

---

# ***Business case: valoració del grup de restauració en una operació de fusió i adquisició***

---

PID\_00268652

Juan Gómez Munuera

---

Temps mínim de dedicació recomanat: 2 hores



**Juan Gómez Munuera**

Llicenciat en Ciències Econòmiques i Empresariales per la Universitat de Barcelona, màster en Comerç exterior per l'EAE Business School de Barcelona i PDD per l'IESE Business School. Entre la seva experiència professional destaquen els càrrecs de soci director de l'àrea de Corporate Finance a Morison AC i de conseller independent de diverses empreses. Quant a l'experiència docent, és professor-consultor a la UOC en els programes de Direcció Financera, Finances Operatives i Estructurals, Finances Corporatives, Valoració d'Empreses, Control de Gestió, etc., a més d'MBA, EMBA i In Company.

L'encàrrec i la creació d'aquest recurs d'aprenentatge UOC han estat coordinats per la professora: Àngels Fitó

Primera edició: setembre de 2019  
© Juan Gómez Munuera  
Tots els drets reservats  
© d'aquesta edició, FUOC, 2019  
Av. Tibidabo, 39-43, 08035 Barcelona  
Realització editorial: FUOC

*Cap part d'aquesta publicació, incloent-hi el disseny general i la coberta, no pot ser copiada, reproduïda, emmagatzemada o transmesa de cap manera ni per cap mitjà, tant si és elèctric com mecànic, òptic, de gravació, de fotocòpia o per altres mètodes, sense l'autorització prèvia per escrit del titular dels drets.*

# Índex

<b>Introducció.....</b>	<b>5</b>
<b>1. El fons d'inversió Blackstone.....</b>	<b>7</b>
<b>2. Metodologia del descompte de fluxos de caixa.....</b>	<b>8</b>
2.1. En què consisteix el descompte de fluxos de caixa .....	8
2.2. Com es calculen els fluxos de caixa lliure? .....	9
2.3. Posició de tresoreria o deute net.....	10
<b>3. <i>Business case</i> «Grup de restauració 2016-2018».....</b>	<b>12</b>
<b>4. Quina decisió han de prendre els germans Agustín i Juan?....</b>	<b>22</b>



## Introducció

Catalunya i Barcelona s'han convertit en una de les destinacions turístiques més visitades d'Espanya, ja que saben complaure la gran majoria de turistes. Amb una història de les més antigues d'Europa, la capital, Barcelona, és una ciutat que mai no dorm i és plena d'encant. I tampoc no podem oblidar les belles platges de la Costa Brava, tan properes a Barcelona. La varietat de tresors artístics, les esglésies romàniques i els grans noms de l'art modern i l'arquitectura –com Dalí, Gaudí, Miró o Picasso– fan de Barcelona una ciutat única a Europa.

Barcelona, situada entre el mar i la muntanya, ha trobat un equilibri formidable: amb un peu en la tradició i un altre en *l'avant-garde*, té la reputació de ser la ciutat més cosmopolita, avantguardista i moderna d'Espanya després de la renovació dels Jocs Olímpics de 1992.

Aquests elements de context i moltes altres variables són molt rellevants a l'hora de parametritzar un procés de valoració.



## 1. El fons d'inversió Blackstone

El **fons d'inversió Blackstone** (firma americana que en els últims anys ha invertit en total 25.000 milions d'euros en el sector immobiliari espanyol) ha pres la decisió estratègica de fer una **oferta de compra als propietaris del grup de restauració Tapes-Seleqta**. Es tracta d'una empresa d'àmbit familiar amb una antiguitat de vint-i-cinc anys en el sector de la restauració i que pertany al 50% a cadascun dels germans, Agustín i Juan Pérez Pérez.

Per a aquesta operació de fusió i adquisició (M&A), Blackstone ha fet un **estudi de mercat** que ha posat en evidència que Barcelona és, com a ciutat cosmopolita, una *fashion city*. En 2018 no solament van arribar més turistes estrangers a Barcelona que en 2017, sinó que també van gastar més. Segons estadístiques municipals, el nombre de visitants internacionals va ascendir a poc més de 12 milions sobre un total de 15,8 milions de turistes, el 4,3% més que l'any anterior. En conjunt, van dedicar als seus viatges a la capital catalana 13.420 milions d'euros, la qual cosa és un creixement interanual del 6,9%. La factura mitjana per persona es va elevar fins a 1.112,41 euros, la qual cosa és un increment del 2,4%.

**Els Estats Units van ser el primer origen estranger**, amb un creixement molt destacat. En 2018 van arribar d'aquest país a la capital catalana pràcticament 850.000 visitants, el 16,8% més que la xifra de l'exercici anterior i amb una variació acumulada del 55,1% als últims quatre anys. El **segon país estranger emissor de turistes va ser el Regne Unit**, amb una mica menys de 680.000 i un creixement molt més moderat, del 3,1% en l'últim any i del 18,1% des del 2014. A continuació se situa **França**, amb uns 656.000 (+7,6% respecte al 2017 i +13,7% respecte al 2014), **Itàlia**, amb pràcticament 510.000 (+11,4 i +22,9% respectivament), i Alemanya, amb gairebé 425.000 i un creixement pla del 0,6% pel refredament de la seva economia en l'últim any, encara que des del 2014 guanya el 2,6%.

Per tot això, el fons ha decidit dur a terme una **anàlisi dels estats financers del grup de restauració** i s'ha dirigit al Registre Mercantil de Barcelona per sol·licitar els balanços de situació i els comptes de pèrdues i guanys dipositats dels anys 2016-2017 i 2018.

El Departament d'M&A de Blackstone ha pres la decisió d'utilitzar el **mètode dinàmic del descompte dels fluxs de caixa**.

## 2. Metodologia del descompte de fluxos de caixa

El **mètode dinàmic** més utilitzat per a obtenir el valor intrínsec d'una empresa és el denominat «**descompte de fluxos de caixa**» (*discounted free cash flow*), ja que és el que permet reflectir la capacitat de generació de beneficis econòmics d'un negoci de manera més precisa.

D'acord amb Pablo Fernández, actualment es recorre en general a la utilització del mètode del descompte de fluxos de fons perquè constitueix l'únic mètode conceptualment correcte de valoració d'empreses i obtenció de fluxos generats per un negoci.

Es tracta d'un mètode dinàmic, basat en la valoració dels resultats (fluxos de caixa) futurs (a diferència dels mètodes estàtics, que fonamenten la seva anàlisi en una «foto fixa» de l'empresa). Per a poder fer unes projeccions adequades d'ingressos i despeses, aquest mètode requereix **disposar d'informació detallada i concisa sobre l'històric de l'empresa i del sector**.

A aquest efecte, seran rellevants les dades financeres dels últims exercicis, amb un detall precís de, per exemple, les quantitats venudes de tota la gamma de productes, el seu preu de venda i el preu de cost de les matèries primeres.

Així mateix, per a aplicar correctament aquest mètode, és necessari **disposar d'un pla de negoci ajustat a la capacitat de creixement de l'empresa per als anys següents**.

Posteriorment, una vegada obtingut el valor de l'empresa per aquest mètode, és apropiat complementar els resultats obtinguts amb una valoració aplicant el mètode de múltiples. Referent a l'aplicació de mètodes comparatius que reforcen la raonabilitat de la valoració obtinguda, un dels més importants és el denominat PER (*price earning ratio*), creat a partir d'empreses cotitzades.

A continuació descriurem amb detalls el mètode del **descompte de fluxos de caixa** (utilitzat per a obtenir el valor intrínsec).

### 2.1. En què consisteix el descompte de fluxos de caixa

Aquest mètode veu l'empresa com un **generador de flux d'efectiu** i, per tant, avaluable com un actiu financer. Incorpora el concepte de **risc**, tant de negoci com financer. Té en compte el valor temporal dels diners i considera les inversions requerides per a generar recursos. **Evita la falta d'homogeneïtat de la informació comptable**, derivada de l'existència de criteris alternatius acceptables.

