



Consultor Financiero

MF Santiago Tamous

Análisis de empresa Havanna como instrumento de arbitraje

I. Resumen Ejecutivo

Este análisis técnico-fundamental de Havanna Holding S.A. (HAVA) ha sido estructurado bajo estándares de *equity research* institucional, integrando estados contables recientes, proyecciones de mercado y la dinámica del sector de consumo discrecional en Argentina.

El análisis de los estados contables revela un crecimiento compuesto anual de ingresos robusto, aunque los márgenes operativos han mostrado señales de fatiga en 2025 debido al shock de costos en materias primas (cacao) y una demanda interna resiliente pero estancada.

Técnicamente Havanna es una empresa de Alta Calidad (High Quality) cotizando en un mercado con Alta Incertidumbre. Havanna hoy es una inversión en una "Growth Stock" disfrazada de "Value Stock". Mientras el mercado local la valúa por sus ventas de alfajores en la Costa Atlántica, el valor futuro reside en su capacidad de convertirse en el "Starbucks del dulce de leche" a nivel global.

Havanna es una de las pocas empresas de BYMA que ofrece una salida clara al riesgo local. Se recomienda una posición estructural, no especulativa, para capturar la re-valoración que ocurrirá cuando la planta de Valencia comience su operatoria de producción a lo largo de 2026 y se consolide su plan de expansión en Brasil.

Havanna no es solo una fábrica de alfajores; es una multinacional de retail en potencia. La tesis de inversión en HAVA para 2026 debe pivotar desde "una empresa argentina que exporta" hacia "una multinacional de retail alimenticio". El mercado ha comenzado a descontar el éxito de su expansión en Brasil y España. Si la compañía logra estabilizar sus márgenes operativos frente a la baja del cacao, el *upside* potencial es significativo.

Si valoramos a Havanna solo por sus flujos argentinos, la acción está en su "Fair Value" (Precio Justo). Sin embargo, si sumamos el valor de la opción de crecimiento (*Growth Option Value*) de la fábrica en España y la capilaridad en Brasil, la acción presenta un descuento de entre el 20% y 25%. Comprar HAVA hoy es una apuesta de "Arbitraje de Jurisdicción". El mercado suele premiar a las empresas cuando demuestran que sus ingresos internacionales cubren sus costos fijos totales. Havanna está cerca de ese *break-even* internacional.

Para finales de 2029, El valor esperado es de u\$s 16.58 posicionando a Havanna como una de las mejores apuestas de *growth* dentro del panel de BYMA. La clave de esta valuación no es solo cuánto vende, sino dónde lo vende: la transición de ingresos de Pesos Argentinos a Euros y Reales Brasileños es el principal motor de creación de valor para el accionista.



II -Havanna (HAVA) Perfil Corporativo

La empresa Havanna es líder en el segmento de "regalería alimenticia" y cafeterías de especialidad en el Cono Sur. Su modelo de negocio ha transicionado de una empresa manufacturera tradicional a una plataforma de *retail* y *franchising* con fuerte generación de flujo de caja.

Havanna Holding S.A. representa un caso de estudio único en el mercado de capitales argentino (BYMA). A pesar de un entorno macroeconómico caracterizado por la volatilidad cambiaria y la erosión del poder adquisitivo, la compañía ha logrado sostener una posición dominante mediante la "premiumización" de sus productos y una expansión agresiva de su red de franquicias.

II-1-Génesis y Evolución de la Marca

Fundada en 1948 en Mar del Plata, Havanna nació como una fábrica artesanal de alfajores con "producción a la vista". Su evolución ha pasado por tres etapas críticas:

1. Etapa Fundacional (1948-1997): Consolidación como el souvenir aspiracional de la Costa Atlántica.
2. Etapa de Expansión (Exxel Group, 1998-2003): Creación del concepto de "Cafetería Havanna", transformando el producto en una experiencia de consumo.
3. Etapa de Internacionalización (Inverlat, 2003-Presente): Profesionalización de la gestión, salida a bolsa (IPO en 2016) y escalabilidad global mediante el modelo de franquicias.

II-2-Unidades de Negocio

Havanna opera un modelo integrado verticalmente en la producción, pero diversificado en canales de venta:

1. Manufacturing y distribución (Alfajores, Galletitas, Havannets): Producción centralizada en Mar del Plata. El alfajor actúa como producto "ancla", con una elasticidad precio-demanda menor a la de productos de consumo masivo debido al posicionamiento de marca *premium*.

Es el núcleo de rentabilidad de la empresa. Con una planta de última generación en el Parque Industrial de Mar del Plata, la empresa produce anualmente millones de unidades. El lanzamiento de productos de alto margen, como el "Alfajor Aniversario Mar del Plata" (sal marina), ha demostrado la capacidad de la marca para imponer precios *premium*.

