7204
Amortizaciones	295	292	295	332	353	380	411	439
Capex	329	318	442	401	432	466	461	480
% Capex-ventas	4,2%	4,0%	5,4%	4,5%	4,6%	4,9%	4,7%	4,7%
% Capex- PPE	7,2%	6,7%	8,9%	7,5%	7,5%	7,4%	6,9%	6,7%
% Amort. - PPE	6,4%	6,2%	5,9%	6,2%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%

Fuente: Elaboración propia

Estos tres conceptos están relacionados, por lo tanto, es importante señalar como las proyecciones realizadas guardan similar relación en términos relativos a los valores históricos. El porcentaje Capex – PPE pasa de 7,5% a 6,7% y Amort. – PPE de 6,2% a 6,1%.

El rubro PPE tuvo un crecimiento constante durante el periodo 2018-2020 y mantendrá la tendencia de acuerdo a las proyecciones realizadas como puede verse en el siguiente gráfico. Capex y amortizaciones se mantienen en valores similares también acompañando la tendencia histórica.

**Gráfico XXXXI. Evolución PPE, Amortizaciones y Capex 2018-2025 – Escenario base**



Fuente: Elaboración propia

## Capital de Trabajo

Para las proyecciones de estos conceptos, Cuentas por Cobrar- Inventario y cuentas por Pagar, nos basamos en las premisas XVII y IX.

Los ratios de actividad analizados en la sección Análisis Financiero respecto a estos tres rubros del balance son sólidos y constantes, prácticamente no sufren modificaciones durante el periodo 2015-2020.

En base a esto, estimamos que la compañía tiene la capacidad mantener estas tendencias constantes en el tiempo por lo que las proyecciones de estos rubros están dadas como porcentaje de las ventas en el caso de Cuentas por Cobrar y como porcentaje de los Costos de Ventas, en los casos de Cuentas por Pagar e Inventario.

**Tabla XXIV. Proyección Capital de Trabajo 2021-2025 – Escenario base**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Var. Cap. Trab.		71	-13	-59	43	-166	9	-44	-37	-36	-32
Capital de trabajo	875	804	817	876	833	999	990	1033	1071	1107	1139
Cuentas a cobrar	599	581	588	594	568	615	677	707	724	741	760
Inventario	750	745	752	784	815	964	908	959	1000	1036	1074
Cuentas por pagar	474	522	523	502	550	580	595	632	653	670	695
% cuentas por cobrar	8,1%	7,8%	7,8%	7,6%	7,1%	7,5%	7,7%	7,6%	7,6%	7,5%	7,5%
% inventario	18,7%	17,4%	18,5%	18,6%	18,7%	21,7%	18,9%	19,0%	19,2%	19,3%	19,5%
% cuentas por pagar	11,8%	12,2%	12,8%	11,9%	12,6%	13,0%	12,4%	12,5%	12,5%	12,5%	12,6%

Fuente: Elaboración propia

Las variaciones de capital de trabajo son acotadas y no sufren demasiada volatilidad, ni el periodo 2015-2020 ni en el periodo proyectado, con excepción del año 2020.

Como comentamos anteriormente en la sección Análisis Financiero, el ratio de rotación de inventario aumentó durante dicho año debido a las medidas restrictivas en cuanto a la actividad económica de algunos de los países donde Hershey opera en su segmento Internacional.

Esto provocó una disminución de las ventas y un exceso de inventario. Asimismo, las tres tiendas minoristas que tiene la compañía en Estados Unidos tuvieron que ser cerradas durante un breve periodo en 2020 por motivos de la pandemia cuyos resultados son reportados también en el segmento Internacional.

#### **4.1.2 Valor terminal**

Dado que la compañía continuará operando más allá del período de cinco años a ser proyectados, es necesario calcular el valor terminal de la firma.

El mismo es calculado como una perpetuidad cuya formula es:

$$TV = \frac{FCF_n * (1 + g)}{(r - g)}$$

Donde: *TV*: Valor Terminal (Terminal Value en inglés)  
*FCFn*: Flujo de Fondo del último periodo proyectado (Free Cash Flow en inglés)  
*g*: Tasa de crecimiento a Perpetuidad (Growth rate en inglés)  
*r*: Costo del Capital (Discount rate en inglés)

El valor del flujo de fondos libre del 2025 puede encontrarse en los anexos al final de este documento. El Costo de Capital (Wacc) será calculado más adelante en esta sección.

Para la definición de la tasa de crecimiento a perpetuidad suponemos que no habrá mas crecimiento no orgánico y se mantendrá levemente por encima de la inflación proyectada. Se estima así una tasa de crecimiento a perpetuidad de 3%.

#### **4.1.3 Costo de capital**

Como mencionamos anteriormente en esta sección, la utilización del modelo de Flujos de Fondos Descontados implica la necesidad de calcular una tasa de corte con la cual, justamente, descontar los flujos de fondos analizados previamente.

Esta tasa será calculada mediante la metodología WACC que implica conocer el retorno esperado de los tenedores de Deuda, a los cuales se les paga intereses, y el retorno

esperado de los tenedores de acciones a los que la compañía les paga dividendos y adicionalmente obtienen ganancias de capital por la variación del precio de la acción en el mercado.