#### Lectura recomanada

Pablo Fernández és professor de l'IESE, doctor en Finances per la Universitat de Harvard i un dels autors més rellevants en matèria de valoració d'empreses. Podeu veure, entre d'altres, la seva obra

**P. Fernández (1999).** *Valoración de empresas*. Barcelona: Gestión 2000.



Té dues parts:

1) **Valor del negoci.** Com tots els mètodes dinàmics, considera l'empresa com un ens generador de fluxos de fons. El valor dels negocis objecte d'anàlisi s'obté en descomptar uns resultats o fluxos de caixa a la data de valoració, els quals anomenem «normalitzats», per a un horitzó temporal determinat (normalment, cinc anys) a una taxa de descompte apropiada.

2) **Valor de les accions.** Posteriorment, es procedeix a obtenir el valor de les accions de l'empresa, que no és més que el valor del negoci una vegada que ha estat ajustat segons la seva posició o deute financer net a la data de la valoració.

En conseqüència, per a aplicar aquest mètode cal determinar tres components bàsics (dos són eines analítiques):

a) **Flux de caixa lliure normalitzat** (variable obtinguda en la primera etapa).

b) **Taxa de descompte** (variable necessària per a obtenir el valor dels fluxos de caixa normalitzats); d'ara endavant la denominarem cost mitjà ponderat de capital o CMPC (*weighted average cost of capital* o WACC).

c) **Posició o deute financer net** (variable necessària per a obtenir el valor de les accions).

A continuació desenvoluparem les dues primeres variables, ja que són les necessàries per a obtenir la valoració de l'empresa en conjunt o EV (*enterprise value*).

## 2.2. Com es calculen els fluxos de caixa lliure?

El flux de caixa lliure es defineix com el benefici d'explotació després d'impostos, al qual s'afegeixen les amortitzacions, que s'ajusta amb la variació en el fons de maniobra i les inversions netes en actius fixos.

Igual que tots els mètodes de valoració dinàmics, aquest mètode requereix una anàlisi detallada de la informació històrica disponible de l'empresa i sobretot de les projeccions futures.

Aquesta anàlisi detallada té per objecte obtenir el flux de caixa lliure històric de cada exercici per a l'empresa. Dit d'una altra manera, hem d'obtenir els diners que en cada exercici han quedat a l'empresa després d'haver cobert les necessitats de reinversió en actius fixos i les necessitats operatives de fons.

A continuació presentem una taula amb els càlculs que han de ser fets per a obtenir els fluxos de caixa lliures d'una empresa per a un període concret:

**Taula 1. Obtenció dels fluxos de caixa lliures**


---

<b>Total ingressos d'explotació (a)</b>
Aprovisionaments
Despeses de personal
Amortitzacions
Provisions
Altres despeses
<b>Total despeses d'explotació (b)</b>
<b>EBIT / Resultat d'explotació (c) = (a) – (b)</b>
Impost de societats (d)
Resultats extraordinaris (e)
<b>NOPLAT (f) = (c) – (d) – (e)</b>
Amortitzacions (g)
<b>Flux de caixa brut (h) = (f) + (g)</b>
Inversió en actius (i)
Variació del circulant (j)
<b>Flux de caixa lliure (k) = (h) + (i) + (j)</b>

---

Font: elaboració pròpia a partir de la literatura econòmica existent en relació amb el càlcul dels fluxos de caixa lliures d'una empresa o negoci per a un determinat període temporal.

NOPLAT: *net operating profit less adjusted taxes*. Això significa: EBIT = BAIT – pagament d'impostos.

**Nota:** basant-nos en les dades de la taula 1, l'EBITDA resultaria de sumar a l'EBIT l'import de les amortitzacions i les provisions per deterioració dels immobilitzats.

Una vegada obtingut el flux de caixa lliure històric (**és apropiat que l'històric sigui d'un mínim d'entre tres i cinc exercicis**), hem de calcular el flux de caixa lliure normalitzat dels exercicis futurs, que es correspondrà amb el valor dels fluxos de caixa mitjans esperats que generarà l'empresa en el futur sobre la base del flux històric i/o dels esdeveniments que hagin pogut afectar el negoci i/o el mercat en aquesta data.

### 2.3. Posició de tresoreria o deute net

Finalment, i d'acord amb el dit fins ara, una vegada obtingut el valor de continuació de l'empresa, disposem del valor del seu negoci. Ara bé, per a obtenir el valor de les accions de l'empresa o negoci, hem de tenir en compte la seva posició de tresoreria o deute net.

La manera d'obtenir la posició de tresoreria o deute net d'una empresa és obtenir el valor comptable de les magnituds següents a la data de la valoració:

**Taula 2. Obtenció de la posició de tresoreria o deute net**


---

(+) Deutes amb entitats de crèdit a llarg i a curt terminis
(+) Altres deutes financers a llarg termini (contractes d'arrendament financer)
(+) Altres deutes fora de balanç (contractes de rènting i altres arrendaments operatius)
(-) Tresoreria
(-) Inversions financeres temporals
(=) Posició de tresoreria (-) / deute net (+)

---

Font: elaboració pròpia a partir de la literatura econòmica existent en relació amb el càlcul dels fluxos de caixa lliures d'una empresa o negoci per a un determinat període temporal.

Una vegada obtingut el valor de posició de tresoreria o deute net d'una empresa, ja estem en disposició d'obtenir el valor de les seves accions mitjançant l'aplicació de la fórmula següent:

**Valor de les accions = Valor del negoci – Posició de tresoreria o Deute net**

### 3. Business case «Grup de restauració 2016-2018»

El fons d'inversió ha fet una valoració del grup de restauració, que es compon de quatre restaurants i una societat de gestió administrativa i de central de compres. Tots els restaurants són en zones cèntriques i *prime* de la ciutat de Barcelona:

- Restaurant Tapes-Seleqta 1
- Restaurant Tapes-Seleqta 2
- Restaurant Tapes-Seleqta 3
- Restaurant Tapes-Seleqta 4
- Societat de gestió: SCC

A continuació disposem de les projeccions que ha fet el fons d'inversió. Sobre la base dels estats financers del període 2016-2018 que ha aconseguit del Registre Mercantil de Barcelona, ha fet una projecció dels propers cinc anys segons detall:

#### 1) Resum valoració del grup de restauració Tapes-Seleqta

#### DCF VALUATION - GRUPO RESTAURACIÓN -

	®	UOC - M&A	
Columna1	WACC	Columna2	Columna4
COMPANY NAME			ENTERPRISE VALUATION
RESTAURANTE TAPAS-SELEQTA 1	13,07%		9.904.775,65 €
RESTAURANTE TAPAS-SELEQTA 2	8,80%		12.043.394,37 €
RESTAURANTE TAPAS-SELEQTA 3	9,99%		6.143.886,63 €
RESTAURANTE TAPAS-SELEQTA 4	7,92%		4.304.812,90 €
SCC	10,61%		11.480.224,20 €
			<b>43.877.093,75 €</b>
NET TREASURY COMPANY NAME	CASH DISPONIBLE	DEUDA FINANCIERA	
RESTAURANTE TAPAS-SELEQTA 1	3.694.181,82 €	- €	
RESTAURANTE TAPAS-SELEQTA 2	4.955.827,94 €	- €	
RESTAURANTE TAPAS-SELEQTA 3	133.067,20 €	1.531.565,76 €	
RESTAURANTE TAPAS-SELEQTA 4	93.090,97 €	28.477,97 €	
SCC			
	<b>8.876.167,93 €</b>	<b>1.560.043,73 €</b>	<b>7.316.124,20 €</b>
			<b>TOTAL EV VALUATION 51.193.217,95 €</b>
<b>22,0%</b>	<b>penalty</b>	<b>TOTAL EV VALUATION</b>	<b>39.930.710,00 €</b>

L'oferta de compra que ha presentat el fons d'inversió als germans Agustín i Juan Pérez Pérez, que tenen el 100% del capital del grup de restauració Tapes-Seleqta, ha estat per un import arrodonit de 40 milions d'euros.

**Valor de les accions (*equity value*) = Valor del negoci (*enterprise value*) +/- Posició de tresoreria o Deute net**

Resumint, presentem l'informe que ha facilitat Blackstone.