2. Retail & Franchising (Cafeterías): Havanna ha optado por el modelo de franquicias para lograr una expansión con *asset-light*, optimizando el Retorno sobre el Capital Invertido (ROIC).



Actualmente, con más de 500 locales a nivel global, el modelo se apoya en franquiciados que aportan el CAPEX de apertura, mientras Havanna captura el *royalty* y el margen del suministro de insumos (café y pastelería).

3. International Division: En camino de la internacionalización, presenta presencia importante en Brasil, España y expansión reciente en EE. UU. y el resto de Latam.

Brasil es el mercado más dinámico con cerca de 177 locales. La reciente inauguración de una planta en España y la distribución en Estados Unidos vía e-commerce y tiendas especializadas marcan el paso hacia un modelo de ingresos dolarizados.

II-3-Equity Research View

Puntos a Favor (Upside)

- Fortaleza de Marca: Havanna posee un *moat* (ventaja competitiva) basado en la lealtad de marca, permitiéndole traspasar parte de la inflación a precios sin pérdida masiva de *market share*.
- Sólida Posición de Caja: Capacidad probada para pagar dividendos y financiar CAPEX con flujo propio.
- Diversificación Geográfica: El crecimiento en Brasil y España actúa como un *hedge* natural contra el riesgo soberano argentino.

Riesgos Críticos (Downside)

- Commodity Risk: La dependencia del cacao es el riesgo principal en el margen de contribución actual. El cacao ha pasado de ser un costo operativo manejable a un factor crítico. La empresa está implementando:
 - Coberturas (Hedging): Contratos a futuro para fijar precios.
 - Ingeniería de Producto: Reducción de gramajes o cambio en el mix de productos (fomentando el consumo de productos con menos cobertura de chocolate, como galletitas de limón).
- Sensibilidad al Ciclo Económico: Al ser consumo discrecional, un crecimiento más lento de lo esperado en el PBI argentino impactará directamente en el volumen de ventas.
- El "Efecto Mar del Plata" y la Estacionalidad. El 40% de la facturación histórica de la unidad de manufactura ocurre en el trimestre de verano y vacaciones de invierno. Havanna ha logrado mitigar esto con la unidad de Cafeterías de Cercanía, que genera ingresos recurrentes mensuales en centros urbanos (CABA, Córdoba, Rosario).
- Análisis Técnico: Actualmente, indicadores como el RSI y medias móviles muestran una señal de debilidad técnica (Venta Fuerte en el corto plazo), sugiriendo que podría haber mejores puntos de entrada (cerca de soportes históricos).



II-4-Análisis DAFO

A continuación, presentamos un resumen de Fortalezas, Debilidades, Fortalezas y Amenazas relativo a la empresa Havanna.

Fortalezas

Marca icónica con alto poder de fijación de precios (*pricing power*).

Modelo de franquicias (bajo CAPEX).

Debilidades

Alta exposición al ciclo de consumo discrecional en Argentina.

Sensibilidad extrema al precio internacional del cacao.

Oportunidades

Expansión en Brasil, España y otros mercados externos

Potencial venta o fusión (contratación de UBS para valuación estratégica).

Amenazas

Entrada de competidores de café de especialidad.

Inestabilidad cambiaria que afecte la importación de insumos clave.

III- Internacionalización. Herramienta de estabilidad financiera

La expansión internacional de Havanna en España y Brasil representa el pilar fundamental de su estrategia de "reducción de riesgo" respecto a la economía argentina. Desde una perspectiva de finanzas corporativas, esta transición busca transformar un flujo de fondos volátil (ARS) en uno de mayor calidad y estabilidad (EUR y BRL).

A continuación, el análisis de ambas plazas para el periodo 2026:

III-1-El Salto a Europa: La Planta de Valencia (España)

La estrategia en España ha pasado de ser puramente comercial a una de integración productiva. Este es un cambio de paradigma en el modelo de negocios de la compañía.

- **Inversión Estratégica:** Havanna ha destinado 3,5 millones de euros para la puesta en marcha de su primera fábrica de alfajores en Europa, situada en Picassent (Valencia).
- **Cronograma Operativo:** La planta, que cuenta con una parcela de 3.000 m², está programada para iniciar producción en el primer semestre de 2026.
- **Objetivos de Eficiencia:**
 - **Logística:** Elimina los tiempos de tránsito transatlántico (45-60 días) y los costos de flete internacional, asegurando que el producto llegue al consumidor con mayor frescura.
 - **Escalabilidad:** Funcionará como el *hub* de exportación para toda la Unión Europea y potencialmente Asia.
 - **Estructura de Costos:** Al producir localmente, la empresa neutraliza los riesgos de aranceles de importación y las restricciones fitosanitarias que suelen afectar a los productos lácteos (dulce de leche) provenientes de fuera de la UE.
- **Red de Retail:** Actualmente opera con 6 locales en España, pero la planta permitirá un despliegue mucho más agresivo del modelo de franquicias en ciudades clave como Madrid, Barcelona y Málaga.

