
Business Case: valoración del grupo de restauración en una operación de M&A

PID_00269269

Juan Gómez Munuera

Tiempo mínimo de dedicación recomendado: 2 horas



Juan Gómez Munuera

Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Barcelona, máster en Comercio Exterior por la EAE Business School de Barcelona y PDD por el IESE Business School. Entre su experiencia profesional destacan los cargos de socio director del área de Corporate Finance en Morison AC y de consejero independiente de varias empresas. En cuanto a su experiencia docente, es profesor-consultor en la UOC, en los programas de Dirección Financiera, Finanzas Operativas y Estructurales, Finanzas Corporativas, Valoración de Empresas, Control de Gestión, etc., además de MBA, EMBA e In Company.

El encargo y la creación de este recurso de aprendizaje UOC han sido coordinados por la profesora: Àngels Fitó (2019)

Primera edición: septiembre 2019
© Juan Gómez Munuera
Todos los derechos reservados
© de esta edición, FUOC, 2019
Av. Tibidabo, 39-43, 08035 Barcelona
Realización editorial: FUOC

Ninguna parte de esta publicación, incluido el diseño general y la cubierta, puede ser copiada, reproducida, almacenada o transmitida de ninguna forma, ni por ningún medio, sea este eléctrico, químico, mecánico, óptico, grabación, fotocopia, o cualquier otro, sin la previa autorización escrita de los titulares de los derechos.

Índice

| | |
|--|-----------|
| Introducción..... | 5 |
| 1. Aparece en escena el fondo de inversión Blackstone..... | 7 |
| 2. Metodología del descuento de flujos de caja..... | 8 |
| 2.1. En qué consiste el descuento de flujos de caja | 8 |
| 2.2. ¿Cómo se calculan los flujos de caja libre? | 9 |
| 2.3. Posición de tesorería / deuda neta..... | 10 |
| 3. <i>Business Case</i>: «Grupo de restauración 2016-2018»..... | 12 |
| 4. ¿Qué decisión deben tomar los hermanos Agustín y Juan?..... | 22 |

Introducción

Cataluña y Barcelona se han convertido en uno de los destinos turísticos más visitados de España, ya que saben complacer a la gran mayoría de turistas: con una historia de las más antiguas de Europa, la capital, Barcelona, es una ciudad que nunca duerme y está llena de encanto, aunque tampoco vamos a olvidar las hermosas playas de la Costa Brava, tan cercanas a Barcelona. La variedad de tesoros artísticos, las iglesias románicas y los grandes nombres del arte moderno y la arquitectura -como Dalí, Gaudí, Miró y Picasso- hacen de Barcelona una ciudad única en Europa.

Barcelona, situada entre el mar y la montaña, ha encontrado un equilibrio formidable: con un pie en la tradición y otro en la *avant-garde*, tiene la reputación de ser la más ciudad más cosmopolita, vanguardista y moderna de España, habiéndose renovado desde los Juegos Olímpicos de 1992.

Estos elementos de contexto y otras muchas variables son muy relevantes a la hora de parametrizar un proceso de valoración.

1. Aparece en escena el fondo de inversión Blackstone

Una vez realizada esta pequeña introducción de Barcelona, el **fondo de inversión Blackstone** (firma americana que ha invertido en los últimos años un total de 25.000 millones de euros en el sector inmobiliario español) ha tomado la decisión estratégica de realizar una **oferta de compra a los propietarios del grupo de restauración Tapas-Seleqta**. Se trata de una empresa de ámbito familiar con una antigüedad en el sector de la restauración de veinticinco años y que pertenece el 50% a cada uno de los hermanos, Agustín y Juan Pérez Pérez.

Para esta operación de M&A, Blackstone ha realizado un **estudio de mercado**, y se ha puesto en evidencia que Barcelona como ciudad cosmopolita es **a fashion city**. En 2018 no solo llegaron más turistas extranjeros a Barcelona que en el 2017, sino que también gastaron más. Según estadísticas municipales, el número de visitantes internacionales ascendió a poco más de 12 millones sobre un total de 15,8 millones de turistas, un 4,3% más que el año anterior. Dedicaron a sus viajes a la capital catalana, en conjunto, 13.420 millones de euros, lo que supone un crecimiento interanual del 6,9%. La factura media por persona se elevó hasta 1.112,41 euros, lo que supone un incremento del 2,4%.