La fórmula es la siguiente:

$$WACC = \frac{E}{E + D} * R_E + \frac{D}{E + D} * R_D * (1 - T)$$

*Donde: E: es el valor de mercado del Equity (Capital Propio)*

*D: es el valor de la Deuda*

*Re: es el retorno del Equity (Capital Propio)*

*Rd: es el retorno de la Deuda*

*T: tasa de impuesto a las ganancias*

#### **4.1.3.1 Costo de Capital Propio - Retorno del Equity (Re)**

Como dijimos, este es el retorno que espera obtener un accionista por su tenencia accionaria en la firma. Si bien hay distintos modelos para estimar la rentabilidad esperada de un accionista, el modelo CAPM es el más aceptado y usado en la práctica.

Este modelo postula que el retorno esperado por un accionista será igual al retorno que brinde un activo libre de riesgo, más una prima de mercado, calculada como la diferencia entre el retorno que da el mercado menos el activo libre de riesgo, multiplicada por el Beta de la acción, que es el riesgo sistémico de la compañía.

El Beta representa aquel riesgo que el accionista no puede diversificar, por eso es intrínseco a la compañía. El modelo CAPM supone que el accionista poseedor de la acción en cuestión tiene un portafolio lo suficientemente diversificado que le mitiga todo riesgo que no sea el de la propia firma.

La fórmula para calcular el Re es la siguiente:

$$R_E = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Donde: *R<sub>f</sub>*: Retorno Libre de Riesgo (Risk Free)  
*B*: Beta  
*R<sub>m</sub>*: Retorno de mercado

### Tasa Libre de Riesgo (Rf)

El modelo CAPM consiste en utilizar la tasa de retorno de un activo financiero que no cuente con riesgo de reinversión ni riesgo de crédito, que tenga liquidez en el mercado y que no esté correlacionado con ningún parámetro de la economía.

En la práctica esta comúnmente aceptado la utilización de bonos del gobierno de Estados Unidos como activos libres de riesgo. Estos bonos como dijimos se consideran libre de default.

Para el cálculo del Re utilizaremos el rendimiento a diez años de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos al 31.12.2020.<sup>(31)</sup>

**Tabla XXV. Tasa Libre de Riesgo**

	31-12-2020
<b>Tasa Libre de Riesgo (Rf)</b>	<b>0,93%</b>

Fuente: Elaboración propia en base al Departamento del Tesoro de Estados Unidos

Cabe destacar que la utilización de los bonos del tesoro como el activo libre de riesgo es coherente con el hecho de que Hershey opera principalmente en Estados Unidos, bajo los riesgos propios de este mercado y que tienen su efecto en la volatilidad de sus flujos de fondos.

Por último, que la principal moneda en la que la compañía recibe sus flujos de fondos sea en USD también es coherente con la utilización de los bonos del tesoro de Estados Unidos como el activo financiero libre de riesgo.

(31) Véase <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2020>

## Cálculo del Beta

Para el cálculo del Beta, se obtuvieron todos los precios de cierre de los últimos siete años (01.01.2014-01.01.2021), en base semanal, de la acción de Hershey (HSY). Con los mismos se calcularon los retornos semanales.

A su vez, se obtuvieron todos los precios de los últimos siete años (01.01.2014-01.01.2021) del índice ^GSPC (S&P 500), también en bases semanales, con los cuales se calcularon los retornos.

Como ni HSY ni el S&P son activos libres de riesgo, el retorno esperado por un inversor que compromete su capital en los mismos será  $R_f + \text{Prima de Mercado}$ . Por lo tanto, los retornos obtenidos por invertir en ambos activos contienen, necesariamente, el retorno de un activo financiero libre de riesgo.

Al ser el Beta conceptualmente una medida que relaciona los retornos de un activo financiero (en este caso HSY) con los retornos puros del mercado (S&P), y así obtener una medida del riesgo intrínseco de la compañía en términos relativos al riesgo del mercado, es necesario eliminar de los retornos históricos calculados previamente en base a las series de precios de HYS y S&P la parte correspondiente al activo libre de riesgo.

Para esto, se obtuvo un tercer conjunto de precios. Estos son, las tasas de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos de tres meses, obtenidos de la Reserva Federal de San Luis (FRED)<sup>(32)</sup>. También, obviamente, para el periodo 01.01.2014 – 01.01.2021 y en bases semanales.

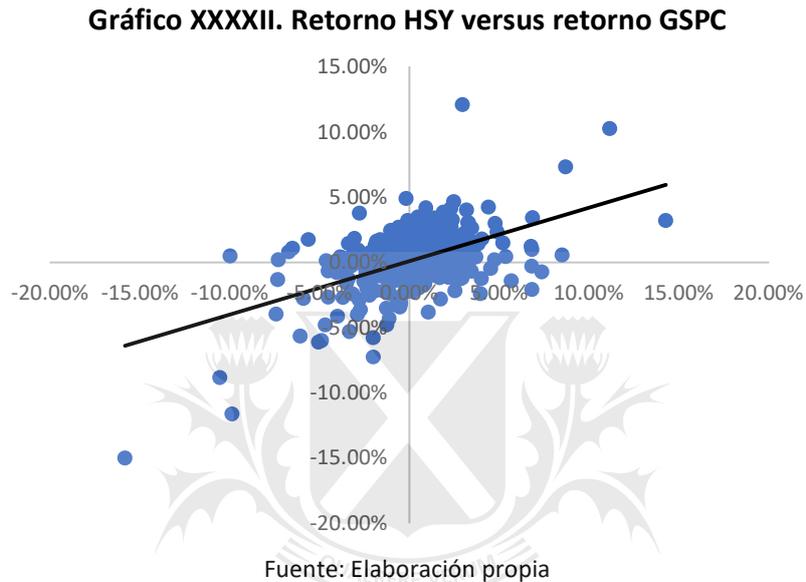
El método de cálculo fue el siguiente:

- I. Se sustrajo de los retornos mensuales calculados de HSY la tasa mensual libre de riesgo de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos para obtener así el retorno puro de la acción o, dicho de otra forma, la prima que obtuvo un inversor por comprar acciones de The Hershey Company por sobre un activo financiero libre de riesgo.
- II. Se realizó análogo procedimiento para los retornos mensuales calculados de S&P para obtener así la prima que obtuvo un inversor por comprar el índice ^GSPC por sobre un activo financiero libre de riesgo.
- III. Se corrió una regresión lineal en Excel con ambas series de datos con el fin de obtener el coeficiente de la misma. Esto es, la pendiente de la recta que minimiza los desvíos de las dos series de datos, el valor **Beta**.

---

(32) Véase <https://fred.stlouisfed.org/series/GS3M>

- IV. Los resultados de la regresión lineal pueden observarse en el siguiente gráfico.
- V. El valor de Beta de Hershey al 31.12.2020 es 0,65



A modo de comparación con un Beta de la industria, se consiguió el valor de distintas compañías listadas en Estados Unidos no solo del sector confitería sino también alimentos en general. <sup>(33)</sup>

El Beta promedio obtenido es 0,74 lo cual refleja que Hershey tiene un riesgo intrínseco menor.

**Tabla XXVI. Comparación beta con la industria y Mondelez**

The Hershey Company	Mondelez	Industria Alimentos
0,65	0,66	0,74

Fuente: Elaboración propia

No obstante, la comparación es mas acertada con un competidor directo como ser Mondelez, cuyo Beta, extraído de la misma fuente, asciende a 0,66.

(33) Véase <https://finbox.com/NYSE:HSY/explorer/beta>

### Retorno de Mercado (R<sub>m</sub>)

Para el cálculo de los retornos del mercado, se utilizaron los precios históricos del S&P 500 de los últimos cincuenta años dado que es la cantidad mínima necesaria de tiempo para bajar el error de muestreo. El periodo entonces es 31.12.1971 – 31.12.2020.

Con esta serie de datos, el objetivo es poder calcular la Prima de Riesgo de Mercado. Esta prima es el retorno adicional que un inversor captura por el hecho de invertir su dinero en un activo que no es el activo financiero libre de riesgo.

La metodología de cálculo fue la siguiente:

- I. Se obtuvo la serie de precios históricos, en bases mensuales, de cierre para el periodo de cincuenta años mencionado anteriormente de Yahoo Finance. <sup>(34)</sup>
- II. Se calcularon los retornos mensuales.
- III. Se calculó el promedio aritmético de los retornos.
- IV. El retorno promedio la serie de datos es **9,14%**
- V. A este retorno le sustraemos la tasa libre de riesgo, siendo esta el rendimiento de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos a diez años tal como expusimos anteriormente en esta sección.
- VI. **La Prima de Mercado** al 31.12.2020 es entonces **8,21%**.

**Tabla XXVII. Prima de mercado**

Prima de Mercado	
Retorno promedio de mercado	9.14%
Tasa libre de riesgo	0.93%
<b>Prima de Mercado</b>	<b>8.21%</b>

Fuente: Elaboración propia

(34) <https://finance.yahoo.com/quote/%5EGSPC/history?p=%5EGSPC>

Una vez calculados todos los componentes individuales a ser incluidos en la fórmula presentada anteriormente, nos encontramos en condiciones de obtener el **Costo del Capital Propio (Re) de Hershey**.

**Tabla XXVIII**

<b>Costo del Capital Propio (Re)</b>	
Tasa libre de riesgo	0.93%
Retorno mercado	9.14%
<b>Prima de Riesgo</b>	<b>8.21%</b>
Beta	0.65
<b>Costo equity</b>	<b>6.27%</b>

Fuente: Elaboración propia

El **Costo del Capital Propio** es entonces **6,27%**. Esta tasa refleja el retorno esperado de un inversor que decide comprometer su capital mediante la compra acciones de la compañía.

#### **4.1.3.2 Costo de la deuda – Retorno de la Deuda (Rd)**

En la sección Análisis Financiero detallamos todas las obligaciones de deuda que actualmente Hershey tiene con sus acreedores: bonos, notas y leasing con distintos vencimientos.

Para la elección del componente costo de la deuda, nos focalizaremos en las obligaciones más recientemente emitidas y de vencimiento más lejano en el tiempo dado que, más allá de que las proyecciones de flujos de fondos son a cinco años, la valuación por FFD supone que la actividad de la empresa continuara luego de este periodo mediante el cálculo del valor terminal, previamente abordado.

**Tabla XXIX. Colocaciones de deuda a largo plazo Hershey**

<b>Emisión</b>	<b>Vencimiento</b>	<b>Cupón</b>	<b>Rendimiento Mercado</b>	<b>Volumen</b>
2020	2030	1.70%	2.12%	350000
2019	2049	3.12%	3.12%	400000
2020	2050	2.65%	3.01%	350000
<b>Promedio ponderado</b>			<b>2.77%</b>	

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de The Hershey Company

En el gráfico pueden verse las tres emisiones de deuda más recientes de la compañía, con vencimientos que van desde los diez hasta los veinte años, los intereses que los acreedores reciben como contraprestación (cupones) y el rendimiento de mercado actual de las obligaciones.