Projectant i actualitzant el període 2019-2023, i calculant un valor residual en 2023 amb una taxa de creixement del  $g = 1\%$ , s'han obtingut els valors següents:

- a) *Enterprise value* a 31/12/2018 = euros 43.877.093,75
- b) +/- Posició de tresoreria neta o Deute net a 31/12/2018 = euros 7.316.124,20
- c) *Equity value* a 31/12/2018 = (1 + 2) = euros 51.193.217,95


Sobre el valor de l'apartat c), Blackstone ha aplicat un **descompte del 22%**. Aquesta decisió és recolzada per les següents característiques de l'operació del grup de restauració Tapes-Seleqta:

- Un descompte per falta de liquiditat en les accions del grup, ja que no cotitzen en mercat organitzat, ni primari ni secundari.
- Un descompte per grandària del grup empresarial: com menys gran és el grup, més gran és el risc de venda i, per tant, cal aplicar una taxa de descompte per fer atractiu l'interès del nou inversor.

d) *Equity value* (corregit) a 31/12/2018 = (1 + 2) × (1 - 0,22) = euros 39.930.710

**Oferta de compra arrodonida pel 100% del capital del grup de restauració Tapes-Seleqta # 40 milions d'euros**

## 2) Anàlisi del restaurant Tapes-Seleqta 1. Real 2016-2017-2018

ESCENARIO BASE				CAGR	R <sup>2</sup> 	% Crec. Futuro anual según la Empresa
RESTAURANTE TAPAS-SELEQTA 1	2016	2017	2018			
Ingresos explotación	9.758.081,47	10.155.431,05	10.330.655,84	1,92%	77,76%	2,00%
Aprovisionamientos	- 3.754.731,71	- 3.717.106,57	- 3.563.320,81	Promedios		
% sobre ventas	38,48%	36,60%	34,49%	36,52%		
Variación de existencias prod. terminados y en curso	-	-	-			
% sobre ventas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%		
Gastos de personal	- 3.235.322,94	- 3.472.330,37	- 3.759.292,97			
% sobre ventas	33,16%	34,19%	36,39%	34,58%		
Otros gastos de explotación	- 1.221.891,75	- 1.260.891,79	- 1.246.415,63			
% sobre ventas	12,52%	12,42%	12,07%	12,33%		
<b>EBITDA</b>	<b>1.546.135,07</b>	<b>1.705.102,32</b>	<b>1.761.626,43</b>			
Amortización	- 297.671,58	- 257.292,06	- 267.758,06			
% sobre ventas	3,05%	2,53%	2,59%	2,73%		
<b>EBIT</b>	<b>1.248.463,49</b>	<b>1.447.810,26</b>	<b>1.493.868,37</b>			
<b>Fondo de maniobra</b>						
Existencias.	48.858,98	60.545,47	82.891,67			
% sobre ventas	0,50%	0,60%	0,80%	0,63%		
Deudores comerciales	192.053,55	93.344,66	319.004,49			
% sobre ventas	1,97%	0,92%	3,09%	1,99%		
Acreedores comerciales	780.497,37	724.755,34	654.410,61			
% sobre ventas	8,00%	7,14%	6,33%	7,16%		
<b>Fondo de maniobra</b>	<b>- 539.584,84</b>	<b>- 570.865,21</b>	<b>- 252.514,45</b>			
<b>VARIACIÓN FONDO DE MANIOBRA</b>	<b>- 539.584,84</b>	<b>- 31.280,37</b>	<b>318.350,76</b>			

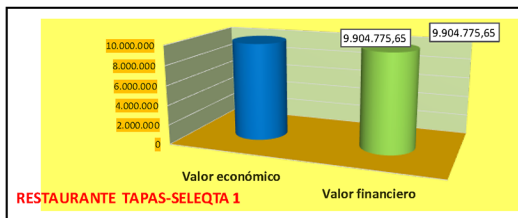
On CAGR (*compound average growth rate*) és la taxa de creixement anual composta del període 2016-2018, i R<sup>2</sup> és el coeficient de determinació, també anomenat «R quadrat», que reflecteix la bondat de l'ajustament d'un model a la variable que pretén explicar. El model explica en el 77,76% la variable «Ingresos d'explotació» del mateix període.

3) Anàlisi del restaurant Tapes-Seleqta 1. Projeccions estimades 2019-2023

	CUENTA DE RESULTADOS PREVISIONAL - forecast -				
	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos explotación	10.537.268,96	10.748.014,34	10.962.974,62	11.182.234,12	11.405.878,80
Aprovisionamientos	- 3.848.667,85	- 3.925.641,20	- 4.004.154,03	- 4.084.237,11	- 4.165.921,85
% sobre ventas	36,52%	36,52%	36,52%	36,52%	36,52%
Variación de existencias prod.terminados y e	-	-	-	-	-
% sobre ventas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Gastos de personal	- 3.643.677,23	- 3.716.550,78	- 3.790.881,79	- 3.866.699,43	- 3.944.033,42
% sobre ventas	34,58%	34,58%	34,58%	34,58%	34,58%
Otros gastos de explotación	- 1.299.701,62	- 1.325.695,66	- 1.352.209,57	- 1.379.253,76	- 1.406.838,84
% sobre ventas	12,33%	12,33%	12,33%	12,33%	12,33%
<b>EBITDA</b>	<b>1.745.222,26</b>	<b>1.780.126,70</b>	<b>1.815.729,23</b>	<b>1.852.043,82</b>	<b>1.889.084,70</b>
Amortización	- 287.173,37	- 292.916,83	- 298.775,17	- 304.750,67	- 310.845,69
% sobre ventas	2,73%	2,73%	2,73%	2,73%	2,73%
<b>EBIT</b>	<b>1.458.048,89</b>	<b>1.487.209,87</b>	<b>1.516.954,06</b>	<b>1.547.293,14</b>	<b>1.578.239,01</b>
<b>Fondo de maniobra</b>					
Existencias.	66.710,61	68.044,83	69.405,72	70.793,84	72.209,71
% sobre ventas	0,63%	0,63%	0,63%	0,63%	0,63%
Deudores comerciales	209.876,02	214.073,54	218.355,01	222.722,11	227.176,55
% sobre ventas	1,99%	1,99%	1,99%	1,99%	1,99%
Acreedores comerciales	754.108,32	769.190,49	784.574,30	800.265,79	816.271,10
% sobre ventas	7,16%	7,16%	7,16%	7,16%	7,16%
<b>Fondo de maniobra</b>	<b>- 477.521,69</b>	<b>- 487.072,13</b>	<b>- 496.813,57</b>	<b>- 506.749,84</b>	<b>- 516.884,84</b>
<b>VARIACIÓN FONDO DE MANIOBRA</b>	<b>- 225.007,24</b>	<b>- 9.550,43</b>	<b>- 9.741,44</b>	<b>- 9.936,27</b>	<b>- 10.135,00</b>

4) Anàlisi del restaurant Tapes-Seleqta 1. Enterprise value = Valor de l'empresa

ANALISIS SENSIBILIDAD VALORACION A 31/12/2018		
RESTAURANTE TAPAS-SELEQTA 1		
k <sub>e</sub>	13,07%	
WACC	13,07%	
ki (Coste de la deuda)	6,00%	
t (tipo impositivo IS)	25,00%	Pond.
Recursos Propios	6.311.253	100,00%
Recursos ajenos con coste	-	0,00%
		100,00%



Escenario Base (dscn)


	2019 dscn	2020 dscn	2021 dscn	2022 dscn	2023 dscn	VR dscn
g	1.183.280,96	899.563,61	815.182,87	738.636,43	669.206,66	5.598.905,11
1,00%						

Valor económico	9.904.775,65
Valor financiero	9.904.775,65

CASH	IFT	Σ
1.030.282,49	2.663.899,33	3.694.181,82

Escenario Base								
Valor Económico	Tasa de Crecimiento (g)	Tasa de Crecimiento (g)						
		-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%
WACC	11,07%	10.812.932,68	11.130.075,00	11.477.215,70	11.858.822,38	12.280.296,12	12.748.228,70	13.270.749,90
	11,57%	10.362.825,52	10.648.517,78	10.960.013,22	11.300.972,90	11.675.784,88	12.089.754,06	12.549.354,87
	12,07%	9.948.616,49	10.206.922,70	10.487.550,61	10.793.524,29	11.128.439,92	11.496.607,75	11.903.238,67
	12,57%	9.566.183,64	9.800.519,60	10.054.267,13	10.329.942,40	10.630.516,14	10.959.521,04	11.321.191,30
	13,07%	9.212.012,51	9.425.268,21	9.655.486,69	9.904.775,65	10.175.607,07	10.470.899,46	10.794.123,46
	13,57%	8.883.088,23	9.077.723,71	9.287.248,71	9.513.439,73	9.758.367,62	10.024.461,11	10.314.587,65
	14,07%	8.576.809,76	8.754.930,92	8.946.176,27	9.152.051,80	9.374.303,06	9.614.964,83	9.876.423,54
14,57%	8.290.921,30	8.454.340,34	8.629.372,47	8.817.301,18	9.019.606,34	9.238.003,25	9.474.491,38	
15,07%	8.023.456,82	8.173.740,82	8.334.338,03	8.506.347,79	8.691.031,45	8.889.843,31	9.104.469,06	

