

MAYULI INVERSIONES

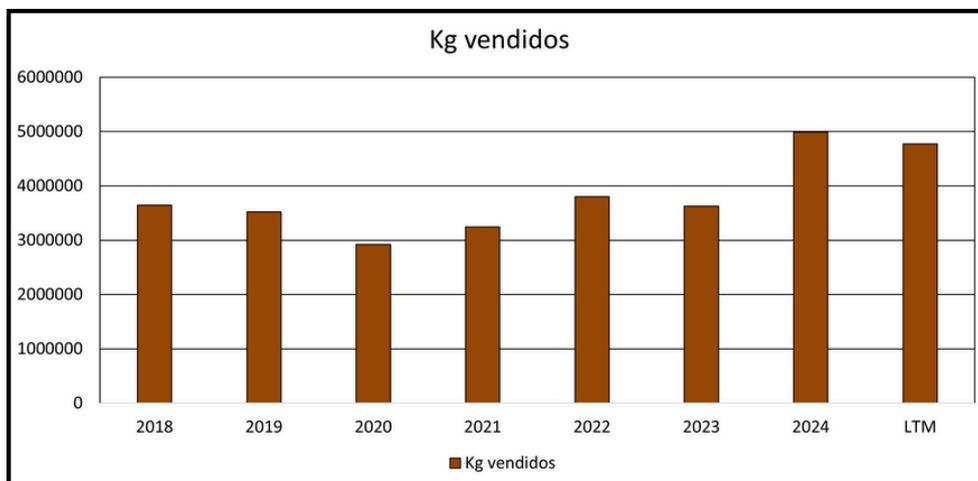
INVERSORES FUNDAMENTALES

EVALUACIÓN EMISIÓN HAVANNA S1

MODELO DE NEGOCIO

Como inversores en obligaciones negociables nos interesa conocer cómo gana dinero la compañía, sus ventajas competitivas, características de la dirección y estrategia de crecimiento. Una de las premisas de Graham, el inversor en bonos debe ser estricto y selecto **“Los intentos de aumentar el rendimiento a costa de la seguridad conllevan el riesgo de resultar poco beneficiosos”**

Havana se centra en la elaboración de productos artesanales dulces y salados, con la estrategia de comercialización en cafeterías propias y franquiciadas. El principal foco de los últimos años fue incrementar el valor de la marca Havana, fidelizar clientes y expandir franquicias, todo esto con el objetivo de vender más productos.



La estrategia de crecimiento se centra en dos ramas principales.

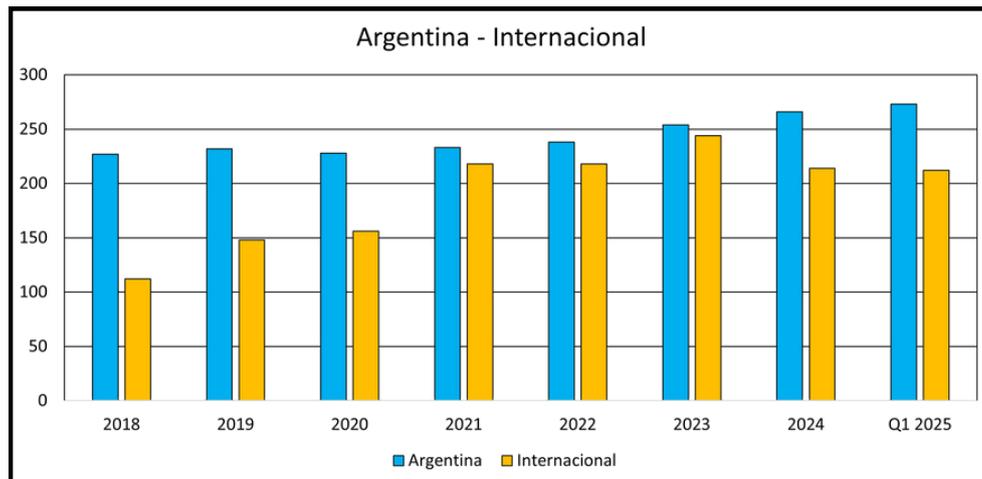
- Expandir las franquicias, a nivel local e internacional.
- Continuar con la innovación en productos y nuevas ocasiones de consumo.