Estados Unidos fue el primer origen extranjero, con un crecimiento muy destacado. En el 2018 prácticamente 850.000 visitantes llegaron de ese país a la capital catalana, un 16,8% por encima de la cifra del ejercicio anterior y con una variación acumulada de los últimos cuatro años del 55,1%. El **segundo país extranjero emisor de turistas fue el Reino Unido**, con algo menos de 680.000 y un crecimiento mucho más moderado, del 3,1% en el último año y del 18,1% desde el 2014. A continuación se sitúa **Francia**, con unos 656.000 (+7,6% respecto al 2017 y +13,7% con relación al 2014); **Italia**, con prácticamente 510.000 (+11,4 y +22,9%, respectivamente), y Alemania, con casi 425.000 y un crecimiento plano, del 0,6%, por el enfriamiento de su economía en el último año, aunque desde el 2014 gana un 2,6%.

Por todo lo expuesto anteriormente, el fondo ha decidido llevar a cabo un **análisis de los estados financieros del grupo de restauración**, y se ha dirigido al Registro Mercantil de Barcelona para solicitar los balances de situación y las cuentas de pérdidas y ganancias depositadas de los años 2016-2017 y 2018.

El departamento de M&A de Blackstone ha tomado la decisión de utilizar el **método dinámico del descuento de los flujos de caja**.

2. Metodología del descuento de flujos de caja

El método **dinámico** más utilizado para obtener el valor intrínseco de una empresa es el método denominado «**descuento de los flujos de caja**» (en inglés, *Discounted Free Cash Flow*), ya que es el que permite reflejar la capacidad de generación de beneficios económicos de un negocio de manera más precisa.

De acuerdo con Pablo Fernández, actualmente, en general, se recurre a la utilización del método del descuento de flujos de fondos porque constituye el único método de valoración de empresas y obtención de flujos generados por un negocio conceptualmente correcto.

Se trata de un método dinámico, basado en la valoración de los resultados (flujos de caja) futuros (a diferencia de los métodos estáticos, que fundamentan su análisis en una «foto fija» de la empresa). Para poder realizar unas proyecciones adecuadas de ingresos y gastos, este método requiere **disponer de información detallada y concisa acerca del histórico de la empresa y del sector**.

A estos efectos, serán relevantes los datos financieros de los últimos ejercicios, con un detalle preciso de, por ejemplo, las cantidades vendidas de toda la gama de productos, su precio de venta y el precio de coste de las materias primas.

Asimismo, para la aplicación correcta de este método, es necesario **disponer de un plan de negocio ajustado a la capacidad de crecimiento de la empresa para los años siguientes**.

Posteriormente, una vez obtenido el valor de la empresa mediante dicho método, es apropiado complementar los resultados obtenidos con una valoración mediante la aplicación del método de múltiplos. Al respecto de la aplicación de métodos comparativos que refuercen la razonabilidad de la valoración obtenida, uno de los más importantes es el denominado PER (*Price Earning Ratio*), creado a partir de empresas cotizadas.

De entre los métodos anteriores, a continuación procederemos a realizar un descriptivo mayor del método del **descuento de flujos de caja** (utilizado para la obtención del valor intrínseco).

2.1. En qué consiste el descuento de flujos de caja

Este método ve la empresa como un **generador de flujo de efectivo** y, por lo tanto, evaluable como un activo financiero. Incorpora el concepto de **riesgo**, tanto de negocio como financiero. Contempla el valor temporal del dinero y

Lectura recomendada

Pablo Fernández es profesor del IESE, doctor en Finanzas por la Universidad de Harvard y uno de los autores más relevantes en materia de valoración de empresas. Podéis ver, entre otras, su obra: **P. Fernández (1999). Valoración de empresas**. Barcelona: Gestión 2000.

considera las inversiones requeridas para la generación de recursos. Este método **evita la falta de homogeneidad de la información contable**, derivada de la existencia de criterios alternativos aceptables.