## 5) Anàlisi del restaurant Tapes-Seleqta 2. Real 2014-2015-2016

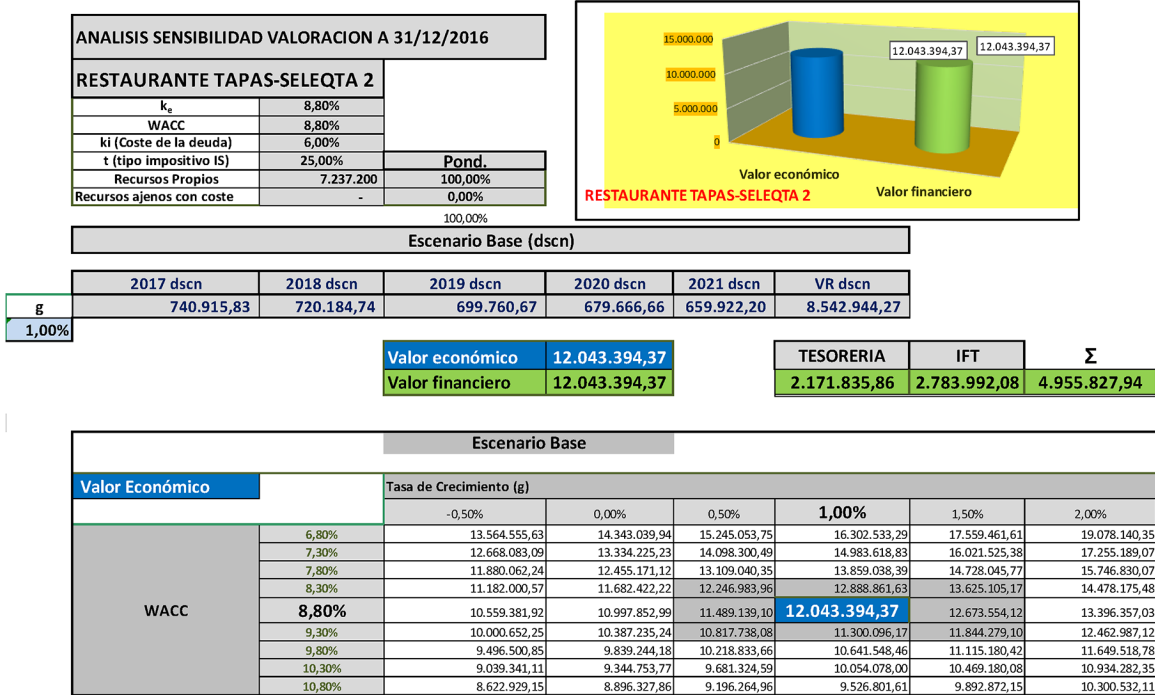
ESCENARIO BASE				CAGR	R <sup>2</sup> 	% Crec. Futuro anual según la Empresa
RESTAURANTE TAPAS-SELEQTA 2	2014	2015	2016			
Ingresos explotación	9.261.611,28	9.456.613,75	9.956.312,81	2,44%	78,49%	5,00%
Aprovisionamientos	- 3.694.389,88	- 3.622.290,17	- 3.624.611,83	Promedios		
% sobre ventas	39,89%	38,30%	36,41%	36,41%		
Variación de existencias prod.terminados y en curs	-	-	-			
% sobre ventas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%		
Gastos de personal	- 3.259.227,17	- 3.443.696,46	- 3.575.166,11			
% sobre ventas	35,19%	36,42%	35,91%	35,91%		
Otros gastos de explotación	- 1.582.618,26	- 1.657.385,78	- 1.660.083,28			
% sobre ventas	17,09%	17,53%	16,67%	16,67%		
<b>EBITDA</b>	<b>725.375,97</b>	<b>733.241,34</b>	<b>1.096.451,59</b>			
Amortización	- 136.607,18	- 117.207,55	- 122.159,83			
% sobre ventas	1,47%	1,24%	1,23%	1,23%		
<b>EBIT</b>	<b>588.768,79</b>	<b>616.033,79</b>	<b>974.291,76</b>			
<b>Fondo de maniobra</b>						
Existencias.	38.548,15	58.177,97	48.470,00			
% sobre ventas	0,42%	0,62%	0,49%	0,49%		
Deudores comerciales	110.861,82	106.109,50	227.814,17			
% sobre ventas	1,20%	1,12%	2,29%	2,29%		
Acreedores comerciales	710.084,42	640.639,54	931.655,50			
% sobre ventas	7,67%	6,77%	9,36%	9,36%		
<b>Fondo de maniobra</b>	<b>- 560.674,45</b>	<b>- 476.352,07</b>	<b>- 655.371,33</b>			
<b>VARIACIÓN FONDO DE MANIOBRA</b>	<b>- 560.674,45</b>	<b>84.322,38</b>	<b>- 179.019,26</b>			

## 6) Anàlisi del restaurant Tapes-Seleqta 2. Proyecciones estimadas 2017-2021

	CUENTA DE RESULTADOS PREVISIONAL - forecast -				
	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos explotación	10.454.128,45	10.976.834,87	11.525.676,62	12.101.960,45	12.707.058,47
Aprovisionamientos	- 3.805.842,42	- 3.996.134,54	- 4.195.941,27	- 4.405.738,33	- 4.626.025,25
% sobre ventas	36,41%	36,41%	36,41%	36,41%	36,41%
Variación de existencias prod.terminados y	-	-	-	-	-
% sobre ventas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Gastos de personal	- 3.753.924,42	- 3.941.620,64	- 4.138.701,67	- 4.345.636,75	- 4.562.918,59
% sobre ventas	35,91%	35,91%	35,91%	35,91%	35,91%
Otros gastos de explotación	- 1.743.087,44	- 1.830.241,82	- 1.921.753,91	- 2.017.841,60	- 2.118.733,68
% sobre ventas	16,67%	16,67%	16,67%	16,67%	16,67%
<b>EBITDA</b>	<b>1.151.274,17</b>	<b>1.208.837,88</b>	<b>1.269.279,77</b>	<b>1.332.743,76</b>	<b>1.399.380,95</b>
Amortización	- 128.267,82	- 134.681,21	- 141.415,27	- 148.486,04	- 155.910,34
% sobre ventas	1,23%	1,23%	1,23%	1,23%	1,23%
<b>EBIT</b>	<b>1.023.006,35</b>	<b>1.074.156,67</b>	<b>1.127.864,50</b>	<b>1.184.257,72</b>	<b>1.243.470,61</b>
<b>Fondo de maniobra</b>					
Existencias.	50.893,50	53.438,18	56.110,08	58.915,59	61.861,37
% sobre ventas	0,49%	0,49%	0,49%	0,49%	0,49%
Deudores comerciales	239.204,88	251.165,12	263.723,38	276.909,55	290.755,02
% sobre ventas	2,29%	2,29%	2,29%	2,29%	2,29%
Acreedores comerciales	978.238,28	1.027.150,19	1.078.507,70	1.132.433,08	1.189.054,74
% sobre ventas	9,36%	9,36%	9,36%	9,36%	9,36%
<b>Fondo de maniobra</b>	<b>- 688.139,90</b>	<b>- 722.546,89</b>	<b>- 758.674,24</b>	<b>- 796.607,95</b>	<b>- 836.438,35</b>
<b>VARIACIÓN FONDO DE MANIOBRA</b>	<b>- 32.768,57</b>	<b>- 34.406,99</b>	<b>- 36.127,34</b>	<b>- 37.933,71</b>	<b>- 39.830,40</b>



