

MAYULI INVERSIONES

INVERSORES FUNDAMENTALES

Hershey's con crecimiento Subyacente.

Situación Actual.

El negocio subyacente de hershey 's está evolucionando cada año para mejor. ¿Por qué? En los últimos dos años ha tenido un gran impacto por la suba repentina del precio del cacao, pasando de \$2.500 - \$3.000 (por tonelada) a los \$7.000 - \$10.000, el rubro principal es la confitería, donde la materia prima base es el cacao. Hasta allí todo claro, los márgenes cayeron, los beneficios y por supuesto su múltiplo de cotización es históricamente alto. A su vez en abril de este año tuvimos los anuncios de aranceles, lo cual es otra presión a los márgenes del negocio que ya están impactando.

Sin embargo, afirmó que su negocio subyacente continúa en crecimiento. Primeramente el segmento de snacks está reportando un crecimiento de ingresos muy sólido del +5%, mientras que el ingreso operativo aumenta un 19%, ambas métricas de los últimos 6 meses de ejercicio, estos resultados por fuerza de las marcas dot's pretzels y skinny pop. En el segmento de confitería, el "problemático", que contempla tanto chocolates como dulces en general con un crecimiento de los ingresos del 2%, mientras que sus marcas principales reese's +4%, hershey +8% y Kitkat +3%. Su cartera de dulces tuvo un crecimiento del 14,8% en el último trimestre. Todas estas métricas según la venta al por menor.

For the six months ended June 29, 2025	North America Confectionery	North America Salty Snacks	International	Total
Net sales	\$ 4,385,608	\$ 593,317	\$ 441,212	\$ 5,420,137
Cost of sales	2,589,848	375,172	302,396	
SM&A expense	595,457	109,812	90,295	
Total segment income	\$ 1,200,303	\$ 108,333	\$ 48,521	\$ 1,357,157
Unallocated corporate expense (1)				341,952
Unallocated mark-to-market losses on commodity derivatives				412,181
Costs associated with business realignment activities (see Note 9)				40,992
Operating profit				\$ 562,032
Interest expense, net (see Note 4)				90,657
Other (income) expense, net (see Note 17)				(1,391)
Income before income taxes				\$ 472,766

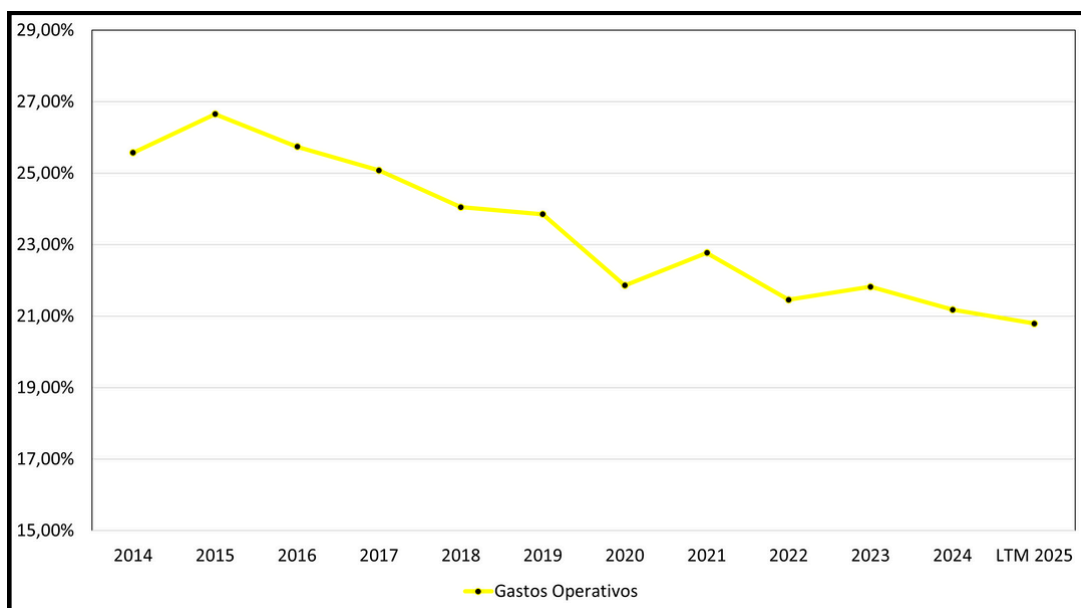
For the six months ended June 30, 2024	North America Confectionery	North America Salty Snacks	International	Total
Net sales	\$ 4,287,136	\$ 565,000	\$ 475,093	\$ 5,327,229
Cost of sales	2,291,239	364,028	316,067	
SM&A expense	583,205	110,062	91,266	
Total segment income	\$ 1,412,692	\$ 90,910	\$ 67,760	\$ 1,571,362
Unallocated corporate expense (1)				334,419
Unallocated mark-to-market gains on commodity derivatives				(164,644)
Costs associated with business realignment activities (see Note 9)				55,666
Operating profit				\$ 1,345,921
Interest expense, net (see Note 4)				81,195
Other (income) expense, net (see Note 17)				32,594
Income before income taxes				\$ 1,232,132