A los efectos de la selección del componente para ser incluido en la fórmula Costo Promedio Ponderado de Capital se calculó el promedio ponderado de los rendimientos actuales del mercado de cada uno de las obligaciones a largo plazo que posee la compañía.

El **Costo de la Deuda (Rd)** es entonces **2,77%**. Esta tasa refleja el retorno esperado de un acreedor de la compañía y el costo estimado que tendría la compañía en caso de emitir nuevas obligaciones de deuda en la actualidad con vencimientos similares a los usados para el computo de la tasa.

#### 4.1.3.3 Cálculo del Costo Promedio Ponderado de Capital

Hasta aquí, hemos evaluado y calculado cada uno de los componentes de la tasa de descuento (Costo del Capital) a utilizar para actualizar los flujos de fondos proyectados y así obtener el valor intrínseco del capital accionario de Hershey.

En el siguiente gráfico puede observarse cada uno de los componentes previamente calculados y el resultado de la aplicación de la fórmula Wacc, es decir, el **Costo del Capital de Hershey**.

Tabla XXX

Costo Promedio Ponderado de Capital (Wacc)	
Costo equity	6.27%
Costo de la deuda	2.77%
Capitalización de Mercado	31.750
Deuda Financiera	4.528
Proporcion D/(E+D)	12%
Proporcion E/(E+d)	88%
Tasa Impuesto a las ganancias	21.00%
<b>Costo del Capital Hershey</b>	<b>5.76%</b>

Fuente: Elaboración propia

**El Costo de Capital** de Hershey es entonces **5.76%**. Esta tasa refleja el retorno conjunto que esperan tanto los acreedores de deuda como los accionistas de la compañía y, a su vez, el costo de financiamiento total que enfrenta la compañía.

Para el cálculo de las proporciones de deuda sobre el capital total (E+D) y equity sobre el capital total (E+D), se utilizó la capitalización de mercado al 31.12.2020.<sup>(35)</sup>

#### **4.1.4 Resultados valuación Flujos de Fondos Descontados**

Como planteamos anteriormente en esta sección, los flujos de fondos fueron proyectados a cinco años en base a tres escenarios: base, optimista y pesimista. La diferencia central entre los tres escenarios radica en el crecimiento esperado de las ventas netas considerada como la principal variable para la valuación.

Adicionalmente, se calculó el valor terminal de la compañía como una perpetuidad con el fin de capturar el valor de la firma más allá de los cinco años proyectados. Se calculó también la tasa de descuento a utilizar para la actualización de los flujos de fondos a su valor presente mediante la metodología Wacc.

El objetivo es calcular la valuación del Capital Accionario de Hershey al 31.12.2020 cuyos resultados, de los tres escenarios, son presentados a continuación.

Universidad de  
**SanAndrés**

---

(35) <https://finance.yahoo.com/quote/HSY?p=HSY&.tsrc=fin-srch>

## Escenario Base

Los supuestos de este escenario son:

- Tasa de crecimiento ventas netas: 8.3% 2021, 5.4% 2022 y 2.9% 2023-2025, según lo comentado anteriormente en relación a la corrección inflacionaria.
- Margen operativo: mejora en términos relativos a las ventas de acuerdo a la disminución de los gastos fijos expuesto anteriormente en esta sección.
- Capital de Trabajo y Capex: de acuerdo a lo establecido anteriormente en esta sección, metodología de cálculo común a los tres escenarios.
- Tasa de crecimiento a perpetuidad: 3%
- Costo Promedio Ponderado de Capital: 5,76%

**Tabla XXXI** <sup>(36)</sup>

<b>Escenario Base</b>	
CAGR 2023-2025	2.90%
Crecimiento a perpetuidad	3.00%
Costo del Capital (Wacc)	5.76%
Valor presente FFD 2021-2025	4,282
Valor presente Valor Terminal	35,199
<b>Valor de la compañía</b>	<b>39,481</b>
Deuda Financiera	4,528
Caja y equivalentes	1,144
<b>Valor Capital Accionario Hershey</b>	<b>36,097</b>
Cantidad de acciones en circulación	207
<b>Precio Accion</b>	<b>174</b>

Fuente: Elaboración propia

El Capital Accionario de Hershey asciende a 36.097 millones de USD al 31.12.2020 de acuerdo al escenario base, contemplando un precio por acción de 174 USD. <sup>(37)</sup>

(36) Las cifras estan expresadas en millones, excepto el precio por acción

(37) Véase el EERR en el Anexo I

## Escenario Optimista

Los supuestos de este escenario son:

- Tasa de crecimiento ventas netas: 9,24% 2021, 6,34% 2022 y 3,84% 2023-2025, según lo comentado anteriormente en relación a la corrección inflacionaria.
- Margen operativo: mejora en términos relativos a las ventas de acuerdo a la disminución de los gastos fijos expuesto anteriormente en esta sección.
- Capital de trabajo y Capex: de acuerdo a lo establecido anteriormente en esta sección, metodología de cálculo común a los tres escenarios.
- Tasa de crecimiento a perpetuidad: 3%
- Costo Promedio Ponderado de Capital: 5,76%

**Tabla XXXII <sup>(38)</sup>**

<b>Escenario Optimista</b>	
CAGR 2023-2025	3.84%
Crecimiento a perpetuidad	3.00%
Costo del Capital (Wacc)	5.76%
Valor presente FFD 2021-2025	4,515
Valor presente Valor Terminal	38,300
<b>Valor de la compañía</b>	<b>42,815</b>
Deuda Financiera	4,528
Caja y equivalentes	1,144
<b>Valor Capital Accionario Hershey</b>	<b>39,431</b>
Cantidad de acciones en circulación	207
<b>Precio Accion</b>	<b>190</b>