## 7) Anàlisi del restaurant Tapes-Seleqta 2. Enterprise value = Valor de l'empresa



## 8) Anàlisi del restaurant Tapes-Seleqta 3. Real 2016-2017-2018

ESCENARIO BASE				CAGR	R <sup>2</sup>	% Crec. Futuro anual según la Empresa
RESTAURANTE_TAPAS-SELEQTA 3	2016	2017	2018			
Ingresos explotación	1.654.177,55	4.059.088,56	5.605.267,17	50,20%	93,23%	5,00%
Aprovisionamientos	- 730.504,93	- 1.510.885,41	- 1.919.947,84	Promedios		
% sobre ventas	44,16%	37,22%	34,25%	34,25%		
Variación de existencias prod.terminados y en curso	-	-	-	0,00%		
% sobre ventas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%		
Gastos de personal	- 818.731,81	- 1.926.796,19	- 2.033.018,54	36,27%		
% sobre ventas	49,49%	47,47%	36,27%			
Otros gastos de explotación	- 380.703,40	- 646.529,42	- 902.838,46	16,11%		
% sobre ventas	23,01%	15,93%	16,11%			
<b>EBITDA</b>	<b>- 275.762,59</b>	<b>- 25.122,46</b>	<b>749.462,33</b>	3,91%		
Amortización	- 32.729,39	- 203.606,49	- 218.902,27			
% sobre ventas	1,98%	5,02%	3,91%			
<b>EBIT</b>	<b>- 308.491,98</b>	<b>- 228.728,95</b>	<b>530.560,06</b>			
<b>Fondo de maniobra</b>						
Existencias.	46.008,00	50.359,90	54.573,10	0,97%		
% sobre ventas	2,78%	1,24%	0,97%			
Deudores comerciales	372.019,66	45.369,56	58.270,64	1,04%		
% sobre ventas	22,49%	1,12%	1,04%			
Acreedores comerciales	287.629,36	401.247,24	612.092,95	10,92%		
% sobre ventas	17,39%	9,89%	10,92%			
<b>Fondo de maniobra</b>	<b>130.398,30</b>	<b>- 305.517,78</b>	<b>- 499.249,21</b>			
<b>VARIACIÓN FONDO DE MANIOBRA</b>	<b>130.398,30</b>	<b>- 435.916,08</b>	<b>- 193.731,43</b>			

## 9) Anàlisi del restaurant Tapes-Seleqta 3. Projeccions estimades 2019-2023

CUENTA DE RESULTADOS PREVISIONAL - forecast -					
	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos explotación	5.885.530,53	6.179.807,05	6.488.797,41	6.813.237,28	7.153.899,14
Aprovisionamientos	- 2.015.945,23	- 2.116.742,49	- 2.222.579,62	- 2.333.708,60	- 2.450.394,03
% sobre ventas	34,25%	34,25%	34,25%	34,25%	34,25%
Variación de existencias prod.terminad	-	-	-	-	-
% sobre ventas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Gastos de personal	- 2.134.669,47	- 2.241.402,94	- 2.353.473,09	- 2.471.146,74	- 2.594.704,08
% sobre ventas	36,27%	36,27%	36,27%	36,27%	36,27%
Otros gastos de explotación	- 947.980,38	- 995.379,40	- 1.045.148,37	- 1.097.405,79	- 1.152.276,08
% sobre ventas	16,11%	16,11%	16,11%	16,11%	16,11%
<b>EBITDA</b>	<b>786.935,45</b>	<b>826.282,22</b>	<b>867.596,33</b>	<b>910.976,15</b>	<b>956.524,95</b>
Amortización	- 229.847,38	- 241.339,75	- 253.406,74	- 266.077,08	- 279.380,93
% sobre ventas	3,91%	3,91%	3,91%	3,91%	3,91%
<b>EBIT</b>	<b>557.088,06</b>	<b>584.942,47</b>	<b>614.189,59</b>	<b>644.899,07</b>	<b>677.144,02</b>
<b>Fondo de maniobra</b>					
Existencias.	57.301,76	60.166,84	63.175,18	66.333,94	69.650,64
% sobre ventas	0,97%	0,97%	0,97%	0,97%	0,97%
Deudores comerciales	61.184,17	64.243,38	67.455,55	70.828,33	74.369,74
% sobre ventas	1,04%	1,04%	1,04%	1,04%	1,04%
Acreedores comerciales	642.697,60	674.832,48	708.574,10	744.002,81	781.202,95
% sobre ventas	10,92%	10,92%	10,92%	10,92%	10,92%
<b>Fondo de maniobra</b>	<b>- 524.211,67</b>	<b>- 550.422,25</b>	<b>- 577.943,37</b>	<b>- 606.840,54</b>	<b>- 637.182,56</b>
<b>VARIACIÓN FONDO DE MANIOBRA</b>	<b>- 24.962,46</b>	<b>- 26.210,58</b>	<b>- 27.521,11</b>	<b>- 28.897,17</b>	<b>- 30.342,03</b>

## 10) Anàlisi del restaurant Tapes-Seleqta 3. Enterprise value = Valor de l'empresa

ANALISIS SENSIBILIDAD VALORACION A 31/12/2018						
RESTAURANTE_TAPAS-SELEQTA 3						
k <sub>e</sub>	16,52%					
WACC	9,99%					
ki (Coste de la deuda)	6,00%					
t (tipo impositivo IS)	25,00%					
Recursos Propios	1.286.320	45,65%				
Recursos ajenos con coste	1.531.566	54,35%				
		100,00%				
<b>Escenario Base (dscn)</b>						
	2019 dscn	2020 dscn	2021 dscn	2022 dscn	2023 dscn	VR dscn
g	412.530,35	402.878,77	392.843,22	382.515,70	371.977,25	4.181.141,35
1,00%						
	<b>Valor económico</b>	<b>6.143.886,63</b>				
	<b>Valor financiero</b>	<b>6.143.886,63</b>				
			<b>IFT</b>	<b>Cash</b>	<b>Σ</b>	
			<b>12.699,76</b>	<b>120.367,44</b>	<b>133.067,20</b>	

Escenario Base								
Valor Económico	Tasa de Crecimiento (g)	Tasa de Crecimiento (g)						
		-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%
WACC	7,99%	6.853.481,62	7.178.360,02	7.546.639,38	7.967.639,18	8.453.552,86	9.020.648,15	9.691.123,97
	8,49%	6.456.018,79	6.739.455,30	7.058.385,65	7.419.922,33	7.833.214,22	8.310.231,51	8.866.944,09
	8,99%	6.100.734,47	6.349.668,90	6.627.939,74	6.941.057,52	7.296.005,14	7.701.764,72	8.170.088,29
	9,49%	5.781.286,47	6.001.227,34	6.245.645,47	6.518.867,78	6.826.304,82	7.174.812,81	7.573.210,89
	<b>9,99%</b>	5.492.542,48	5.687.914,23	5.903.882,83	<b>6.143.886,63</b>	6.412.174,38	6.714.058,93	7.056.272,66
	10,49%	5.230.304,72	5.404.699,07	5.596.558,15	5.808.643,76	6.044.332,44	6.307.796,53	6.604.253,37
	10,99%	4.991.106,54	5.147.467,33	5.318.740,20	5.507.165,20	5.715.454,70	5.946.924,79	6.205.673,15
	11,49%	4.772.059,88	4.912.821,09	5.066.395,65	5.234.616,57	5.419.683,98	5.624.261,93	5.851.607,40
11,99%	4.570.739,44	4.697.929,56	4.836.193,65	4.987.043,76	5.152.280,41	5.334.064,69	5.535.013,38	