El modelo de franquicias es un esquema que permite aumentar la red de locales sin incurrir en riesgos ni costos operativos, este modelo ha permitido a lo largo de los últimos años aumentar los márgenes de beneficios y la rentabilidad del capital de forma consistente. El operador de franquicia es quien hace la inversión inicial, la que ronda aproximadamente los 250 mil dólares por local.

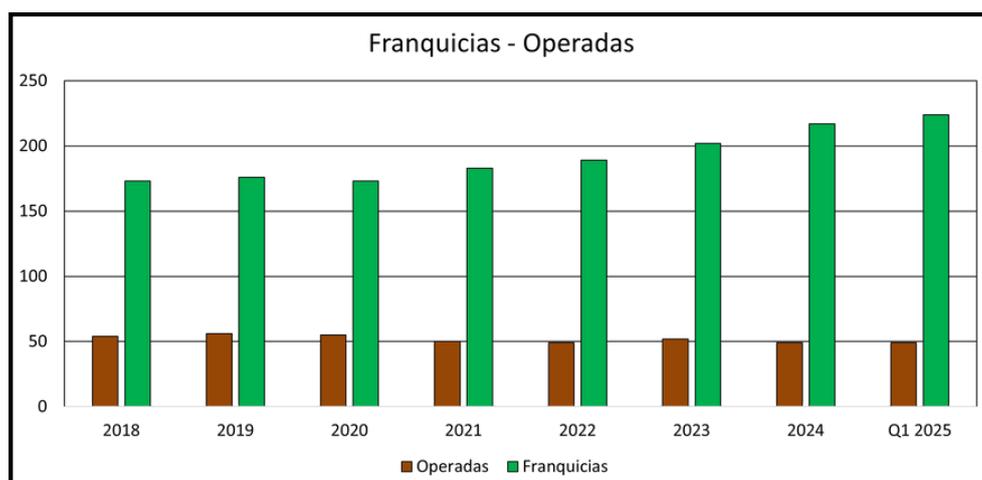
MAYULI INVERSIONES

INVERSORES FUNDAMENTALES

Havanna brinda el Know How, la marca, el marketing, un área de exclusividad, distribución, logística y el flujo de clientes, el franquiciado como contraprestación debe pagar un canon inicial y los royalties correspondientes que varían entre el 2% y 10% según la etapa de la venta, sea distribuidor o venta al consumidor final.



En los últimos años el número de locales ha venido en aumento y cabe destacar que este crecimiento ha sido pura y exclusivamente de franquicias, de hecho el número de tiendas operadas ha bajado de 54 a 49 en los últimos 8 años. ¿Eso qué significa? Cada año, Havanna emplea menos capital para obtener mayores ingresos, un modelo de negocio muy similar al de McDonalds.



El plan de crecimiento continúa en marcha, en el primer trimestre del 2025 se abrieron 8 nuevas tiendas y se remodelaron 11 locales. Por supuesto, este plan de crecimiento tiene como base central aumentar el número de franquicias.

En paralelo comenzaron con la diversificación de productos y alianzas comerciales. Hemos tenido noticias de su expansión en heladerías, acuerdos de distribución con cadenas mayoristas (especialmente Costco) y alianzas con marcas para que los productos havanna sean la materia prima.

MAYULI INVERSIONES

INVERSORES FUNDAMENTALES

El crecimiento en locales tomando los últimos 8 años es del 5,7% CAGR con fuerte expansión a nivel internacional. Donde vemos la virtud de su modelo es en los beneficios netos que han tenido un crecimiento 8,5% CAGR en moneda constante, recordemos que havanna se desprende de los gastos operativos intensivos en capital y solo se limita a la venta mayorista de sus productos.

Año	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos	27,8	28,3	27,2	25,6	21,8	31,1	28,3	41,8	38,5
Beneficios Netos	3,06	3,69	2,39	-2,47	2,72	7,3	4,98	9,55	5,81

VENTAJAS COMPETITIVAS

Como lo analizamos, havanna opera en el sector de alimentos y bebidas con su nicho en cafeterías, chocolates y confitería. Dentro del sector, la competencia nacional e internacional es fuerte, la diferenciación se obtiene de la calidad, innovación y experiencia del consumidor.



CALIDAD, INNOVACIÓN Y EXPERIENCIA.