Fuente: Elaboración propia

El Capital Accionario de Hershey asciende a 39.431 millones de USD al 31.12.2020 de acuerdo al escenario base, contemplando un precio por acción de 190 USD.<sup>(39)</sup>

(38) Las cifras estan expresadas en millones, excepto el precio por acción

(39) Véase el EERR en el Anexo II

## Escenario Pesimista

Los supuestos de este escenario son:

- Tasa de crecimiento ventas netas: 7,35% 2021, 4,45% 2022 y 1,95% 2023-2025, según lo comentado anteriormente en relación a la corrección inflacionaria.
- Margen operativo: se mantiene constante como porcentaje sobre ventas de acuerdo al año 2020 de acuerdo a lo expuesto anteriormente en esta sección.
- Capital de trabajo y Capex: de acuerdo a lo establecido anteriormente en esta sección, metodología de cálculo común a los tres escenarios.
- Tasa de crecimiento a perpetuidad: 3%
- Costo Promedio Ponderado de Capital: 5,76%

**Tabla XXXIII** <sup>(40)</sup>

<b>Escenario Pesimista</b>	
CAGR 2023-2025	1.95%
Crecimiento a perpetuidad	3.00%
Costo del Capital (Wacc)	5.76%
Valor presente FFD 2021-2025	3,532
Valor presente Valor Terminal	25,965
<b>Valor de la compañía</b>	<b>29,497</b>
Deuda Financiera	4,528
Caja y equivalentes	1,144
<b>Valor Capital Accionario Hershey</b>	<b>26,113</b>
Cantidad de acciones en circulación	207
<b>Precio Accion</b>	<b>126</b>

Fuente: Elaboración propia

El Capital Accionario de Hershey asciende a 26.113 millones de USD al 31.12.2020 de acuerdo al escenario base, contemplando un precio por acción de 126 USD. <sup>(41)</sup>

(40) Las cifras estan expresadas en millones, excepto el precio por acción

(41) Véase el EERR en el Anexo III

## Comparación

Los tres escenarios planteados arrojan resultados distintos en cuanto al valor del capital accionario de Hershey al 31.12.2020.

Las diferencias entre los tres se encuentran en el crecimiento de ventas orgánicas, donde cada escenario supone un crecimiento positivo de acompañamiento de la tendencia de la industria, pero cada uno lo hace a distinto ritmo.

En cuanto a las demás variables, los gastos fijos marcan diferencia en el escenario pesimista no generando aumento de margen operativo ni neto como si ocurre en los otros dos escenarios.

**Tabla XXXIV. Comparación de los resultados de los tres escenarios <sup>(42)</sup>**

	Escenario Base	Escenario Optimista	Escenario pesimista
CAGR 2023-2025	2.90%	3.84%	1.95%
Crecimiento a perpetuidad	3.00%	3.00%	3.00%
Costo del Capital (Wacc)	5.76%	5.76%	5.76%
<b>Valor Capital Accionario Hershey</b>	<b>36,097</b>	<b>39,431</b>	<b>26,113</b>
Cantidad de acciones en circulación	207	207	207
<b>Precio Accion</b>	<b>174</b>	<b>190</b>	<b>126</b>
% Base versus Optimista	9%		
% Base versus Pesimista	-28%		

Fuente: Elaboración propia

La variación porcentual entre el escenario base, que es el que estimamos como de mas probable realización, es de 9% con el optimista y -28% con el pesimista, es decir, en caso de darse el escenario Pesimista la variación a la baja será mas mucho mas significativa que la variación al alza.

Cabe destacar que al 31.12.2020 la acción de Hershey cotizaba a 152,33 USD, lo que comparado con el escenario base aquí planteado indicaría que el mercado tenía expectativas de crecimiento menores a las supuestas en este documento a dicha fecha.

## 4.2 Valuación por Múltiplos de Mercado

A continuación, se realizará la valuación por Múltiplos de Mercado cuya esencia es comparar a Hershey con empresas similares en términos de actividad, riesgo y retorno, entre otros, para alcanzar así una valuación del capital accionario en términos relativos a estos comparables.

La metodología de Valuación Relativa o Valuación por Múltiplos consiste en estimar el valor de un activo en base al valor que el mercado asigna a activos de similares características. Se asume que activos similares deberían negociarse a precios relativos similares.

El objetivo de esta sección es corroborar el resultado obtenido en la valuación por Flujo de Fondos Descontados y, asimismo, obtener otra dimensión nueva en cuanto al valor de la compañía.

Realizar una valuación bajo esta metodología implica la selección de empresas comparables, el cálculo de ratios y/o medidas apropiadas y la selección del múltiplo a utilizar para la valuación.

Los comparables a utilizar para la valuación del capital accionario de Hershey bajo esta metodología son: Mondelez, Nestlé y Lindt. Mismas empresas que fueron abordadas y analizadas en términos de posicionamiento de mercado, industria y análisis de ratios previamente en este documento.