MAYULI INVERSIONES

INVERSORES FUNDAMENTALES

En la tabla lo vemos de una manera muy ilustrativa, los costos de bienes vendidos en el segmento confitería, han aumentado un 13% respecto del año anterior, lo mismo lo vemos en el apartado internacional.

Ahora, tengamos en cuenta lo siguiente, el negocio de hershey 's continúa creciendo y continúa mejorando su eficiencia operativa, lo que puede controlar lo hace cada año mejor y más barato.



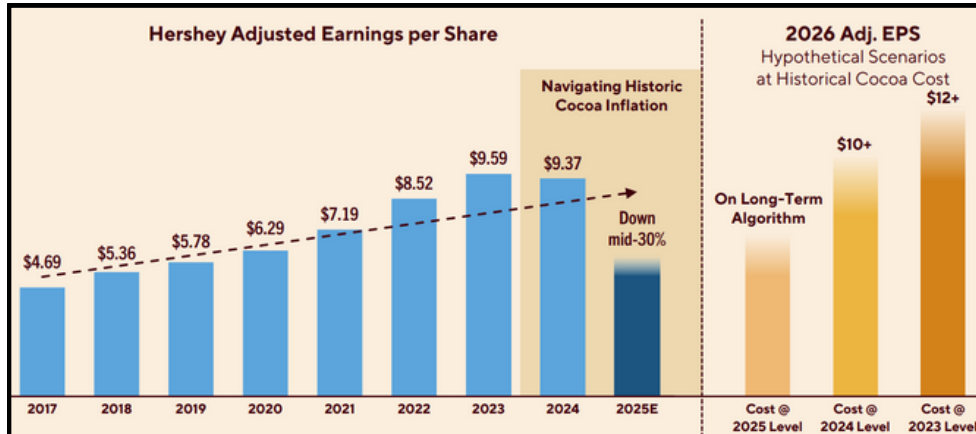
Sus gastos operativos no han parado de bajar con respecto a sus ingresos totales. Lo que me planteo **¿Con un precio de cacao normalizado, donde estarán los beneficios?**

Su CFO lo dejó claro **“hablamos de posibilidades de \$10 y \$12 (Beneficios por acción ajustados)** con supuestos de 2025 y 2024 que se trasladarían sin inflación (Del Cacao)” Por su parte la CEO (EX CEO DESDE AGOSTO) de la compañía mencionó “Al analizar las fluctuaciones del mercado, **creemos que existen múltiples vías para que el BPA se sitúe en ese rango de dos dígitos**, dependiendo de lo que suceda con los aranceles y los costos del cacao, que, por supuesto, son los dos factores más importantes. **Con el cacao y los aranceles actuales, lograremos ese cumplimiento del algoritmo** (en el 2026)”

Estos supuestos normalizados pondrían en máximos de ganancias por acción a la compañía. ¿Cuándo bajará el cacao? es imposible saberlo. Lo que sí sabemos es que Hershey cada año mejora su portafolio de productos diversificando en confitería y snacks.