1) **Valor del negocio:** como todos los métodos dinámicos, considera la empresa como un ente generador de flujos de fondos. El valor de los negocios objeto de análisis se obtiene al descontar a la fecha de valoración unos resultados o flujos de caja, que llamaremos «normalizados», para un horizonte temporal determinado (normalmente, se toman cinco años) a una tasa de descuento apropiada.

2) **Valor de las acciones:** posteriormente, se procede a obtener el valor de las acciones de la empresa, que no es más que el valor del negocio una vez que ha sido ajustado por su posición / deuda financiera neta en la fecha de la valoración.

En consecuencia, para la aplicación de este método hay tres componentes básicos que deben ser determinados (dos de estos conceptos son herramientas analíticas):

a) **Flujo de caja libre normalizado** (variable obtenida en la primera etapa).

b) **Tasa de descuento** (variable necesaria para obtener el valor de los flujos de caja «normalizados»); en adelante también la denominaremos coste medio ponderado de capital o en sus siglas CMPC (en inglés, WACC, *weighed average cost of capital*).

c) **Posición / deuda financiera neta** (variable necesaria para la obtención del valor de las acciones).

A continuación, vamos a desarrollar las dos primeras variables, pues son estas las necesarias para la obtención de la valoración de la empresa en su conjunto o EV (por su denominación en inglés, *enterprise value*).

2.2. ¿Cómo se calculan los flujos de caja libre?

Se define como «flujo de caja libre» el beneficio de explotación después de impuestos al que se le añaden las amortizaciones al mismo tiempo que se ajusta con la variación en el fondo de maniobra y las inversiones netas en activos fijos.

Al igual que en todos los métodos de valoración dinámicos, este método requiere un análisis detallado de la información histórica disponible de la empresa y sobre todo de las proyecciones futuras.

Ese análisis detallado tiene por objeto obtener el «flujo de caja libre» histórico de cada ejercicio para la empresa. Dicho de otra manera, tenemos que obtener el dinero que en cada ejercicio ha quedado en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y las necesidades operativas de fondos.

A continuación presentamos una tabla con los cálculos que deben ser realizados para la obtención de los flujos de caja libre de una empresa para un periodo concreto:

Tabla 1. Obtención de los flujos de caja libres

| |
|--|
| Total ingresos de explotación (a) |
| Aprovisionamientos |
| Gastos de personal |
| Amortizaciones |
| Provisiones |
| Otros gastos |
| Total gastos de explotación (b) |
| EBIT / Resultado de explotación (c) = (a) – (b) |
| Impuesto de sociedades (d) |
| Resultados extraordinarios (e) |
| NOPALT (f) = (c) – (d) – (e) |
| Amortizaciones (g) |
| Flujo de caja bruto (h) = (f) + (g) |
| Inversión en activos (i) |
| Variación del circulante (j) |
| Flujo de caja libre (k) = (h) + (i) + (j) |

Fuente: elaboración propia a partir de la literatura económica existente en relación con el cálculo de los flujos de caja libres de una empresa o negocio para un determinado periodo temporal.

NOPLAT = *Net Operating Profit – Adjusted Taxes*, lo que significa: EBIT = BAIT menos el pago de impuestos.

Nota: basándonos en los datos de la tabla 1, el EBITDA resultaría de sumar al EBIT el importe de las amortizaciones y las provisiones por deterioro de los inmovilizados.

Una vez obtenido el «flujo de caja libre histórico» (es apropiado que el histórico sea de un mínimo de entre tres y cinco ejercicios), debemos calcular el «flujo de caja libre normalizado» de los ejercicios futuros, que se corresponderá con el valor de los flujos de caja medios esperados que generará la empresa en el futuro sobre la base del flujo histórico y/o de los acontecimientos que hayan podido afectar al negocio y/o al mercado en esa fecha.