**Tabla XXXV. Compañías comparables con Hershey**

	Hershey	Mondelez	Nestle	Lindt	Promedio
Margen bruto	45%	39%	49%	43%	44%
Margen operativo	22%	14%	18%	10%	14%
Margen Ebitda	25%	19%	22%	17%	19%
Margen neto	16%	13%	15%	8%	12%
CAGR Ventas 2015-2	2%	-2%	-1%	0%	-1%
Roe	57%	13%	27%	7%	15%

<b>EV/Ebitda</b>	<b>16-18</b>	<b>16.8</b>	<b>18.2</b>	<b>17.1</b>	<b>17.4</b>
------------------	--------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Fuente: Elaboración propia

Podemos ver como Hershey guarda cierta similitud en cuanto a los márgenes, principalmente con Nestlé, pero también en buena medida con Mondelez. En el caso de Lindt, sus márgenes operativos y netos difieren mucho de Hershey, solo se asemejan en términos de crecimiento de ventas y en el margen Ebitda.

Previamente a exhibir estos datos, se trabajó sobre la posibilidad de que los efectos de la pandemia hubieran desvirtuado los números presentados y se realizó una comparación con 2019.

De este análisis, surge que hay mejora marginal en los márgenes operativos y netos de Mondelez y algo un poco más significativa en el caso de Lindt. En términos de crecimiento de ventas, se evidencian las mayores diferencias, pasando Nestlé de -1% a 1% y Lindt de 2% a 5%, CAGR para el periodo 2015-2019, manteniéndose Hershey en 2%. Como estos resultados no afectan o modifican significativamente las conclusiones que sacaremos a continuación sólo son mencionados, pero no incluidos en la sección.

Dado que las tres empresas comparables exhiben un margen Ebitda similar, se optó por realizar la valuación con el múltiplo EV/Ebitda. Podemos ver que los valores de este múltiplo van de 16 a 18. Se asignó entonces este rango para Hershey con un punto medio en 17.

**Tabla XXXVI. Valuación por múltiplos de compañías comparables <sup>(43)</sup>**

Valuación Hershey	Limite inferior	Punto medio	Limite superior
Multiplo	16	17	18
Ebitda Hershey		2,072	

<b>Valor Capital Accionario Hershey</b>	<b>33,149</b>	<b>35,221</b>	<b>37,293</b>
Cantidad de acciones en circulación	207	207	207
<b>Precio por acción</b>	<b>160</b>	<b>170</b>	<b>180</b>

Fuente: Elaboración propia

De la valuación así realizada puede observarse que el precio por acción en el punto medio, se asemeja bastante al valor intrínseco alcanzado por el escenario base de la valuación por Flujos de Fondos Descontados y, asimismo, por encima del precio al que cotizaba la acción en el mercado al 31.12.2020, 153,33 USD.

(43) Las cifras están expresadas en millones, excepto los precios por acción

Por último, se realizó un análisis de sensibilidad para el capital accionario de Hershey tomando distintos valores de Ebitda (más/menos 5% y 10% desde el Ebitda 2020) y un rango extendido de múltiplos de 15 a 19.

Este análisis da como resultado que el capital accionario de Hershey toma valores entre 27.970 millones de USD y 43.301 millones de USD.

**Tabla XXXVII. Análisis sensibilidad capital accionario Hershey en millones de USD**

Ebitda	EV/Ebitda				
	15	16	17	18	19
1,865	27,970	29,834	31,699	33,564	35,428
1,968	29,523	31,492	33,460	35,428	37,396
2,072	31,077	33,149	<b>35,221</b>	37,293	39,365
2,175	32,631	34,807	36,982	39,157	41,333
2,279	34,185	36,464	38,743	41,022	43,301

Fuente: Elaboración propia

Asimismo, mediante el mismo análisis el precio de la acción varía entre 135 USD y 209 USD.

**Tabla XXXVIII. Análisis sensibilidad precio de la acción Hershey**

Ebitda	EV/Ebitda				
	15	16	17	18	19
1,865	135	144	153	162	171
1,968	143	152	162	171	181
2,072	150	160	<b>170</b>	180	190
2,175	158	168	179	189	200
2,279	165	176	187	198	209

Fuente: Elaboración propia

## Bibliografía

---

### I. Libros académicos

- Brealey, R. A., Allen, F., & Myers, S. C. (2006). *Corporate Finance: Hauptbd.* McG
- Copeland T. E., Koller, T., Murrin J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies.* McKinsey & Company, Inc.
- Damodaran, A (2001). *Corporate Finance: Theory and Practice*
- Damodaran, A (2011). *Applied Corporate Finance*
- Berk, J., & Demarzo, P. (2013). *Corporate Finance*

### II. Artículos, reportes y páginas web

- Boerse - Tasas rendimientos bonos: <https://www.boerse-frankfurt.de/bond/us427866bb38-the-hershey-co-3-125-19-49> y <https://www.boerse-frankfurt.de/bond/us427866be76-the-hershey-co-1-7-20-30>
- Estados financieros Lindt años: 2020, 2019, 2018, 2017, 2016, 2015, 2014, 2013 y 2012: <https://www.lindt-spruengli.com/investors/financial-reporting/publications>
- Estados financieros Mondelez años: 2020, 2019, 2018, 2017, 2016, 2015, 2014, 2013 y 2012: <https://www.mondelezinternational.com/Investors/Financials/Annual->
- Estados financieros Nestle años: 2020, 2019, 2018, 2017, 2016, 2015, 2014, 2013 y 2012: <https://www.nestle.com/investors/annual-report>
- Estados financieros The Hershey Company años: 2020, 2019, 2018, 2017, 2016, 2015, 2014, 2013 y 2012: [https://www.thehersheycompany.com/en\\_us/investors/events-reports-releases/annual-other-reports.html](https://www.thehersheycompany.com/en_us/investors/events-reports-releases/annual-other-reports.html)
- Finbox - Comparación Beta: <https://finbox.com/NYSE:HSY/explorer/beta>