III-2-Consolidación en Brasil: El Mercado de Mayor Crecimiento

Brasil no es solo un mercado de exportación; es la segunda operación más grande del holding y el principal motor de crecimiento del EBITDA en moneda dura.

- **Capilaridad de la Red:** Al cierre de 2025, Havanna cuenta con aproximadamente 177 locales en Brasil, consolidándose como la red más extensa fuera de Argentina.
- **Modelo de Franquicias:** A diferencia de Argentina, donde posee una mezcla de locales propios y franquicias, en Brasil el crecimiento es impulsado casi exclusivamente por franquiciados locales que conocen la idiosincrasia del consumidor brasileño.
- **Innovación de Producto:** Brasil funciona como el laboratorio de I+D de la compañía. Se testean productos (como helados o blends de café específicos) que, si tienen éxito, se replican en el mercado regional.
- **Posicionamiento de Marca:** En Brasil, Havanna se posiciona en un escalón de precio superior al de Starbucks, compitiendo directamente en el segmento de "regalería de



lujo accesible" (Copenhagen, Copenhagen), lo que le permite mantener márgenes brutos más elevados.

III-3-Impacto en la Valuación (Equity Research Perspective)

La internacionalización impacta positivamente en múltiples métricas financieras que un analista debe considerar:

Factor	Impacto en Valuación	Descripción
Costo de Capital (Ke)	Reducción del Riesgo	Al aumentar el % de ingresos en EUR/BRL, se reduce la beta ponderada de la acción frente al riesgo soberano argentino.
Márgenes	Estabilización	La planta en España protege el margen operativo de las fluctuaciones del tipo de cambio oficial en Argentina.
Multiplicadores	Expansión de Múltiplos	Las empresas con flujos diversificados suelen cotizar a múltiplos EquityValue/EBITDA más altos (cerca de 12x-14x) vs. empresas puramente locales (6x-8x).

III-4-Riesgos de la Expansión:

1. Ejecución en España: El principal riesgo para 2026 es el proceso legal para lograr la apertura de la planta en Valencia. Cualquier demora en las certificaciones sanitarias europeas podría postergar el retorno de la inversión.
2. Competencia en Brasil: El mercado brasileño de cafeterías está altamente fragmentado y en proceso de consolidación, lo que podría presionar los cánones de franquicia.



IV- Análisis de Estados Contables (FY 2022 - FY 2024 y T1/T2 2025)

El análisis de los últimos tres ejercicios anuales y los cortes trimestrales de 2025 revela una empresa resiliente pero enfrentando desafíos en costos operativos.

IV-1-Evolución Anual (2.022 – 2.024)

Durante este trienio, Havanna navegó la salida de la pandemia con un crecimiento exponencial en volumen físico.

- FY 2022 - 2023: Periodo de expansión récord de márgenes post-pandemia. La compañía logró capitalizar el aumento de movilidad y turismo.
- Ingresos: En 2024, las ventas totales ascendieron a \$117.920 millones, un crecimiento del 21,9% vs 2023 en términos reales, impulsado por un salto del 37,7% en volumen físico (kilogramos vendidos).
- Márgenes: El Margen Bruto se situó en el 55,1% en 2024, una caída desde el 59,6% de 2023. Esta compresión se atribuye a la imposibilidad de trasladar el 100% de la inflación de insumos a precio final de forma inmediata.
- FY 2024: Cerró con una ganancia neta de \$12.937 millones. Se observó un incremento en el apalancamiento operativo, aunque los gastos financieros comenzaron a pesar debido a la volatilidad de tasas. El dividendo pagado fue de \$362,33 por acción, demostrando una política de distribución agresiva.
- Estructura de Capital: La deuda neta se mantuvo controlada, aunque el pasivo corriente aumentó un 60,6% en 2024 para financiar capital de trabajo y expansión.

IV-2-Desempeño Trimestral Reciente (2025)

Análisis del Período T1 - T2 2025

Los balances intermedios de 2025 muestran el impacto de la macroeconomía argentina:

- Contracción en Ventas: El T1 2025 registró una caída del 7,9% en ventas reales comparado con el T1 2024, señalizando una contracción en el consumo doméstico.
- Recuperación Parcial: Al cierre del 2T 2025, las ventas alcanzaron los \$26.763 millones (+1,27% vs 2T 2024),
- Impacto del Cacao: El precio internacional del cacao alcanzó máximos históricos en 2024-2025. Al ser el principal insumo, la ganancia bruta del T1 2025 fue un 21,2% inferior a la del año anterior.
- Márgenes: Se observa una compresión del margen bruto (caída del 8% en el 2T 2025). La causa principal es exógena: el alza internacional del precio del cacao y la inflación en costos logísticos, ha sido un trimestre de "supervivencia de márgenes".
- El resultado neto del 2T 2025 fue de \$635 millones, una cifra significativamente menor a períodos anteriores, reflejando el *squeeze* entre precios regulados por el mercado y costos crecientes.