MAYULI INVERSIONES

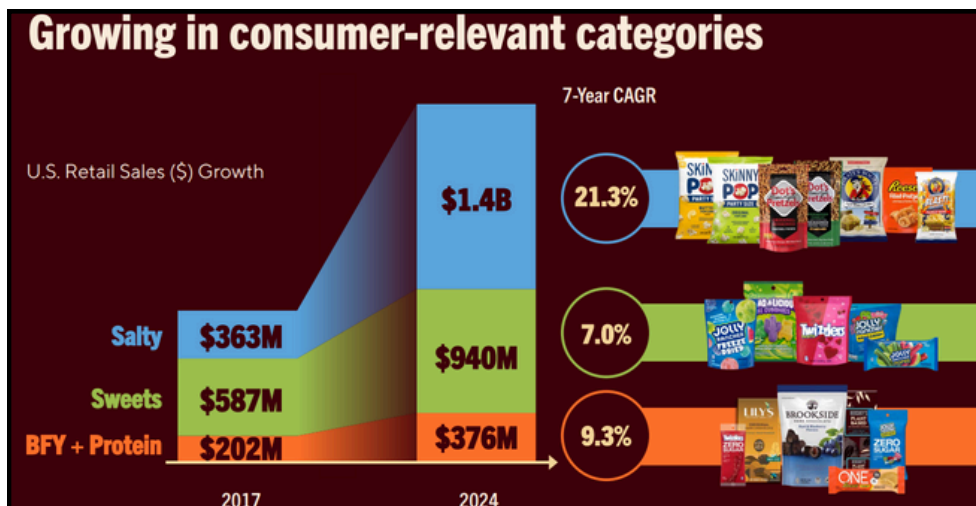
INVERSORES FUNDAMENTALES



Productos.

Hershey nació como una compañía de chocolates y dulces derivados del chocolate, aún sigue siendo su negocio principal, sin embargo en los últimos años comenzaron a invertir en diferentes ramas de snaking, **solo en Estados Unidos, se estima por la consultora McKinsey que el snaking tendrá un TAM de entre 200 a 230 mil millones para el 2030**, lo que supone un crecimiento anual compuesto del 2% - 4%. Aquí no solo hay una oportunidad de quitar cuota de mercado a todas las marcas blancas, sino de un crecimiento secular a largo plazo. La CEO menciona **“Con estos programas, seguimos confiando en nuestros planes de obtener ganancias de participación durante todo el año.”** En referencia a las innovaciones programadas.

Su cartera de snacks salados y dulces continúa creciendo y ganando cuota de mercado, para el año 2024 representaba el 24,4% de los ingresos totales, mientras que en el 2017 el 14% aproximadamente.

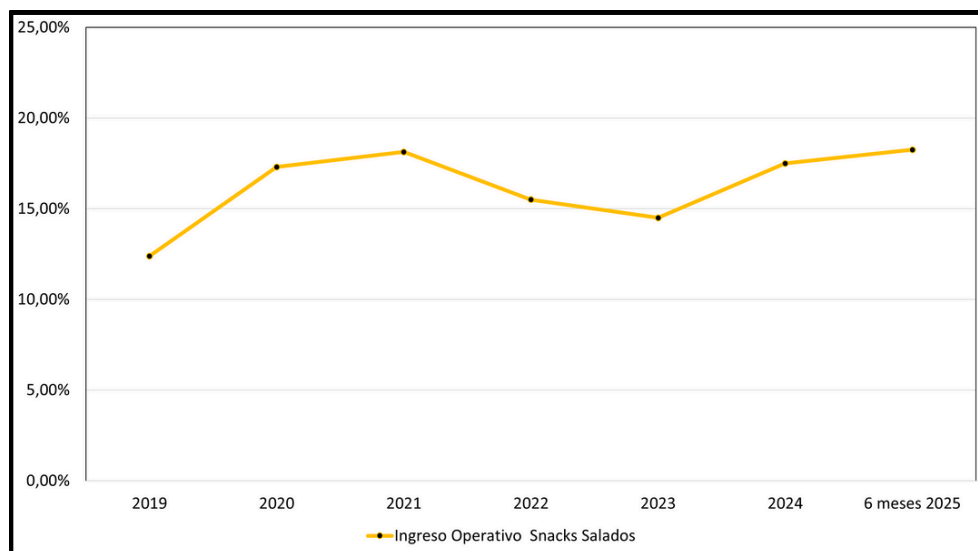


MAYULI INVERSIONES

INVERSORES FUNDAMENTALES

Dentro de este segmento el más importante son los snacks salados, con crecimiento de más del 21% en los últimos 7 años. Este crecimiento es orgánico derivado de sus dos marcas principales Dot's y Skinny pop, así también inorgánico por adquisiciones, la última "lesser evil".