- Fred – Tasas libre de riesgo: <https://fred.stlouisfed.org/series/GS3M>
- Industria: <https://www.candyindustry.com/Top-North-American-Candy-Companies> y <https://www.candyindustry.com/Global-Top-100-Candy-Companies>
- Infront – Comparación Beta: <https://www.infrontanalytics.com/fe-EN/S0547NU/Chocolate-Candy-Creations-Inc/beta>
- Macrotrends: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/HSY/hershey/market-cap>
- Ready Ratios - Ratios industria: <https://www.readyratios.com/sec/industry/206/>
- Statista - Reportes: <https://www.statista.com/>
- Tipo de cambio: <https://www.x-rates.com/>
- U.S Departamento del Tesoro: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2020>
- Yahoo Finance: <https://finance.yahoo.com/quote/%5EGSPC/history?p=%5EGSPC>
- Yahoo Finance: <https://finance.yahoo.com/quote/HSY?p=HSY&.tsrc=fin-srch>
- Ycharts – Capitalizaciones: [https://ycharts.com/companies/NSRGY/market\\_cap](https://ycharts.com/companies/NSRGY/market_cap)

## Anexo I – Escenario Base

	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Ventas Netas	10,134	9,849	9,571	9,302	8,826	8149.6	7,986	7,791	7,515	7,440	7,387
Costo de ventas	5,518	5,358	5,204	5,057	4,796	4448.5	4,364	4,216	4,071	4,282	4,004
<b>Margen bruto</b>	<b>4,616</b>	<b>4,491</b>	<b>4,367</b>	<b>4,245</b>	<b>4,030</b>	<b>3,701</b>	<b>3,622</b>	<b>3,575</b>	<b>3,444</b>	<b>3,158</b>	<b>3,383</b>
%	46%	46%	46%	46%	46%	45%	45%	46%	46%	42%	46%
Gastos fijos	1,962	1,978	1,994	2,010	1,977	1,891	1,906	1,875	1,913	1,915	1,969
%	19%	20%	21%	22%	22%	0	24%	24%	25%	26%	27%
Deterioro valor	82	79	97	84	112	9	113	58	209	4	281
Realineación de costos	39	39	39	40	39	19	8	19	48	33	95
<b>Resultado operativo</b>	<b>2,533</b>	<b>2,395</b>	<b>2,237</b>	<b>2,111</b>	<b>1,902</b>	<b>1,783</b>	<b>1,596</b>	<b>1,624</b>	<b>1,275</b>	<b>1,206</b>	<b>1,038</b>
%	25%	24%	23%	23%	22%	22%	20%	21%	17%	16%	14%
Otros gastos	87	85	82	74	70	138	71	75	66	16	30
Impuesto ganancias	451	416	422	436	438	220	234	239	354	379	388
<b>Resultado antes de intereses</b>	<b>1,994</b>	<b>1,894</b>	<b>1,733</b>	<b>1,600</b>	<b>1,394</b>	<b>1,425</b>	<b>1,291</b>	<b>1,310</b>	<b>855</b>	<b>810</b>	<b>620</b>
%	20%	19%	18%	17%	16%	17%	16%	17%	11%	11%	8%
Amortizaciones	439	411	380	353	332	295	292	295	262	302	245
Capex	480	461	466	432	401	442	318	329	258	269	357
Deterioro valor	82	79	97	84	112	-	-	-	-	-	-
Variación capital de trabajo	-32	-36	-37	-44	9	166	43	-59	-13	71	-
Capital de trabajo	1,139	1,107	1,071	1,033	990	999	833	876	817	804	875
<b>Flujos de Fondos Libres</b>	<b>2,004</b>	<b>1,886</b>	<b>1,707</b>	<b>1,562</b>	<b>1,446</b>						
Dividendos	754	729	703	675	630						
<b>Flujos de fondos netos</b>	<b>1,250</b>	<b>1,157</b>	<b>1,004</b>	<b>887</b>	<b>816</b>						
Wacc	5.76%	5.76%	5.76%	5.76%	5.76%						
Flujos descontados	945	924	848	793	771						
<b>Total Flujos Descontados</b>	<b>4,282</b>										
Valor terminal	46,584										
<b>Valor terminal descontado</b>	<b>35,199</b>										
<b>Valor de la Firma Hershey</b>	<b>39,481</b>										
Deuda	4,528										
Caja	1,144										
<b>Valor Capital Accionario Hershey</b>	<b>36,097</b>										