Una de las características del negocio es la integración en la producción, sus tres plantas son las encargadas de todo el proceso, no hay tercerizaciones. Se busca mantener altos estándares de calidad y posicionar a los productos en la categoría premium de "cafeterías especializadas".

El foco de la compañía se centra en la calidad del producto y sustenta un posicionamiento de liderazgo en cafeterías premium, no da cabida a la competencia en precios sino en la calidad.

MAYULI INVERSIONES

INVERSORES FUNDAMENTALES

En los últimos años las innovaciones de Havana están por todos lados, se ha expandido a varios subsegmentos dentro de la cafetería capturando nuevas ocasiones de consumo, mejorando su portafolio de productos y sacando a mercado ediciones limitadas. Dentro de sus principales logros tenemos al alfajor Mar del Plata, alfajor sin azúcar, a día de hoy el alfajor Dubai, la incursión en helados, etc.

En el 2017 el equipo de innovación lanzó el alfajor 70% cacao y desde ese momento inauguró una gama de alfajores premium de diferentes sabores, estilos y alineados a las tendencias del consumidor.

Los productos artesanales, su café de especialidad y el contexto del local, hace a la experiencia del consumo. En los últimos años fiscales se comenzó con el nuevo diseño de las tiendas, con un aspecto minimalista, cálido y premium.



El modelo de negocio es simple de entender, se sustenta de una imagen de marca fuerte, productos de calidad y su modelo de franquicia. Haciendo un proceso mental preguntándome **¿Por cuánto tiempo va a mantenerse operativo el negocio de Havana? ¿Puede desaparecer? ¿Cómo estará el negocio de aquí a 5 años y 10?** Como inversores queremos estabilidad de los ingresos y la permanencia del negocio a largo plazo, con esto obtenemos la seguridad del capital.

Respondiendo a mis preguntas, nótese en Havana un negocio predecible en términos generales, con una imagen de marca fuerte, con productos clásicos que mantiene un consumo recurrente.

MAYULI INVERSIONES

INVERSORES FUNDAMENTALES

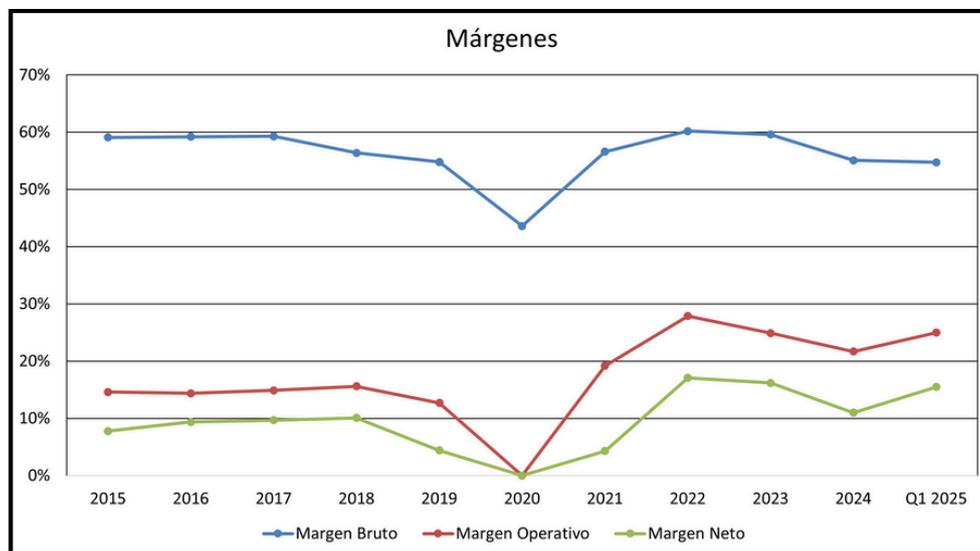
El trabajo del equipo I+D y Marketing han destacado y presentados innovaciones sobresalientes en años anteriores, apelo a su competencia para lanzar productos que refuercen el portafolio, capturando más clientes y ocasiones de consumo, ello sin perder el foco en "cafeterías premium".

Más allá de la propia ley de los promedios y ciclos de los negocios veo en Havana una capacidad muy alta para seguir produciendo y vendiendo a largo plazo, cierro los ojos y en los próximos 10 años la probabilidad de que continúe es cercana al 100%.