2.3. Posición de tesorería / deuda neta

Por último, y de acuerdo con lo comentado hasta ahora, una vez obtenido el valor de continuación de la empresa, disponemos del valor del negocio de esta. Ahora bien, para obtener el valor de las acciones de la empresa o negocio, debemos tener en cuenta su posición de tesorería / deuda neta.

La forma de obtener la posición de tesorería / deuda neta de una empresa es obtener el valor contable de las siguientes magnitudes en la fecha de la valoración:

Tabla 2. Obtención de la posición de tesorería / deuda neta

| |
|---|
| (+) Deudas con entidades de crédito a largo y a corto plazo |
| (+) Otras deudas financieras a largo plazo (contratos de arrendamiento financiero) |
| (+) Otras deudas fuera de balance (contratos de <i>renting</i> y otros arrendamientos operativos) |
| (-) Tesorería |
| (-) Inversiones financieras temporales |
| (=) Posición de tesorería (-) / deuda neta (+) |

Fuente: elaboración propia de a partir de la literatura económica existente en relación con el cálculo de los flujos de caja libres de una empresa o negocio para un determinado periodo temporal.

Una vez obtenido el valor de posición de tesorería / deuda neta de una empresa, ya estaríamos en disposición de obtener el valor de sus acciones mediante la aplicación de la siguiente fórmula:

Valor de las acciones = Valor del negocio – Posición de tesorería / Deuda neta

3. Business Case: «Grupo de restauración 2016-2018»

El fondo de inversión ha realizado una valoración del grupo de restauración, que se compone de cuatro restaurantes y una sociedad de gestión administrativa y de central de compras; todos los restaurantes se encuentran en zonas céntricas y *prime* de la ciudad de Barcelona:

- Restaurante Tapas-Seleqta 1
- Restaurante Tapas-Seleqta 2
- Restaurante Tapas-Seleqta 3
- Restaurante Tapas-Seleqta 4
- Sociedad de gestión: SCC

A continuación disponemos de las proyecciones que ha realizado el fondo de inversión; sobre la base de los estados financieros del periodo 2016-2018 que ha conseguido del Registro Mercantil de Barcelona, ha realizado una proyección de los próximos cinco años, según detalle:

1) Resumen valoración del grupo de restauración Tapas-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 € |
| | | | 43.877.093,75 € |
| 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 | | | |
| | 8.876.167,93 € | 1.560.043,73 € | 7.316.124,20 € |
| | | | TOTAL EV VALUATION 51.193.217,95 € |
| | 22,0% | penalty | TOTAL EV VALUATION 39.930.710,00 € |

La oferta de compra que ha presentado el fondo de inversión a los hermanos Agustín y Juan Pérez Pérez, que tienen el 100% del capital del grupo de restauración Tapas-Seleqta, ha sido por un importe redondeado de 40 millones de euros.

**Valor de las acciones (*equity value*) = Valor del negocio (*enterprise value*)
+/- Posición de Tesorería / Deuda neta**

A modo de resumen, presentamos el **informe** que ha facilitado Blackstone.

Proyectando y actualizando el periodo 2019-2023 y calculando un valor residual en el 2023 con una tasa de crecimiento del $g = 1\%$, se han obtenido los siguientes valores:

a) *Enterprise value* al 31/12/2018 = Euros 43.877.093,75

b) +/- Posición de tesorería neta / deuda neta al 31/12/2018 = Euros 7.316.124,20

c) *Equity value* al 31/12/2018 = (1 + 2) = Euros 51.193.217,95


Sobre el valor del apartado c), Blackstone ha aplicado un **descuento del 22%**. Esta decisión se encuentra respaldada por las siguientes características de la operación del grupo de restauración Tapas-Seleqta:

- Un descuento por falta de liquidez en las acciones del grupo, ya que no cotizan en mercado organizado, ni primario, ni secundario.
- Un descuento por tamaño del grupo empresarial, a menor tamaño mayor es el riesgo de venta y, por tanto, hay que aplicar una tasa de descuento para hacer atractivo el interés del nuevo inversor.