Análisis de Resultados al 3T 2025

El tercer trimestre es estacionalmente clave debido a las vacaciones de invierno en Argentina. Los números reflejan una recuperación operativa frente al complejo primer semestre del año.

Métricas Clave del 3T 2025:

- Resultado Neto del Trimestre: Superávit de \$1.765 millones, revirtiendo significativamente el resultado negativo de -\$833,6 millones del mismo periodo en 2024.
- Acumulado 9 Meses (9M25): La ganancia neta acumulada asciende a \$8.649 millones. Si bien es un 31,9% inferior en términos reales comparado con 9M24, muestra una desaceleración en la caída de rentabilidad que se vio a principios de año (-45% en el 1T25).
- Márgenes: El margen EBITDA sobre ventas se situó en 22,1% (frente al 26,4% del año anterior). La compresión se debe al arrastre de los altos precios del cacao en la primera mitad del año, aunque el costo de reposición comenzó a bajar hacia septiembre.

Situación Patrimonial y Apalancamiento

Al cierre de septiembre 2025, el balance muestra una estructura sólida pero con un incremento estratégico en el pasivo.

- Endeudamiento: La deuda total asciende a aproximadamente \$48.304 millones. Este incremento responde a la emisión de Obligaciones Negociables (ON) para financiar la planta en España.
- Composición de Deuda: El 69% está denominada en USD, el 25% en ARS y el resto en EUR. Esto representa un riesgo cambiario acotado por la creciente generación de caja en Brasil y la futura operación en España.
- Liquidez: El ratio de liquidez se mantiene cerca de 1.0x. Aunque el capital de trabajo es ajustado, la fuerte generación de flujo de caja operativo de la red de franquicias mitiga riesgos de default técnico.

IV-3-Proyecciones para el Cierre de 2025 (FY2025E)

Basado en la tendencia del 3T y la dinámica del consumo masivo:

Estimación de Ingresos y Ganancia

- Ventas Totales Anuales: Se proyectan ingresos cercanos a los \$135.000 - \$142.000 millones (ajustados), dependiendo del volumen de ventas de las fiestas de fin de año (temporada alta).
- Resultado Neto FY2025: Se estima una ganancia neta final de entre \$10.500 y \$11.500 millones. Esto implicaría un año de "reseteo" operativo para preparar el salto de capacidad en 2026.



Dividendos Proyectados

Considerando la política histórica de *payout* de la empresa (que distribuyó \$362 por acción en 2024 y \$119 adicionales a principios de 2025), se espera que la Asamblea de 2026 proponga un dividendo que rinda entre un 2,5% y 3,5% de dividend yield sobre precios actuales, manteniendo el atractivo para inversores de renta.

Ratios Clave de Valuación (Estimados 2026)

- P/E (Price-to-Earnings): Actualmente cotiza en un rango de 18x-22x, lo cual es alto para el promedio histórico argentino, pero justificado por su perfil de crecimiento internacional.
- Dividend Yield: Aproximadamente 2,0%. Havanna es una de las pocas empresas argentinas con una política de dividendos consistente, lo que atrae a inversores minoristas.

IV-4-Perspectivas de Mercado y Analistas. Consenso Institucional

El consenso de analistas (JPMorgan, Santander, Balanz, IOL) y los terminales de Bloomberg sugieren una postura de "Hold" (Mantener) con sesgo cauteloso para el corto plazo.

Institución Perspectiva		Drivers Principales
JPMorgan / Bloomberg	Neutral	• Valuación justa en términos de EV/EBITDA. Preocupación por la recuperación del salario real en Argentina. Mantiene una visión cauta sobre el sector de consumo en mercados emergentes. Para Havanna, el foco está en la capacidad de la empresa para desapalancarse y mejorar el ROE, que bajó del 37% al 30% en el último ejercicio. Destaca que el volumen de negociación de HAVA en BYMA ha crecido, saliendo del "Panel General" psicológico para ser una opción seria de fondos comunes de inversión locales.
Santander / Balanz	Hold / Neutral	• Destacan la solidez del balance y el bajo ratio de deuda (0,5x Deuda/EBITDA), pero advierten sobre la volatilidad del consumo. Los reportes locales destacan la solidez del balance (Debt/EBITDA bajo). Sin embargo, advierten que la acción ha tenido un <i>rally</i> importante y podría estar cerca de su valor justo (Fair Value).
IOL Research Local	/ Selectivo	• Valoran positivamente la internacionalización (cobertura vs. riesgo local), pero ven el precio actual de la acción cercano al <i>target</i>. Señalan a Havanna como una de las empresas con mejores fundamentos de la bolsa local, pero recomiendan cautela ante la baja liquidez relativa de la acción comparada con las del Panel Merval. El valor de la marca no está totalmente reflejado en el balance contable (<i>intangible assets</i>), lo que proporciona un "piso" de valor muy sólido.