EVOLUCIÓN DE MARGENES

Los datos son lo que respaldan la narrativa, Havana en los últimos años comenzó su expansión de franquicias, eso no solo permitió mitigar el riesgo estacional, también mejoró márgenes de beneficios y retornos sobre capital.

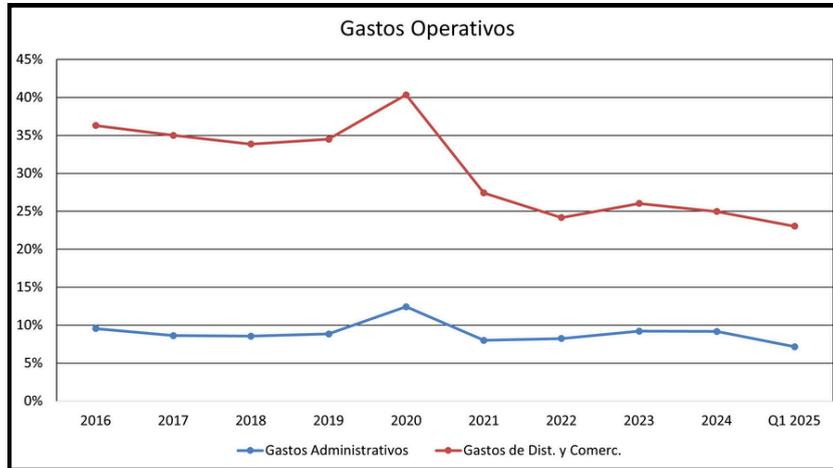
Tomando los primeros años de estudio, fácilmente notamos la dificultad de superar el 10% de margen neto.



Enfocándonos en el Q1 2025 el margen neto fue del 15,5%, siendo excesivamente castigado por el precio del cacao, la principal materia prima de la compañía, si lo comparamos con el Q1 del 2024 en un escenario normalizado alcanzó un margen neto del 22,8%.

MAYULI INVERSIONES

INVERSORES FUNDAMENTALES



La estructura de costos en Havana es clara, sus costos variables devienen de las materias primas, costo de la harina, azúcar, cacao, café, etc. Por otro lado, en sus plantas de producción tenemos el principal apalancamiento operativo. Debido a la estacionalidad de la demanda, las plantas de producción alcanzan niveles máximos de capacidad en fechas especiales, eso significa que gran parte del año las plantas operan de forma más lenta.

El objetivo declarado es “aumentar la eficiencia operativa y disminuir los costos incrementando el volumen de producción... Havana ve potencial para aumentar significativamente la producción total con la infraestructura existente”

Comenzamos a ver este efecto, que fue el principal encargado de la mejora de márgenes en los últimos años.

	Notas	Periodo de tres meses finalizado el	
		31.03.2025	31.03.2024
		\$	
Ingresos por ventas		38.495.223.843	41.862.788.601
Costo de ventas	18	(17.411.799.577)	(15.065.856.585)
Ganancia bruta		21.083.424.266	26.796.932.016
Gastos de distribución y comercialización	18.2	(8.876.013.600)	(9.139.448.226)
Gastos administrativos	18.2	(2.753.885.536)	(3.760.277.536)
Otros ingresos y otros egresos	20	165.599.980	242.290.051
Ganancia operativa		9.619.125.110	14.139.496.305
Ingresos financieros	19	1.062.186.624	1.778.089.392
Costos financieros	19	(2.599.059.819)	(3.524.582.959)
Resultado por posición monetaria neta	19	1.504.382.852	3.428.723.792
Resultado antes del impuesto a las ganancias		9.586.634.767	15.821.726.530
Impuesto a las ganancias	21	(3.760.287.111)	(6.267.853.856)
Resultado del periodo		5.826.347.656	9.553.872.674
Resultado atribuible a:			
- Accionistas de la controlante		5.560.860.315	9.194.874.835
- Interés no controlante		265.487.341	358.997.839
Resultado integral del periodo atribuible a los accionistas de la Sociedad		5.560.860.315	9.194.874.835
Resultado por acción (expresada en \$ por acción)			
Resultado por acción básica		118,38	195,74
Resultado por acción diluida		118,38	195,74

MAYULI INVERSIONES

INVERSORES FUNDAMENTALES

DEUDA FINANCIERA.