Esto nos comenta la directiva sobre el segmento *"En cuanto a los snacks salados, **nuestro portafolio lideró el aumento de participación** entre los diez principales fabricantes de snacks salados este trimestre, ya que nuestras marcas siguen respondiendo al deseo de los consumidores de marcas permisibles y saludables. **El consumo de SkinnyPop aumentó un 4% en el trimestre**, lo que generó un aumento de participación de aproximadamente 50 puntos básicos, **el crecimiento de Dot superó nuestras expectativas, con un aumento del 13% en la comida para llevar en tiendas**. Esto resultó en un aumento de participación de más de 200 puntos básicos en pretzels, impulsado por la innovación en el sabor BBQ. **Esperamos que en el tercer trimestre nuestra cartera de Salty gane impulso**, respaldada por la inversión en medios, un sólido calendario promocional, innovación en sabores y rotaciones de productos como Dot's Buffalo, que sirva como el ancla perfecta para nuestra programación de fútbol de otoño"*



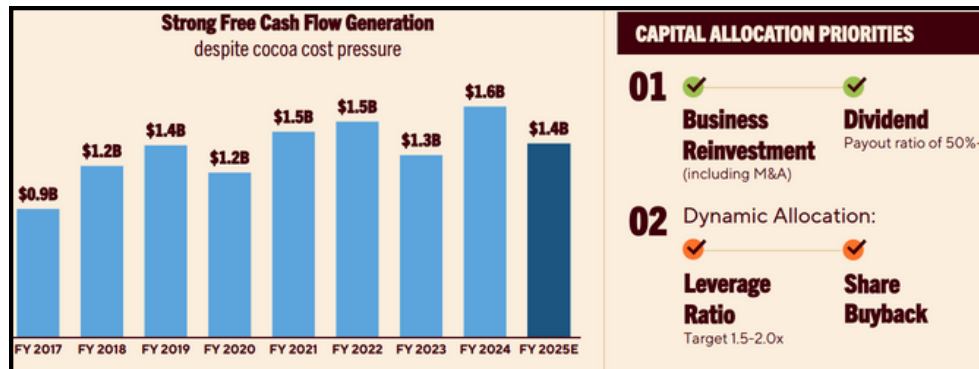
De manera progresiva van escalando el negocio de snacks salados, siendo el último semestre el más rentable desde que comenzaron a reportarlo. Para finales de año se espera se concrete la adquisición de LesserEvil que también impulsará el segmento.

Calidad del Management.

MAYULI INVERSIONES

INVERSORES FUNDAMENTALES

La tarea principal del equipo directivo es la asignación de capital, lo que nos interesa saber es qué hará con el efectivo disponible y Hershey nos destaca dos prioridades clave, reinvertir en el negocio y pagar dividendos.



En un segundo plano quedan las recompras de acciones, solo lo harán cuando estimen pertinente y comparado a las opciones que tienen a disposición. En el último trimestre la directora nos dice lo siguiente **“Estamos priorizando capital para la adquisición de Fulfil North America y la adquisición pendiente de LesserEvil y, por lo tanto, no prevemos recomprar acciones este año”**

Como su principal prioridad tenemos la reinversión en el negocio, que incluye las funciones y adquisiciones, estas son un factor clave de la estrategia de Hershey a largo plazo y de las cuales vendrá parte del crecimiento futuro, por ello nos interesa saber cuales son sus parámetros para hacerlo y bajo qué condiciones.

Primeramente quiero destacar las adquisiciones más exitosas dentro de su segmento de snacks salados, Dot's y Skinny Pop, ambas tuvieron un crecimiento muy satisfactorio desde la compra.