## Anexo II – Escenario Optimista

	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Ventas Netas	10,602	10,210	9,832	9,468	8,903	8,150	7,986	7,791	7,515	7,440	7,387
Costo de ventas	5,773	5,554	5,345	5,148	4,838	4,449	4364	4216	4071	4282	4004
<b>Margen bruto</b>	<b>4,829</b>	<b>4,655</b>	<b>4,486</b>	<b>4,320</b>	<b>4,065</b>	<b>3,701</b>	<b>3,622</b>	<b>3,575</b>	<b>3,444</b>	<b>3,158</b>	<b>3,383</b>
%	46%	46%	46%	46%	46%	45%	45%	46%	46%	42%	46%
Gastos fijos	1,962	1,978	1,994	2,010	1,977	1,891	1,906	1,875	1,913	1,915	1,969
%	19%	19%	20%	21%	22%	0	24%	24%	25%	26%	27%
Deterioro valor	82	79	97	84	112	9	113	58	209	4	281
Realineación de costos	39	40	39	40	39	19	8	19	48	33	95
<b>Resultado operativo</b>	<b>2,746</b>	<b>2,560</b>	<b>2,356</b>	<b>2,187</b>	<b>1,937</b>	<b>1,783</b>	<b>1,596</b>	<b>1,624</b>	<b>1,275</b>	<b>1,206</b>	<b>1,038</b>
%	26%	25%	24%	23%	22%	22%	20%	21%	17%	16%	14%
Otros gastos	87	85	82	74	70	138.3	71	75	66	16	30
Impuesto ganancias	489	445	444	452	447	220	234	239	354	379	388
<b>Resultado antes de intereses</b>	<b>2,170</b>	<b>2,030</b>	<b>1,829</b>	<b>1,660</b>	<b>1,421</b>	<b>1,425</b>	<b>1,291</b>	<b>1,310</b>	<b>855</b>	<b>810</b>	<b>620</b>
%	20%	20%	19%	18%	16%	17%	16%	17%	11%	11%	8%
Amortizaciones	443	414	382	354	332	295	292	295	262	302	245
Capex	502	478	479	440	404	442	318	329	258	269	357
Deterioro valor	82	79	97	84	112	9	113	58	209	4	281
Variación capital de trabajo	-44	-48	-48	-53	1	166	43	-59	-13	71	-
Capital de trabajo	1,192	1,148	1,100	1,052	998	999	833	876	817	804	875
<b>Flujos de Fondos Libres</b>	<b>2,149</b>	<b>1,996</b>	<b>1,782</b>	<b>1,605</b>	<b>1,461</b>						
Dividendos	788	756	722	687	636						
<b>Flujos de fondos netos</b>	<b>1,360</b>	<b>1,240</b>	<b>1,059</b>	<b>918</b>	<b>826</b>						
Wacc	5.76%	5.76%	5.76%	5.76%	5.76%						
Flujos descontados	1,028	991	895	821	781						
<b>Total Flujos Descontados</b>	<b>4,515</b>										
Valor terminal	50,687										
<b>Valor terminal descontado</b>	<b>38,300</b>										
<b>Valor de la Firma THC</b>	<b>42,815</b>										
Deuda	4,528										
Caja	1,144										
<b>Valor Capital Accionario THC</b>	<b>39,431</b>										

## Anexo III – Escenario Pesimista

	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Ventas Netas	9,682	9,497	9,316	9,138	8,748	8,149.6	7,986	7,791	7,515	7,440	7,387
Costo de ventas	5,272	5,167	5,065	4,968	4,754	4,449	4,364	4,216	4,071	4,282	4,004
<b>Margen bruto</b>	<b>4,410</b>	<b>4,330</b>	<b>4,251</b>	<b>4,170</b>	<b>3,994</b>	<b>3,701</b>	<b>3,622</b>	<b>3,575</b>	<b>3,444</b>	<b>3,158</b>	<b>3,383</b>
%	46%	46%	46%	46%	46%	45%	45%	46%	46%	42%	46%
Gastos fijos	2,246	2,204	2,161	2,120	2,030	1,891	1,906	1,875	1,913	1,915	1,969
%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	24%	24%	25%	26%	27%
Deterioro valor	82	79	97	84	112	9	113	58	209	4	281
Realineación de costos	24	23	27	28	39	19	8	19	48	33	95
<b>Resultado operativo</b>	<b>2,057</b>	<b>2,025</b>	<b>1,965</b>	<b>1,937</b>	<b>1,814</b>	<b>1,783</b>	<b>1,596</b>	<b>1,624</b>	<b>1,275</b>	<b>1,206</b>	<b>1,038</b>
%	21%	21%	21%	21%	21%	22%	20%	21%	17%	16%	14%
Otros gastos	87	85	82	74	70	138.3	71	75	66	16	30
Impuesto ganancias	367	352	371	400	418	219.6	234	239	354	379	388
<b>Resultado antes de intereses</b>	<b>1,604</b>	<b>1,588</b>	<b>1,512</b>	<b>1,463</b>	<b>1,326</b>	<b>1,425</b>	<b>1,291</b>	<b>1,310</b>	<b>855</b>	<b>810</b>	<b>620</b>
%	17%	17%	16%	16%	15%	17%	16%	17%	11%	11%	8%
Amortizaciones	435	409	379	353	331	295	292	295	262	302	245
Capex	458	445	454	425	397	442	318	329	258	269	357
Deterioro valor	82	79	97	84	112	9	113	58	209	4	281
Variación capital de trabajo	-21	-25	-27	-34	-18	166	43	-59	-13	71	-
Capital de trabajo	1,088	1,067	1,042	1,015	981	999	833	876	817	804	875
<b>Flujos de Fondos Libres</b>	<b>1,642</b>	<b>1,605</b>	<b>1,508</b>	<b>1,440</b>	<b>1,390</b>						
Dividendos	720	703	685	663	625						
<b>Flujos de fondos netos</b>	<b>922</b>	<b>902</b>	<b>823</b>	<b>777</b>	<b>766</b>						
Wacc	5.76%	5.76%	5.76%	5.76%	5.76%						
Flujos descontados	697	721	696	695	724						
<b>Total Flujos Descontados</b>	<b>3,532</b>										
Valor terminal	34,363										
<b>Valor terminal descontado</b>	<b>25,965</b>										
<b>Valor de la Firma THC</b>	<b>29,497</b>										
Deuda	4,528										
Caja	1,144										
<b>Valor Capital Accionario THC</b>	<b>26,113</b>										