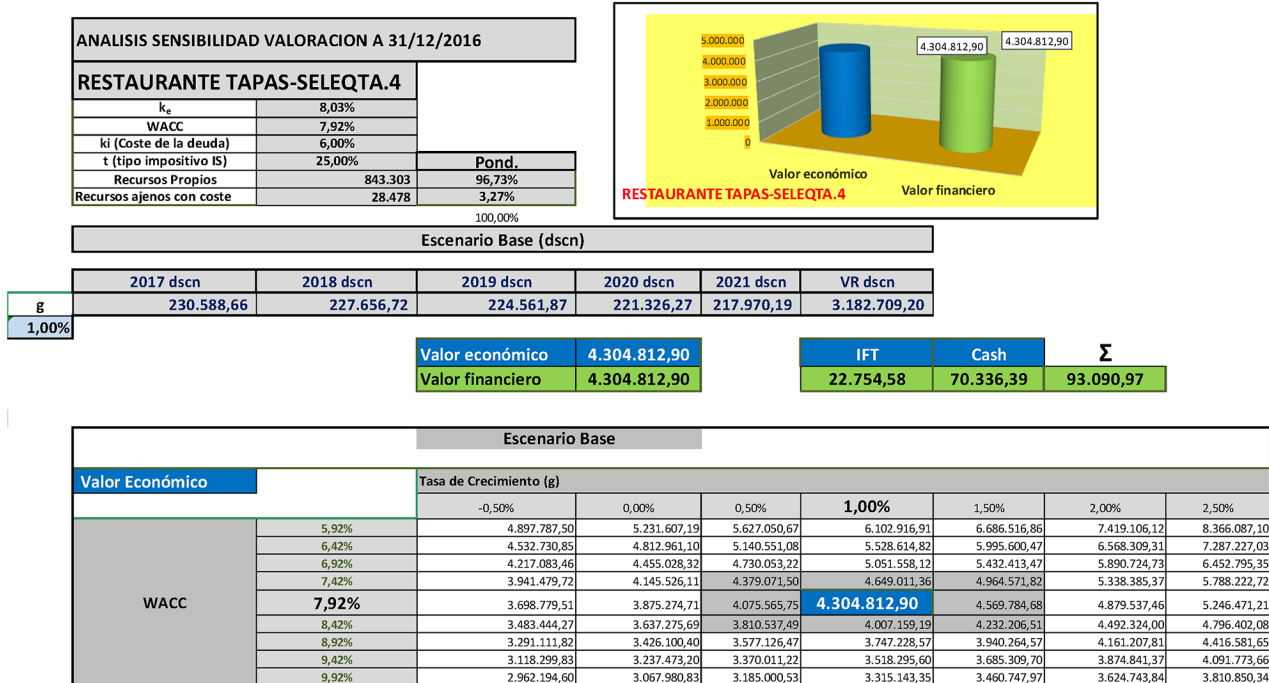
## 11) Anàlisi del restaurant Tapes-Seleqta 4. Real 2014-2015-2016

ESCENARIO BASE				CAGR	R <sup>2</sup> 81,27%	% Crec. Futuro anual según la Empresa 5,00%
RESTAURANTE TAPAS-SELEQTA.4	2014	2015	2016			
Ingresos explotación	4.060.366,74	4.414.562,79	4.650.172,13	4,62%		
Aprovisionamientos	- 1.710.199,33	- 1.679.223,76	- 1.645.594,80	Promedios		
% sobre ventas	42,12%	38,04%	35,39%	35,39%		
Variación de existencias prod.terminados y en curs	-	-	-			
% sobre ventas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%		
Gastos de personal	- 1.731.423,72	- 1.894.729,01	- 1.900.003,00			
% sobre ventas	42,64%	42,92%	40,86%	40,86%		
Otros gastos de explotación	- 522.969,48	- 715.759,99	- 717.611,48			
% sobre ventas	12,88%	16,21%	15,43%	15,43%		
<b>EBITDA</b>	<b>95.774,21</b>	<b>124.850,03</b>	<b>386.962,85</b>			
Amortización	- 86.376,60	- 70.839,88	- 76.887,67			
% sobre ventas	2,13%	1,60%	1,65%	1,65%		
<b>EBIT</b>	<b>9.397,61</b>	<b>54.010,15</b>	<b>310.075,18</b>			
<b>Fondo de maniobra</b>						
Existencias.	392.985,78	565.070,05	235.810,81			
% sobre ventas	9,68%	12,80%	5,07%	5,07%		
Deudores comerciales	54.159,99	40.154,96	89.942,86			
% sobre ventas	1,33%	0,91%	1,93%	1,93%		
Acreedores comerciales	342.486,20	439.574,08	342.071,88			
% sobre ventas	8,43%	9,96%	7,36%	7,36%		
<b>Fondo de maniobra</b>	<b>104.659,57</b>	<b>165.650,93</b>	<b>- 16.318,21</b>			
<b>VARIACIÓN FONDO DE MANIOBRA</b>	<b>104.659,57</b>	<b>60.991,36</b>	<b>- 181.969,14</b>			

## 12) Anàlisi del restaurant Tapes-Seleqta 4. Proyecciones estimadas 2017-2021

	CUENTA DE RESULTADOS PREVISIONAL - forecast -				
	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos explotación	4.882.680,74	5.126.814,77	5.383.155,51	5.652.313,29	5.934.928,95
Aprovisionamientos	- 1.727.874,54	- 1.814.268,27	- 1.904.981,68	- 2.000.230,76	- 2.100.242,30
% sobre ventas	35,39%	35,39%	35,39%	35,39%	35,39%
Variación de existencias prod.terminados y en curs	-	-	-	-	-
% sobre ventas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Gastos de personal	- 1.995.003,15	- 2.094.753,31	- 2.199.490,97	- 2.309.465,52	- 2.424.938,80
% sobre ventas	40,86%	40,86%	40,86%	40,86%	40,86%
Otros gastos de explotación	- 753.492,05	- 791.166,66	- 830.724,99	- 872.261,24	- 915.874,30
% sobre ventas	15,43%	15,43%	15,43%	15,43%	15,43%
<b>EBITDA</b>	<b>406.310,99</b>	<b>426.626,54</b>	<b>447.957,87</b>	<b>470.355,76</b>	<b>493.873,55</b>
Amortización	- 80.732,05	- 84.768,66	- 89.007,09	- 93.457,44	- 98.130,32
% sobre ventas	1,65%	1,65%	1,65%	1,65%	1,65%
<b>EBIT</b>	<b>325.578,94</b>	<b>341.857,89</b>	<b>358.950,78</b>	<b>376.898,32</b>	<b>395.743,24</b>
<b>Fondo de maniobra</b>					
Existencias.	247.601,35	259.981,42	272.980,49	286.629,51	300.960,99
% sobre ventas	5,07%	5,07%	5,07%	5,07%	5,07%
Deudores comerciales	94.440,00	99.162,00	104.120,10	109.326,11	114.792,41
% sobre ventas	1,93%	1,93%	1,93%	1,93%	1,93%
Acreedores comerciales	359.175,47	377.134,25	395.990,96	415.790,51	436.580,03
% sobre ventas	7,36%	7,36%	7,36%	7,36%	7,36%
<b>Fondo de maniobra</b>	<b>- 17.134,12</b>	<b>- 17.990,83</b>	<b>- 18.890,37</b>	<b>- 19.834,89</b>	<b>- 20.826,63</b>
<b>VARIACIÓN FONDO DE MANIOBRA</b>	<b>- 815,91</b>	<b>- 856,71</b>	<b>- 899,54</b>	<b>- 944,52</b>	<b>- 991,74</b>

### 13) Anàlisi del restaurant Tapes-Seleqta 4. Enterprise value = Valor de l'empresa



### 14) Anàlisi de l'empresa de serveis SCC. Real 2016-2017-2018

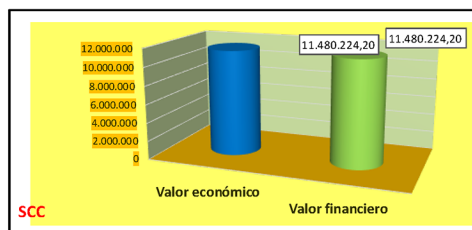
ESCENARIO BASE				CAGR	R <sup>2</sup>	% Crec. Futuro anual según la Empresa
SCC	2016	2017	2018			
Ingresos explotación	1.502.983,99	1.796.959,85	2.096.014,45	11,72%	88,39%	5,00%
Aprovisionamientos	-	-	-	Promedios		
% sobre ventas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%		
Variación de existencias prod.terminados y en curs	-	-	-			
% sobre ventas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%		
Gastos de personal	397.516,57	450.430,29	645.092,86			
% sobre ventas	26,45%	25,07%	30,78%	30,78%		
Otros gastos de explotación	87.463,19	129.543,36	216.089,86			
% sobre ventas	5,82%	7,21%	10,31%	10,31%		
<b>EBITDA</b>	<b>1.018.004,23</b>	<b>1.216.986,20</b>	<b>1.234.831,73</b>			
Amortización	-	-	-			
% sobre ventas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%		
<b>EBIT</b>	<b>1.018.004,23</b>	<b>1.216.986,20</b>	<b>1.234.831,73</b>			
<b>Fondo de maniobra</b>						
Existencias.	-	-	-			
% sobre ventas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%		
Deudores comerciales	-	344.563,03	140.266,74			
% sobre ventas	0,00%	19,17%	6,69%	6,69%		
Acreedores comerciales	217.592,98	266.163,58	155.961,42			
% sobre ventas	14,48%	14,81%	7,44%	7,44%		
<b>Fondo de maniobra</b>	<b>- 217.592,98</b>	<b>78.399,45</b>	<b>- 15.694,68</b>			
<b>VARIACIÓN FONDO DE MANIOBRA</b>	<b>- 217.592,98</b>	<b>295.992,43</b>	<b>- 94.094,13</b>			