Comenzamos analizando la estructura de su deuda, con la emisión actual, la deuda está conformada por un 29% en moneda nacional y 71% en moneda extranjera, (Euros y Dólares). Si calculamos a tipo de cambio oficial su deuda total **ronda los 50.000 millones de pesos.**

	Importe de Origen	Moneda	Tipo de Cambio	En Pesos
Deuda en Dolares	\$7.296,00	USD	\$1.275,00	\$9.302.400,00
Deuda en Pesos	\$14.393.000,00	ARS	\$1,00	\$14.393.000,00
Deuda en Euros	\$1.500,00	EUR	\$1.468,00	\$2.202.000,00
Nueva deuda en dolares	\$18.500,00	USD	\$1.275,00	\$23.587.500,00
Total				\$49.484.900,00

Una de las características que tiene la deuda de Havanna, es su destino. Gran parte de los antiguos préstamos se tomaron para financiar los pasivos de corto plazo y por ende, tiene un vencimiento muy corto lo que fue inteligente dentro del contexto de baja de tasas.

Con esta emisión tan grande rompen la tendencia de financiarse a corto plazo y toman crédito para un medio - largo plazo, el efecto directo que tuvo la emisión fue disminuir drásticamente el costo promedio ponderado de deuda.

No me sorprendería que con la deuda tomada cancele los préstamos a corto plazo, baje su costo financiero y tenga un calendario de amortizaciones más holgado. Hasta el Q1 2025 el 80% de su deuda tenía un vencimiento menor al año.

Costo de Deuda	Costo antes Impuestos	Despues Impuestos
Q1 2025	20,50%	13,30%
2025E	14,65%	9,50%

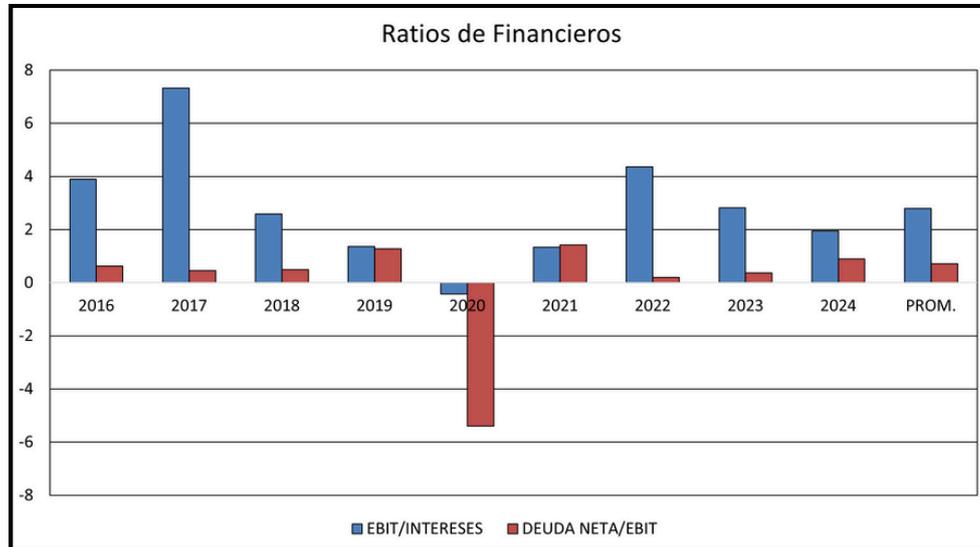
¿CUÁL FUE LA CAPACIDAD DE PAGO DE HAVANNA?

En los últimos años ha mantenido de manera consistente los ratios de liquidez y solvencia muy controlados. Propio de las altas tasas de intereses siempre mantuvo una relación Deuda Neta / EBIT muy baja, gran parte de la deuda de los periodos estudiados estuvo denominada en pesos argentinos, con altos cargos de intereses.

Sus promedios históricos son muy buenos, con una cobertura de intereses por arriba de 2x y una cobertura de deuda por debajo de 1x.

MAYULI INVERSIONES

INVERSORES FUNDAMENTALES



¿CUALES SON LOS RATOS CON LA DEUDA TOMADA?

Primero debemos calcular el EBIT para el año fiscal 2025, para eso debemos tener en cuenta la estacionalidad del primer trimestre, la inflación, los márgenes de beneficios y un margen de seguridad.