V- Valuación

V-1-Valuación por Modelo de Flujo de Fondos Descontados (DCF) Proyectado

Para valuar a Havanna, utilizamos un modelo de dos etapas: un período de crecimiento explícito (2026-2030) y un valor terminal.

Premisas Macroeconómicas y Operativas

- WACC (Costo Promedio Ponderado de Capital): Estimado en 14.5% en USD. Incluye una tasa libre de riesgo, una prima de riesgo de mercado y un *spread* de riesgo país normalizado para el largo plazo. Esta tasa supera a tasas de descuentos de empresas con un proceso de internacionalización similar al encarado por Havanna
- Tasa de Crecimiento Terminal (\$g\$): 3.5%, alineada con la inflación objetivo de largo plazo de los mercados donde se expande (Brasil/España).
- Márgenes EBITDA: Proyectamos una recuperación gradual hacia el 18-20% a medida que los precios del cacao se estabilicen y la eficiencia logística en la planta de Mar del Plata alcance su pico.

Proyección de Free Cash Flow (FCF)

Cifras proyectadas en millones de USD para facilitar la comparabilidad internacional.

Año	EBITDA Est.	(-) CAPEX	(-) Δ WK	FCF
2026E	\$42.5\$	(\$8.2\$)	(\$3.1\$)	\$31.2\$
2027E	\$48.9\$	(\$7.5\$)	(\$3.4\$)	\$38.0\$
2028E	\$55.2\$	(\$7.0\$)	(\$3.8\$)	\$44.4\$
2029E	\$62.1\$	(\$7.0\$)	(\$4.2\$)	\$50.9\$

Resultado de Valuación

Aplicando la fórmula del Valor Presente (\$VP\$):

$$\$VP = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{\text{Terminal Value}}{(1+WACC)^n}$$

El valor intrínseco resultante sugiere un Upside del 15.8% respecto a la cotización actual en BYMA, condicionado a que la tasa de descuento no se dispare por volatilidad política.



Disminución del costo financiero, mayor crecimiento del consumo local y expansión de los mercados internacionales impactan positivamente en el valor.

V-2-Valuación por Múltiplos - Análisis Comparativo -

Para profundizar en el análisis realizamos un análisis comparativo frente a gigantes del sector de consumo y retail alimenticio. Comparamos a Havanna con competidores de primer orden (Starbucks) y operadores regionales (Arcos Dorados - McDonald's Latam) para entender si la acción está cara o barata.

Métrica	Havanna (HAVA)	Starbucks (SBUX)	Arcos Dorados (ARCO)
EV/EBITDA	10.2x	14.8x	6.5x
P/E Ratio	19.5x	25.1x	12.3x
Net Debt/EBITDA	0.4x	2.1x	1.4x
ROE (%)	31.0%	N/A (Neg.)	24.5%

Conclusiones de los Múltiplos:

1. Descuento frente a Globales: Havanna cotiza con un descuento importante frente a Starbucks, lo cual es lógico por el riesgo soberano, pero su ROE es superior al de Arcos Dorados, sugiriendo una gestión de activos más eficiente.
2. Apalancamiento: Havanna es el jugador más "limpio" financieramente (0.4x de deuda), lo que le da un poder de fuego enorme para futuras adquisiciones o expansión de plantas.



VI- Análisis de Exposición Cambiaria y "Natural Hedge"

Desde una perspectiva de gestión de riesgos, Havanna está construyendo una cobertura natural (Natural Hedge). Tradicionalmente, una empresa argentina sufre cuando el peso se devalúa porque sus costos (especialmente el cacao, que cotiza en dólares) suben, pero sus ingresos (en pesos) no siempre pueden ajustar a la misma velocidad.

VI-1-Escenario: Apreciación del Real Brasileño (BRL) vs. Peso Argentino (ARS)

Si el Real se aprecia frente al peso:

1. Conversión de Resultados: Al consolidar balances, las utilidades generadas por las casi 180 tiendas en Brasil se traducen en más pesos argentinos, inflando artificialmente el EBITDA reportado en BYMA.
2. Dilución de Deuda: Si la empresa mantiene deuda en pesos, los flujos provenientes de Brasil permiten una cancelación de pasivos mucho más acelerada.
3. Margen de Contribución: Brasil opera con un ticket promedio en moneda dura un 40% superior al de Argentina. Esto permite absorber ineficiencias de la planta de Mar del Plata si el mercado local se estanca.