MAYULI INVERSIONES

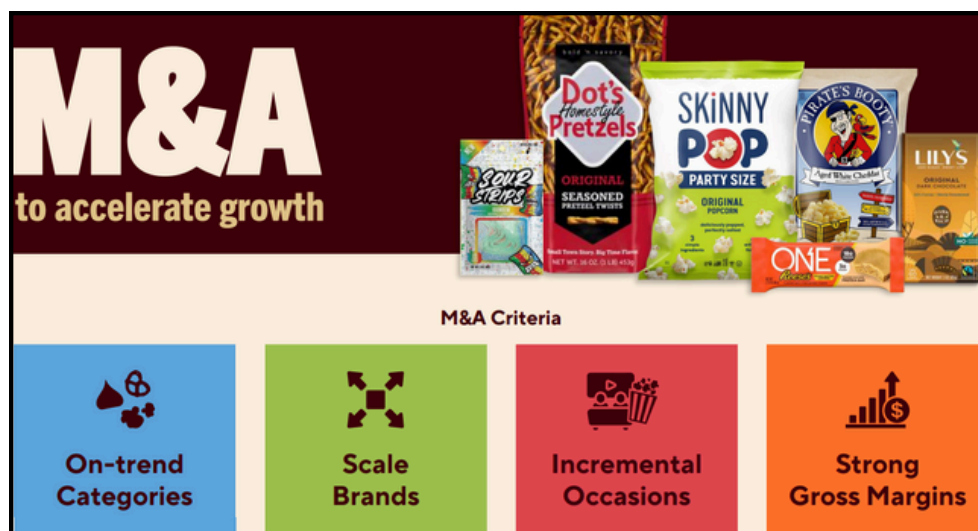
INVERSORES FUNDAMENTALES

Una de las últimas adquisiciones fue **Sour Strips**, la característica de esta compañía aparte de su producto innovador, es su fundador Maxx Chewning quien es un influencer en redes sociales, gracias a su exposición a medios comentó con detalle cómo fue el proceso de adquisición de su compañía.

En una entrevista el fundador relata que tuvo conversaciones informales con Hershey a lo largo de los años, no eran negociaciones, sino más bien un "hola, nos gusta lo que están haciendo" Hershey observó el crecimiento, la consolidación de la marca y la conexión con el consumidor de Sour Strips durante un largo periodo.

El interés se formalizó después de una reunión en persona en Nueva York. Tras años de seguimiento el trato se cerró en tan solo dos meses. El fundador también destaca que no hubo fricción en ningún momento y que se sintió muy cómodo entendiendo que su marca reforzaría el segmento de dulces, específicamente, en los caramelos ácidos, sus marcas como Jolly Rancher y Twizzlers no eran líderes.

Post adquisición, el cambio más inmediato y potente fue el acceso a la red de distribución masiva de Hershey. **Maxx Chewning lo describió como un "jetpack" que acelera en meses lo que a él le habría costado años.** Además, Maxx continua en la compañía liderando la dirección creativa y de marketing de la marca.



Bajo estos criterios y con los casos prácticos que tenemos, podemos concluir que al momento de una adquisición se busca una marca que complementa su portafolio, rentable y con gran capacidad de escala.

MAYULI INVERSIONES

INVERSORES FUNDAMENTALES

Innovaciones Recientes.

Otra tarea de la directiva son sus innovaciones y la capacidad de sacar nuevas colaboraciones, productos, ampliar las ocasiones de consumo, etc. No solo para crecer, sino para mantenerse. Entre los principales lanzamientos y colaboraciones de estos primeros meses tenemos:

- La aceptación de los **Pokémon Kisses** triplican la de otras ofertas por tiempo limitado del mercado, la cualidad coleccionable del producto fomenta una repetición en el consumo.
- **SHAQ-A-LICIOUS XL** será un nuevo producto de la marca Shaq, incorporamos sus propias zapatillas en forma de gomitas. Esta nueva marca está impulsando la presencia de Hershey en el sector de dulces.
- **Oreo y Resse's** formalizaron la colaboración más esperada por los consumidores, con gran repercusión durante su lanzamiento en redes sociales. Michelle Deignan vicepresidente de Oreo "Esta colaboración redefine lo que significa ser un líder en snacks, al satisfacer exactamente las necesidades de nuestros fans" Tal es así, que uno de los eslogan de la colaboración es "Tu preguntaste por esto" (You asked for it).

Estas innovaciones aisladas no significan nada si no fuera por su historial constante, dentro de un sector tan competitivo y donde el reconocimiento de marca juega un papel fundamental, las colaboraciones y nuevas maneras de presentar los productos son clave.

A modo de conclusión, **considero que con el portafolio de marcas, adquisiciones e innovaciones estratégicas, el TAM del mercado y su crecimiento, Hershey puede crecer a largo plazo entre el 2% al 4%**, mientras que consigue escala y eficiencia operativa podemos esperar que sus beneficios crezcan a ritmos más altos.

Márgenes Históricos.