Observamos el dato más reciente, un beneficio operativo de 9.619 millones de pesos. En términos generales podemos esperar unos márgenes similares, la dirección comenta "Aprovechando la baja temporaria en el precio del cacao, la Sociedad concretó compras que cubren gran parte de las necesidades para 2025" eso da más previsibilidad a la proyección. El primer trimestre por lo general es muy bueno, estimó un 10% menos de beneficios operativos para los próximos trimestres. Y por último aplico un margen de seguridad del 15%. **Con eso llegamos a un EBIT de 30.500 millones para el año fiscal 2025 aproximadamente.**

Con los intereses utilizamos aritmética y multiplicamos por 4 los intereses financieros de este primer trimestre y le sumamos los intereses que devenga la emisión actual, nos da un total de 12.500 millones aproximadamente.

RATIOS FINANCIEROS

- $EBIT / INTERESES = 2,46x$
- $DEUDA NETA / EBIT = 1.52x$

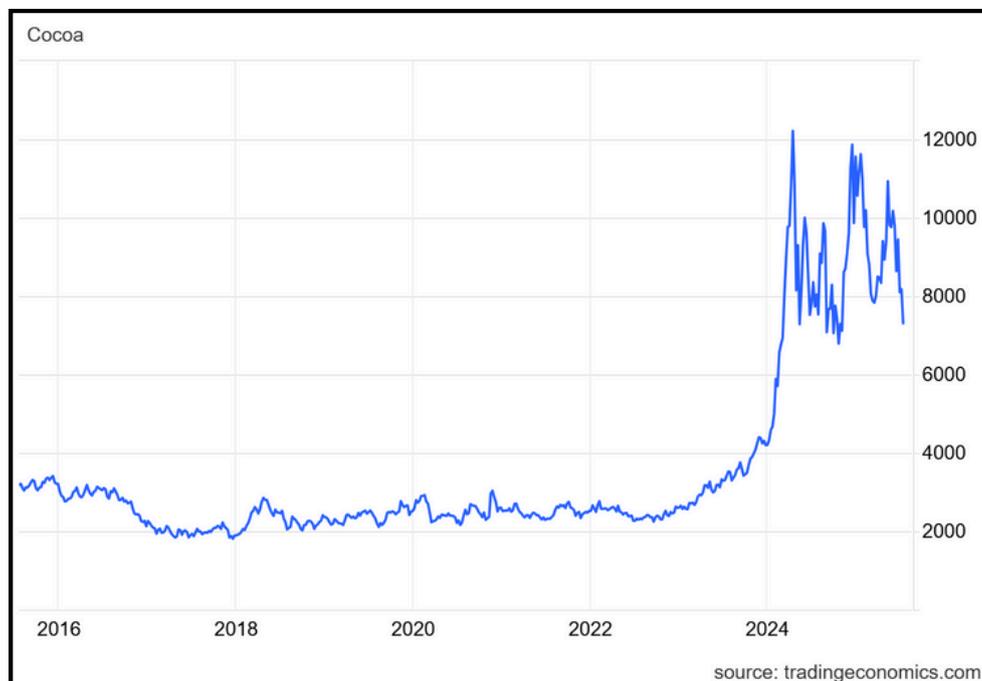
MAYULI INVERSIONES

INVERSORES FUNDAMENTALES

¿ESTABILIDAD?

El trabajo de un inversor en bonos es evitar pérdidas. Nuestra ganancia es limitada por eso debemos ser estrictos.

Luego del estudio considero que la empresa tiene un foso defensivo ancho, desde la historia, la marca, sus productos, equipo gestor y modelo de negocio escalable con poca exigencia de reinversión de capital, son algunos de los aspectos más importantes del negocio.



El precio del cacao fue un gran lastre para Havanna, el primer trimestre del 2024 cerró con un margen neto del 22% eso significa una caída de 700 puntos básicos con respecto del margen actual. ¿Cuándo se normalizará el precio? Nadie lo sabe, pero la ley de los promedios más tarde o más temprano aparece.

Recuerdo lo que decía Graham “Cualquier bono puede dar buen resultado cuando las condiciones son favorables, solo bajo la prueba desalentadora de la crisis las ventajas de las emisiones fuertes sobre las débiles se ponen de manifiesto”

Estamos valorando el bono con ratios y supuestos anormales. Eso nos da cierto margen de seguridad sobre la emisión.