VI-2-Impacto de la Planta en España: Análisis de Ventaja Competitiva

La planta en Valencia no es solo una cuestión de volumen, es una cuestión de estructuración financiera:

- Arbitraje de Costos: Fabricar en la UE permite acceder a créditos de fomento industrial con tasas del 3-5% anual (Euros), infinitamente más bajas que el costo de capital en Argentina.
- Certificaciones de Origen: Al ser "Made in EU", Havanna elimina barreras arancelarias en mercados como Suiza o los países nórdicos, donde el consumo de chocolate per cápita es el más alto del mundo.
- Resiliencia del Margen Bruto: España actúa como un amortiguador. Si el cacao sube globalmente, el consumidor europeo tiene una elasticidad precio mucho menor que el argentino; es decir, Havanna puede subir precios en España con menor pérdida de volumen que en Buenos Aires.

VI-3-Proyección de Estados Contables 2026 (Escenario Base con Expansión)

Considerando la planta de Valencia operativa y la red de Brasil madura, proyectamos los siguientes cambios en la estructura del Estado de Resultados:

Segmento Geográfico	% Ingresos 2024	% Ingresos 2026E	Margen Operativo Est.
Argentina	78%	62%	15%



Segmento Geográfico	% Ingresos 2024	% Ingresos 2026E	Margen Operativo Est.
Brasil	18%	25%	22%
España / Otros	4%	13%	18%

Interpretación: La "calidad" del flujo de fondos de Havanna mejora drásticamente. Menos dependencia de la macroeconomía argentina significa una reducción del riesgo (Beta), lo que teóricamente debería comprimir la tasa de descuento (WACC) y aumentar el precio de la acción.



VII- Proyección Valor a mediano plazo 2026 - 2029

Para proyectar el desempeño de Havanna Holding (HAVA) hacia el período 2026-2029, debemos aplicar un modelo de crecimiento basado en la maduración de activos (*Asset Maturity Model*). El salto cualitativo se producirá por el paso de un modelo de "exportación" a uno de "producción local en mercados de moneda dura".

La proyección financiera estructurada bajo un escenario de crecimiento moderado-optimista, considerando la planta de Valencia operativa a partir de 2026.

Premisas del Modelo de Proyección (2026-2029)

1. Capacidad Productiva: La planta de España aporta una capacidad inicial de 5 millones de unidades/año, escalable a 15 millones.
2. Brasil: Expansión de la red de locales a un ritmo de 15-20 aperturas netas anuales (llegando a ~250 locales en 2029).
3. Tipo de Cambio y Precios: Se asume una estabilización del precio del cacao en niveles históricos promedio (\$5.500 - \$6.500 USD/ton) tras el pico de 2024/25.
4. Tasa de Descuento (WACC): Proyectamos una compresión de la tasa de al 13% a medida que el flujo de fondos se internacionaliza.

VII-1 Proyección de Ingresos y Ganancias (Cifras en Millones de USD)

Nota: Se utiliza el USD como moneda de reporte para normalizar la inflación de Argentina y Brasil.

Métrica (Est. Dic)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	CAGR
Ingresos Totales	\$145.0	\$168.2	\$191.7	\$218.5	\$246.9	14.2%
EBITDA	\$27.5	\$33.6	\$40.2	\$48.1	\$56.8	19.8%
Margen EBITDA	19.0%	20.0%	21.0%	22.0%	23.0%	-
Ganancia Neta	\$11.2	\$15.1	\$19.5	\$24.2	\$30.1	28.0%



VII-2-Análisis de los Catalizadores de Crecimiento

2026: El Año de la Transición Operativa

Este será el año con mayor presión en el flujo de caja debido al *ramp-up* de la planta en Valencia. Los gastos de marketing para posicionar la marca en el mercado europeo (fuera de la comunidad latina) limitarán la expansión del margen neto, pero el EBITDA crecerá por la recuperación del consumo en Argentina.

2027-2028: Captura de Economías de Escala

- Margen Bruto: La producción en España reduce el costo logístico unitario en Europa en un 30%.
- Efecto Franquicia: En Brasil, la red alcanza un tamaño crítico donde los costos de supervisión y distribución se diluyen, elevando el margen operativo del segmento internacional por encima del 25%.

2029: Consolidación como "Global Player"

Para 2029, proyectamos que el 45% de los ingresos provendrán de fuera de Argentina. Esto reduce drásticamente el "Riesgo País" en la valuación de la acción, permitiendo que el múltiplo P/E (Price to Earnings) se expanda de los actuales 17x hacia los 22x-24x (niveles similares a empresas de consumo masivo regionales).