Los márgenes en los últimos años fueron predecibles, constantes y con eficiencia operativa marcada. El margen bruto se mantuvo constante alrededor del 45%, claro está que en los últimos dos años se vio afectado de manera negativa por el costo del cacao. Mientras tanto el margen operativo aumentó de manera disciplinada en los últimos años, pasando del 16% en el 2016 al 23% en el año 2024.

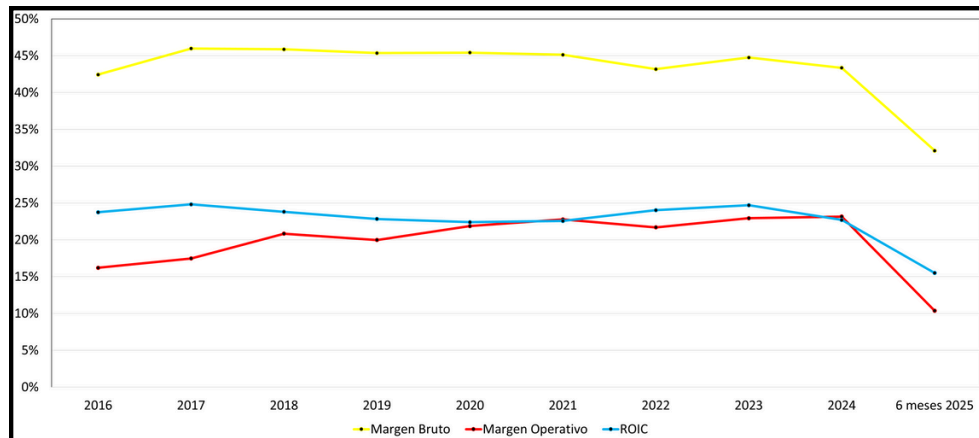
De aquí a los próximos años, **¿Podemos esperar una mejora de márgenes operativos?**

Veo dos catalizadores principales, primeramente la eficiencia derivada el plan de ahorros, el CFO destaca *"También estamos implementando una iniciativa llamada Smart Complexity para simplificar el empaquetado y el surtido de productos, y optimizar la eficiencia de fabricación para generar ahorros para Hershey y nuestros clientes."*

MAYULI INVERSIONES

INVERSORES FUNDAMENTALES

Este proyecto nos permite aumentar nuestro objetivo de ahorro del programa de transformación "Avanzando en Automatización y Agilidad" de 350 millones de dólares a 400 millones de dólares" Y en segundo lugar, la escala de sus segmentos salados y dulces que no son chocolates.



Como lo expuse en todo el análisis, **no creo que el precio del cacao se mantenga en los niveles actuales, tarde o temprano la cosecha se normalizará.** Ante esta normalización los márgenes también lo harán.

Valoraciones.

Para la valoración voy a utilizar dos métodos, por proyección de beneficios y un descuento de flujo de caja. Los supuestos de crecimiento en ambas valoraciones van del 2% al 4% de crecimiento en ingresos totales y una mejora de eficiencia y escala del 1% aproximadamente. Este crecimiento planteado desde un punto normalizado. En todos los supuestos utilizamos una tasa de descuento conforme su costo promedio ponderado del capital (WACC) del 6,25%.

Estimación			CAGR	DIV	Total	FAIR VALUE
TICKER	HSY	Conservador	2,4%	1,79%	4,2%	\$158,19
Fecha	17/09/2025	Base	5,8%	1,79%	7,6%	\$186,33
Precio	190,19	Optimista	9,7%	1,79%	11,5%	\$223,19

MAYULI INVERSIONES

INVERSORES FUNDAMENTALES

HSY		Estimacion Pesimista					Estimacion Conservadora					Estimacion Optimista					
Ventas 2024	\$	11.202,00	Crec. Ventas (1-5 años)					Crec. Ventas (1-5 años)					Crec. Ventas (1-5 años)				
F.C.L 2024	\$	1.910,00	Crec. Ventas (6-10años)					Crec. Ventas (6-10años)					Crec. Ventas (6-10 años)				
Deuda Neta	\$	6.000,00	% de Rentab. (FCL)					% de Rentab. (FCL)					% de Rentab. (FCL)				
Acciones en Circ.		203,4	Tasa de Descuento.					Tasa de Descuento.					Tasa de Descuento.				
			Crecimiento Terminal					Crecimiento Terminal					Crecimiento Terminal				
			Multiplo Final					Multiplo Final					Multiplo Final				