## 15) Anàlisi de l'empresa de serveis SCC. Projeccions estimades 2019-2023

	CUENTA DE RESULTADOS PREVISIONAL - forecast -				
	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos explotación	2.200.815,17	2.310.855,93	2.426.398,73	2.547.718,66	2.675.104,60
Aprovisionamientos	-	-	-	-	-
% sobre ventas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Variación de existencias prod.terminada	-	-	-	-	-
% sobre ventas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Gastos de personal	677.347,50	711.214,88	746.775,62	784.114,40	823.320,12
% sobre ventas	30,78%	30,78%	30,78%	30,78%	30,78%
Otros gastos de explotación	226.894,35	238.239,07	250.151,02	262.658,58	275.791,50
% sobre ventas	10,31%	10,31%	10,31%	10,31%	10,31%
<b>EBITDA</b>	<b>1.296.573,32</b>	<b>1.361.401,98</b>	<b>1.429.472,08</b>	<b>1.500.945,69</b>	<b>1.575.992,97</b>
Amortización	-	-	-	-	-
% sobre ventas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>EBIT</b>	<b>1.296.573,32</b>	<b>1.361.401,98</b>	<b>1.429.472,08</b>	<b>1.500.945,69</b>	<b>1.575.992,97</b>
<b>Fondo de maniobra</b>					
Existencias.	-	-	-	-	-
% sobre ventas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Deudores comerciales	147.280,08	154.644,08	162.376,28	170.495,10	179.019,85
% sobre ventas	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%
Acreedores comerciales	163.759,49	171.947,46	180.544,83	189.572,07	199.050,68
% sobre ventas	7,44%	7,44%	7,44%	7,44%	7,44%
<b>Fondo de maniobra</b>	<b>- 16.479,41</b>	<b>- 17.303,38</b>	<b>- 18.168,55</b>	<b>- 19.076,98</b>	<b>- 20.030,82</b>
<b>VARIACIÓN FONDO DE MANIOBRA</b>	<b>- 784,73</b>	<b>- 823,97</b>	<b>- 865,17</b>	<b>- 908,43</b>	<b>- 953,85</b>

## 16) Anàlisi de l'empresa de serveis SCC. Enterprise value = Valor de l'empresa

ANALISIS SENSIBILIDAD VALORACION A 31/12/2018		
SCC		
$k_e$	10,61%	
WACC	10,61%	
$k_i$ (Coste de la deuda)	6,00%	
t (tipo impositivo IS)	25,00%	Pond.
Recursos Propios	7.729.467	100,00%
Recursos ajenos con coste	-	0,00%
		100,00%



Escenario Base (dscn)

	2019 dscn	2020 dscn	2021 dscn	2022 dscn	2023 dscn	VR dscn
g	879.835,03	835.185,85	792.802,50	752.569,98	714.379,15	7.505.451,70
g	1,00%					

Valor económico	11.480.224,20
Valor financiero	11.480.224,20

Escenario Base								
Valor Económico	WACC	Tasa de Crecimiento (g)						
		-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%
	8,61%	12.736.547,34	13.277.995,08	13.886.178,49	14.574.246,05	15.359.043,09	16.262.509,31	17.313.762,09
	9,11%	12.052.236,26	12.528.530,13	13.060.121,37	13.657.233,43	14.332.775,44	15.103.286,06	15.990.305,62
	9,61%	11.435.963,44	11.857.383,89	12.325.046,60	12.847.004,62	13.433.296,12	14.096.596,29	14.853.144,11
	10,11%	10.878.104,52	11.252.932,19	11.666.750,31	12.125.976,49	12.638.518,51	13.214.233,44	13.865.567,84
	<b>10,61%</b>	10.370.767,39	10.705.741,53	11.073.837,75	<b>11.480.224,20</b>	11.931.203,25	12.434.540,63	12.999.916,43
	11,11%	9.907.419,32	10.208.076,34	10.537.061,63	10.898.576,84	11.297.697,71	11.740.613,92	12.234.952,38
	11,61%	9.482.606,35	9.753.533,40	10.048.839,04	10.371.968,74	10.727.049,35	11.119.066,28	11.554.099,04
	12,11%	9.091.739,53	9.336.766,89	9.602.893,08	9.892.965,87	10.210.369,68	10.559.158,22	10.944.228,57
	12,61%	8.730.929,95	8.953.278,82	9.193.983,42	9.455.414,62	9.740.369,96	10.052.174,14	10.394.809,37

## 4. Quina decisió han de prendre els germans Agustín i Juan?

Agustín Pérez Pérez, que ha cursat un MBA a la UOC, s'ha dirigit al Departament de Finances Corporatives perquè facin una **nova valoració** amb l'objecte de verificar si l'import ofert pel fons d'inversió és un **preu just de mercat (fair value)**. Demanem al consell d'assessors del qual formeu part tots els alumnes d'aquesta assignatura de Finances corporatives fer l'estudi següent i proposar als germans Agustín i Juan si l'oferta de compra del fons d'inversió és acceptable o no.

Quan el que es pretén és determinar el **valor al mercat** (no «de mercat»), els mètodes acceptats més comunament són els denominats «de múltiples o multiplicadors», que consisteixen a aplicar un coeficient o múltiple sobre un determinat indicador de la companyia, representatiu de la seva capacitat de generar rendibilitat o beneficis.

Els coeficients o múltiples poden ser obtinguts a partir de dades disponibles de valoracions públiques o de transaccions efectuades al mercat per altres empreses del mateix sector o per empreses cotitzades (per la qual cosa es requereix que hi hagi dades comparatives d'altres transaccions de naturalesa similar), o bé poden ser fixats a l'arbitri de les parts com a conseqüència de la negociació duta a terme.

Per això, quan es necessiten **múltiples comparatius d'altres empreses**, per a aplicar-los es requereix que la companyia o altres companyies similars **cotitzin en un mercat organitzat** o que **hi hagi informació pública comparable**, fiable i objectiva d'empreses de característiques similars.

A partir del que hem dit, us demanem que feu una valoració del grup de restauració (4 restaurants més 1 empresa de serveis) pel **mètode de múltiples**. Per a fer-ho, baseu-vos en una ponderació de tres múltiples de quaranta-una companyies europees amb cotització en mercats organitzats, segons el detall (informació obtinguda del professor Damodaran, de la New York University Leonard N. Stern):

- **Múltiple EV/SALES**, en el qual el valor d'empresa es calcula en funció d'un múltiple del volum d'ingressos per venda dels serveis de restauració. Prendrem com a base la xifra d'ingressos a data 31/12/2018.
- **Múltiple EV/EBITDA**, en el qual el valor d'empresa es calcula en funció d'un múltiple de l'EBITDA (benefici abans d'interessos, impostos, deprec-

acions i amortitzacions). Prendrem com a base la xifra de l'EBITDA a data 31/12/2018.

- **Múltiple EV/EBIT**, en el qual el valor d'empresa es calcula en funció d'un múltiple de l'EBIT (benefici abans d'interessos, impostos). Prendrem com a base la xifra de l'EBIT a data 31/12/2018.

Com que per aconseguir els actuals nivells de gestió operativa ha calgut una sèrie d'anys, el posicionament al mercat, el coneixement de marca, la diferenciació del servei i la qualitat enfront de preu, hem assignat la **ponderació següent als múltiples** esmentats en el paràgraf anterior, segons detall:

- Múltiple EV/SALES: **ponderada el 70%** sobre la base de la ubicació física dels restaurants (en zona *prime* de Barcelona).
- Múltiple EV/EBITDA: **pondera el 10%** sobre la base de l'eficiència de les operacions.
- Múltiple EV/EBIT: **pondera el 20%** sobre la base de l'estructura financera del passiu.