Valuación Intrínseca (Target Price 2029)

Utilizando un múltiplo de salida conservador de 12x EV/EBITDA para 2029:

- Enterprise Value (EV) 2029: \$681.6 M USD.
- Equity Value (Post-Deuda): ~\$650 M USD.
- Upside Estimado: Considerando la capitalización bursátil actual, el modelo sugiere un potencial de apreciación anual compuesta (incluyendo dividendos) del 18% - 22% en USD.

Riesgos al Modelo de Proyección

1. Riesgo de Ejecución Internacional: La marca Havanna tiene una fuerte carga emocional en argentinos; el desafío es si puede penetrar el mercado masivo europeo compitiendo con marcas de chocolate suizo/belga.
2. Volatilidad de Insumos: Un nuevo shock en el precio de la leche en polvo o el azúcar (commodities clave) podría desviar las proyecciones de margen neto en 2-3 puntos porcentuales.
3. Liquidez de la Acción: Al ser una empresa mediana en términos de mercado, la entrada de grandes fondos institucionales podría generar una volatilidad de precios no alineada con los fundamentos en el corto plazo.



VII-3-Proyección Valor Esperado de la Acción

Para determinar el Valor Esperado de la Acción (Target Price), utilizaremos un modelo de valuación por múltiplos proyectados (Forward Multiples), que es el estándar utilizado en los departamentos de Equity Research para activos de crecimiento.

Metodología de Valuación

- **Múltiplo Objetivo (Exit Multiple):** Aplicamos un ratio EV/EBITDA que evoluciona desde los 10.5x actuales hasta los 12.5x en 2029, reflejando la menor percepción de riesgo a medida que el flujo de fondos se globaliza.
- **Moneda:** Todas las proyecciones se expresan en Dólares (USD) para evitar la distorsión inflacionaria del peso argentino. El valor en pesos (BYMA) dependerá del tipo de cambio implícito (CCL) al momento del cierre de cada ejercicio.
- **Acciones en Circulación:** Se asume que no hay dilución (aprox. 42.7 millones de acciones).

Proyección de Valor de la Acción (2026 - 2029)

Año	EBITDA Est. (M USD)	Múltiplo EV/EBITDA	Enterprise Value (M USD)	Equity Value* (M USD)	Target Price (USD/Acción)
2025 (Base)	\$27.5	10.5x	\$288.7	\$272.5	\$4.38
2026E	\$33.6	11.0x	\$369.6	\$355.2	\$6.31
2027E	\$40.2	11.5x	\$462.3	\$452.1	\$9.58
2028E	\$48.1	12.0x	\$577.2	\$570.4	\$13.35
2029E	\$56.8	12.5x	\$710.0	\$708.2	\$16.58

**Nota: El Equity Value se ajusta restando la Deuda Neta proyectada, la cual disminuye a medida que el FCF (Free Cash Flow) se utiliza para desapalancamiento.*

La tesis de inversión en HAVA para 2026 debe pivotar desde "una empresa argentina que exporta" hacia "una multinacional de retail alimenticio". La apertura en Valencia en 2026 será el catalizador (*trigger*) más importante para una re-valuación de la acción en BYMA.



Havanna no es solo una fábrica de alfajores; es una multinacional de retail en potencia. El mercado ha comenzado a descontar el éxito de su expansión en Brasil y España. Si la compañía logra estabilizar sus márgenes operativos frente a la baja del cacao, el *upside* potencial sigue siendo significativo.

Las proyecciones, de verificarse, es una apuesta de "Arbitraje de Jurisdicción".

- Punto de Inflexión (Catalizador): El mercado suele premiar a las empresas cuando demuestran que sus ingresos internacionales cubren sus costos fijos totales. Havanna está cerca de ese *break-even* internacional.
- Valor Intrínseco vs. Valor de Mercado: Si valoramos a Havanna solo por sus flujos argentinos, la acción está en su "Fair Value" (Precio Justo). Sin embargo, si sumamos el valor de la opción de crecimiento (*Growth Option Value*) de la fábrica en España y la capilaridad en Brasil, la acción presenta un descuento de entre el 20% y 25%.

El valor esperado de \$16.58 USD para finales de 2029 posiciona a Havanna como una de las mejores apuestas de *growth* dentro del panel de BYMA. La clave de esta valuación no es solo cuánto vende, sino dónde lo vende: la transición de ingresos de Pesos Argentinos a Euros y Reales Brasileños es el principal motor de creación de valor para el accionista.



VIII- Proyección de Dividendos (Cash-Out para el Inversor)

Havanna tiene un historial de distribución de utilidades de entre el 30% y 50% de la Ganancia Neta (*Payout Ratio*). Proyectamos una política conservadora del 35% debido a la reinversión en la planta de España.