Pesimista		20%											
Año	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10	V.Terminal	V.Terminal 2do	
Ventas Total	\$ 11.426,04	\$ 11.654,56	\$ 11.887,65	\$ 12.125,41	\$ 12.367,91	\$ 12.615,27	\$ 12.867,58	\$ 13.124,93	\$ 13.387,43	\$ 13.655,18			
F.C.L	\$ 1.200,00	\$ 1.200,00	\$ 1.783,15	\$ 1.818,81	\$ 1.855,19	\$ 1.892,29	\$ 1.930,14	\$ 1.968,74	\$ 2.008,11	\$ 2.048,28	\$ 44.062,40	\$ 25.603,45	
Tasa de Descuento	1,0624	1,1287	1,1992	1,2740	1,3535	1,4380	1,5278	1,6231	1,7244	1,8321	1,8321	1,8321	
Valor Presente FCL	\$ 1.129,50	\$ 1.063,14	\$ 1.486,98	\$ 1.427,61	\$ 1.370,62	\$ 1.315,90	\$ 1.263,36	\$ 1.212,92	\$ 1.164,50	\$ 1.118,01	\$ 24.050,50	\$ 13.975,09	
Valor Intrínseco	\$ 25.565,32												
Valor de la Accion	\$ 125,69												

Conservador		45%											
Año	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10	V.Terminal	V.Terminal 2do	
Ventas Total	\$ 11.650,08	\$ 12.116,08	\$ 12.600,73	\$ 13.104,76	\$ 13.628,95	\$ 13.901,52	\$ 14.179,56	\$ 14.463,15	\$ 14.752,41	\$ 15.047,46			
F.C.L	\$ 1.200,00	\$ 1.200,00	\$ 1.953,11	\$ 2.031,24	\$ 2.112,49	\$ 2.154,74	\$ 2.197,83	\$ 2.241,79	\$ 2.286,62	\$ 2.332,36	\$ 56.088,03	\$ 36.151,52	
Tasa de Descuento	1,0624	1,1287	1,1992	1,2740	1,3535	1,4380	1,5278	1,6231	1,7244	1,8321	1,8321	1,8321	
Valor Presente FCL	\$ 1.129,50	\$ 1.063,14	\$ 1.628,71	\$ 1.594,35	\$ 1.560,71	\$ 1.498,40	\$ 1.438,58	\$ 1.381,14	\$ 1.326,00	\$ 1.273,07	\$ 30.614,42	\$ 19.732,51	
Valor Intrínseco	\$ 33.067,07												
Valor de la Accion	\$ 162,57												

Optimista		35%											
Año	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10	V.Terminal	V.Terminal 2do	
Ventas Total	\$ 11.762,10	\$ 12.350,21	\$ 12.967,72	\$ 13.616,10	\$ 14.296,91	\$ 14.725,81	\$ 15.167,59	\$ 15.622,62	\$ 16.091,29	\$ 16.574,03			
F.C.L	\$ 1.200,00	\$ 1.200,00	\$ 2.074,83	\$ 2.178,58	\$ 2.287,50	\$ 2.356,13	\$ 2.426,81	\$ 2.499,62	\$ 2.574,61	\$ 2.651,85	\$ 64.396,25	\$ 49.059,136	
Tasa de Descuento	1,0624	1,1287	1,1992	1,2740	1,3535	1,4380	1,5278	1,6231	1,7244	1,8321	1,8321	1,8321	
Valor Presente FCL	\$ 1.129,50	\$ 1.063,14	\$ 1.730,22	\$ 1.710,00	\$ 1.690,01	\$ 1.638,45	\$ 1.588,46	\$ 1.539,99	\$ 1.493,01	\$ 1.447,45	\$ 35.149,28	\$ 26.777,86	
Valor Intrínseco	\$ 39.993,80												
Valor de la Accion	\$ 196,63												

Valor Intrínseco Final	\$ 167,11
------------------------	-----------

En ambos supuestos los valores son muy similares alcanzando **un valor justo entre los 125 y 220 usd por acción**. En términos generales los 160 dólares por acción me parece un muy buen punto para ampliar posiciones. **El corto plazo es impredecible**, sin embargo creo que continuando con la política de innovación y reinversión constante la empresa puede gozar de un crecimiento constante a largo plazo.

Benjamin Graham: “El trabajo de un analista es poner un precio a la calidad y a las perspectivas”