Les dades obtingudes de les empreses detallades en el quadre anterior estan actualitzades a data 05/01/2019.

Sobre la mitjana obtinguda de la mostra d'empreses, han presentat els valors de referència següents per als múltiples detallats anteriorment:

- Múltiple EV/SALES: 1,43x.
- Múltiple EV/EBITDA: 10,72x.
- Múltiple EV/EBIT: 19,85x.

Adicionalment, sobre els valors mitjans detallats en el paràgraf anterior, hem utilitzat un coeficient corrector a la baixa del 30%. Aquesta decisió rep el suport de les «variables» següents:

- a) Un **descompte per falta de liquiditat en les accions** del grup de restauració, ja que no cotitzen en mercat organitzat, ni primari ni secundari.
- b) Un **descompte per grandària del grup empresarial**: com menys gran és el grup, més gran és el risc de venda i, per tant, cal aplicar una taxa de descompte per a fer atractiu l'interès del nou inversor.

Finalment, amb relació a la **valoració individual de l'empresa de serveis compartits SCC**, com que es tracta d'una empresa dedicada exclusivament a la gestió administrativa, de personal i de central de compres dels quatre restaurants de la marca Tapes-Seleqta, de la qual es traspasa l'«activitat», i els seus ingressos són referenciats a un percentatge sobre la facturació global de cadascun dels quatre restaurants, hem valorat aquesta empresa **triant solament el primer dels múltiples** detallat anteriorment, és a dir, «EV/SALES» i la valo-

ració resultant d'aquesta l'hem repartit entre els quatre restaurants operatius «utilitzant la ponderació dels tres múltiples comentats anteriorment», ja que aquesta empresa de serveis serà absorbida per la gestió del fons d'inversió, i els resultats que obté tornaran a formar part del resultat de cadascun dels quatre restaurants operatius.

## Resum de les empreses analitzades

<u>Industry Group</u>	<u>Company Name</u>	<u>Exchange/Ticker</u>	<u>Country</u>	<u>Broad Group</u>	<u>Sub Group</u>
Restaurant/Dining	Sodexo S.A. (ENXTPA:SW)	ENXTPA:SW	France	Developed Europe	EU & Environs
Restaurant/Dining	Elior Group (ENXTPA:ELIOR)	ENXTPA:ELIOR	France	Developed Europe	EU & Environs
Restaurant/Dining	Autogrill S.p.A. (BIT:AGL)	BIT:AGL	Italy	Developed Europe	EU & Environs
Restaurant/Dining	AmRest Holdings SE (WSE:EAT)	WSE:EAT	Poland	Developed Europe	EU & Environs
Restaurant/Dining	Maxipizza Spółka Akcyjna (WSE:MXP)	WSE:MXP	Poland	Developed Europe	EU & Environs
Restaurant/Dining	Sakana S.A. (WSE:SKN)	WSE:SKN	Poland	Developed Europe	EU & Environs
Restaurant/Dining	DP Poland PLC (AIM:DPP)	AIM:DPP	Poland	Developed Europe	EU & Environs
Restaurant/Dining	Kotipizza Group Oyj (HLSE:PIZZA)	HLSE:PIZZA	Finland	Developed Europe	EU & Environs
Restaurant/Dining	Groupe Flo SA (ENXTPA:FLO)	ENXTPA:FLO	France	Developed Europe	EU & Environs
Restaurant/Dining	Etiler Gıda Ve Ticari Yatırımlar Sanayi Ve Ticaret / IBSE:ETILR	IBSE:ETILR	Turkey	Developed Europe	EU & Environs
Restaurant/Dining	Sflnks Polska Spółka Akcyjna (WSE:SF5)	WSE:SF5	Poland	Developed Europe	EU & Environs
Restaurant/Dining	Usas Yatırımlar Holding A.S. (IBSE:USAS)	IBSE:USAS	Turkey	Developed Europe	EU & Environs
Restaurant/Dining	Mex Polska Spółka Akcyjna (WSE:MEX)	WSE:MEX	Poland	Developed Europe	EU & Environs
Restaurant/Dining	Bernard Lesieur SA (ENXTPA:ALDBL)	ENXTPA:ALDBL	France	Developed Europe	EU & Environs
Restaurant/Dining	Speed Rabbit Pizza (ENXTPA:MLSRP)	ENXTPA:MLSRP	France	Developed Europe	EU & Environs
Restaurant/Dining	Mr Hamburger Spółka Akcyjna (WSE:MRH)	WSE:MRH	Poland	Developed Europe	EU & Environs
Restaurant/Dining	Premium Food Restaurants Spółka Akcyjna (WSE:F	WSE:PFR	Poland	Developed Europe	EU & Environs
Restaurant/Dining	DO & CO Aktiengesellschaft (WBAG:DOC)	WBAG:DOC	Austria	Developed Europe	EU & Environs
Restaurant/Dining	Telepizza Group, S.A.U. (BME:TPZ)	BME:TPZ	Spain	Developed Europe	EU & Environs
Restaurant/Dining	Ibersol SGPS, SA (ENXTLS:IBS)	ENXTLS:IBS	Portugal	Developed Europe	EU & Environs
Restaurant/Dining	Restamax Oyj (HLSE:RESTA)	HLSE:RESTA	Finland	Developed Europe	EU & Environs
Restaurant/Dining	Compass Group PLC (LSE:CPG)	LSE:CPG	United Kingdom	Developed Europe	UK
Restaurant/Dining	Whitbread PLC (LSE:WTB)	LSE:WTB	United Kingdom	Developed Europe	UK
Restaurant/Dining	Greene King plc (LSE:GNK)	LSE:GNK	United Kingdom	Developed Europe	UK
Restaurant/Dining	Domino's Pizza Group plc (LSE:DOM)	LSE:DOM	United Kingdom	Developed Europe	UK
Restaurant/Dining	SSP Group plc (LSE:SSPG)	LSE:SSPG	United Kingdom	Developed Europe	UK
Restaurant/Dining	Mitchells & Butlers plc (LSE:MAB)	LSE:MAB	United Kingdom	Developed Europe	UK
Restaurant/Dining	J D Wetherspoon plc (LSE:JDW)	LSE:JDW	United Kingdom	Developed Europe	UK
Restaurant/Dining	Marston's PLC (LSE:MARS)	LSE:MARS	United Kingdom	Developed Europe	UK
Restaurant/Dining	The Restaurant Group plc (LSE:RTN)	LSE:RTN	United Kingdom	Developed Europe	UK
Restaurant/Dining	Enterprise Inns plc (LSE:ETI)	LSE:ETI	United Kingdom	Developed Europe	UK
Restaurant/Dining	Young & Co.'s Brewery, P.L.C. (AIM:YNGA)	AIM:YNGA	United Kingdom	Developed Europe	UK
Restaurant/Dining	Fuller, Smith & Turner P.L.C. (LSE:FSTA)	LSE:FSTA	United Kingdom	Developed Europe	UK
Restaurant/Dining	Comptoir Group plc (AIM:COM)	AIM:COM	United Kingdom	Developed Europe	UK
Restaurant/Dining	The Brighton Pier Group PLC (AIM:PIER)	AIM:PIER	United Kingdom	Developed Europe	UK
Restaurant/Dining	Richoux Group plc (AIM:RIC)	AIM:RIC	United Kingdom	Developed Europe	UK
Restaurant/Dining	Punch Taverns plc (LSE:PUB)	LSE:PUB	United Kingdom	Developed Europe	UK
Restaurant/Dining	Patisserie Holdings plc (AIM:CAKE)	AIM:CAKE	United Kingdom	Developed Europe	UK
Restaurant/Dining	Revolution Bars Group plc (LSE:RBG)	LSE:RBG	United Kingdom	Developed Europe	UK
Restaurant/Dining	The Fulham Shore PLC (AIM:FUL)	AIM:FUL	United Kingdom	Developed Europe	UK
Restaurant/Dining	Tasty plc (AIM:TAST)	AIM:TAST	United Kingdom	Developed Europe	UK