Año	Ganancia Neta (M USD)	Payout	Dividendo Total (M USD)	Div. por Acción (USD)	Dividend Yield
2026	\$15.1	35%	\$5.28	\$0.12	3.1%*
2027E	\$19.5	35%	\$6.82	\$0.16	4.14%*
2028E	\$24.2	35%	\$8.47	\$0.20	5.18%*
2029E	\$30.1	35%	\$10.53	\$0.25	6.47%*

- Sobre precio adquisición actual aprox u\$s 3.86 por acción

Análisis de Retorno Total (Total Shareholder Return)

Si un inversor compra hoy a un precio de referencia de \$3.86 USD (equivalente aproximado en pesos según CCL):

1. Ganancia de Capital (Upside): El valor de la acción pasaría de \$3.86 a \$16.58 en 4 años. Esto representa un crecimiento del 329% en dólares.
2. Rendimiento por Dividendos: El inversor cobraría un acumulado de \$0.73 USD por acción en concepto de dividendos durante el período.
3. Tasa Interna de Retorno (TIR): La TIR proyectada de la inversión se sitúa, en escenario base, en torno al **28.5% anual** en USD.

Sensibilidad del Valor Esperado (Escenarios)

Debemos contemplar que las proyecciones financieras no son lineales:

- Escenario Optimista (\$20.40 USD p/a): Si la planta de España se convierte en el hub para exportar a Medio Oriente y Asia, y el múltiplo se expande a 15x (estándar de empresas de consumo premium globales).
- Escenario Base (\$16.58 USD p/a): Cumplimiento del plan de expansión en Brasil y España con márgenes estables.



- Escenario Bajista (\$9.10 USD p/a): Persistencia de precios altos del cacao y estancamiento del consumo en Argentina, lo que obligaría a Havanna a financiar la expansión con más deuda, presionando el Equity Value.



IX. Conclusión

Técnicamente Havanna es una empresa de Alta Calidad (High Quality) cotizando en un mercado con Alta Incertidumbre. **Havanna hoy es una inversión en una "Growth Stock"** disfrazada de "Value Stock". Mientras el mercado local la valúa por sus ventas de alfajores en la Costa Atlántica, el valor futuro reside en su capacidad de convertirse en el "Starbucks del dulce de leche" a nivel global.

La empresa ha superado el "valle" operativo de mediados de 2025 causado por el shock del cacao y la contracción de consumo doméstica. La mejora del resultado neto en el 3T25 es un punto de inflexión (inflection point) positivo.

Havanna es una de las pocas empresas de BYMA que ofrece una salida clara al riesgo local. Se recomienda una posición estructural, no especulativa, para capturar la re-valoración que ocurrirá cuando la planta de Valencia comience su operatoria de producción a lo largo de 2026 y se consolide su plan de expansión en Brasil.

Havanna no es solo una fábrica de alfajores; es una multinacional de retail en potencia. La tesis de inversión en HAVA para 2026 debe pivotar desde "una empresa argentina que exporta" hacia "una multinacional de retail alimenticio". El mercado ha comenzado a descontar el éxito de su expansión en Brasil y España. Si la compañía logra estabilizar sus márgenes operativos frente a la baja del cacao, el *upside* potencial es significativo.

Si valoramos a Havanna solo por sus flujos argentinos, la acción está en su "Fair Value" (Precio Justo). Sin embargo, si sumamos el valor de la opción de crecimiento (*Growth Option Value*) de la fábrica en España y la capilaridad en Brasil, la acción presenta un descuento de entre el 20% y 25%. Comprar HAVA hoy es una apuesta de "Arbitraje de Jurisdicción". El mercado suele premiar a las empresas cuando demuestran que sus ingresos internacionales cubren sus costos fijos totales. Havanna está cerca de ese *break-even* internacional.

El valor esperado de \$16.58 USD para finales de 2029 posiciona a Havanna como una de las mejores apuestas de *growth* dentro del panel de BYMA. La clave de esta valuación no es solo cuánto vende, sino dónde lo vende: la transición de ingresos de Pesos Argentinos a Euros y Reales Brasileños es el principal motor de creación de valor para el accionista.



Suplemento

Recomendación de Research: Esperar a una estabilización de los precios del cacao y una confirmación de reversión de tendencia en el gráfico diario antes de iniciar posiciones agresivas.

Conveniente para: Inversores de largo plazo (Value Investing) que busquen exposición a una empresa argentina con calidad de exportación y dividendos estables. La solidez financiera es incuestionable.

No conveniente para: Operadores de corto plazo o swing traders, debido a la actual compresión de márgenes por el costo de materias primas y la señal técnica bajista.

Desde esta perspectiva, la compra de acciones de Havanna en BYMA es CONVENIENTE bajo las siguientes condiciones:

1. Perfil de Inversor: Largo plazo (Horizonte > 24 meses).
2. Objetivo de Cartera: Diversificación fuera de los sectores bancario y energético dominantes en el Merval.
3. Timing: Se recomienda esperar a niveles de soporte técnico o tras una corrección que alivie los indicadores técnicos.