d) *Equity value* (corregido) al 31/12/2018 = (1 + 2) × (1 - 0,22) = Euros 39.930.710

Oferta de compra redondeada por el 100% del capital del grupo de restauración Tapas-Seleqta # 40 millones de euros

2) Análisis del restaurante Tapas-Seleqta 1 – Real 2016-2017-2018

| ESCENARIO BASE | | | | CAGR | R ²  | % 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 curs | - | - | - | | | |
| % 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% | | |
| EBITDA | 1.546.135,07 | 1.705.102,32 | 1.761.626,43 | | | |
| Amortización | - 297.671,58 | - 257.292,06 | - 267.758,06 | | | |
| % sobre ventas | 3,05% | 2,53% | 2,59% | 2,73% | | |
| EBIT | 1.248.463,49 | 1.447.810,26 | 1.493.868,37 | | | |
| Fondo de maniobra | | | | | | |
| 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% | | |
| Fondo de maniobra | - 539.584,84 | - 570.865,21 | - 252.514,45 | | | |
| VARIACIÓN FONDO DE MANIOBRA | - 539.584,84 | - 31.280,37 | 318.350,76 | | | |

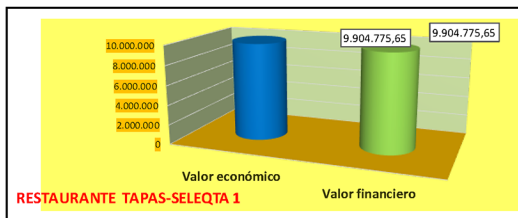
Donde CAGR (*compound average growth rate*) es la tasa de crecimiento anual compuesto del periodo 2016-2018, y R² es el coeficiente de determinación, también llamado «R cuadrado», y refleja la bondad del ajuste de un modelo a la variable que pretender explicar. El modelo explica en un 77,76% la variable «Ingresos de explotación» del mismo periodo.

3) Análisis del restaurante Tapas-Seleqta 1 – Proyecciones estimadas: 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% |
| EBITDA | 1.745.222,26 | 1.780.126,70 | 1.815.729,23 | 1.852.043,82 | 1.889.084,70 |
| 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% |
| EBIT | 1.458.048,89 | 1.487.209,87 | 1.516.954,06 | 1.547.293,14 | 1.578.239,01 |
| Fondo de maniobra | | | | | |
| 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% |
| Fondo de maniobra | - 477.521,69 | - 487.072,13 | - 496.813,57 | - 506.749,84 | - 516.884,84 |
| VARIACIÓN FONDO DE MANIOBRA | - 225.007,24 | - 9.550,43 | - 9.741,44 | - 9.936,27 | - 10.135,00 |

4) Análisis del restaurante Tapas-Seleqta 1 – Enterprise value = Valor de la empresa

| ANÁLISIS SENSIBILIDAD VALORACION A 31/12/2018 | | |
|---|-----------|---------|
| RESTAURANTE TAPAS-SELEQTA 1 | | |
| k _e | 13,07% | |
| WACC | 13,07% | |
| k _i (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) Análisis del restaurante Tapas-Seleqta 2 – Real 2014-2015-2016

| ESCENARIO BASE | | | | CAGR | R ²  | % 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 curso | - | - | - | 0,00% | | | |
| % sobre ventas | 0,00% | 0,00% | 0,00% | | | | |
| Gastos de personal | - 3.259.227,17 | - 3.443.696,46 | - 3.575.166,11 | 35,91% | | | |
| % sobre ventas | 35,19% | 36,42% | 35,91% | | | | |
| Otros gastos de explotación | - 1.582.618,26 | - 1.657.385,78 | - 1.660.083,28 | 16,67% | | | |
| % sobre ventas | 17,09% | 17,53% | 16,67% | | | | |
| EBITDA | 725.375,97 | 733.241,34 | 1.096.451,59 | 1,23% | | | |
| Amortización | - 136.607,18 | - 117.207,55 | - 122.159,83 | | | | |
| % sobre ventas | 1,47% | 1,24% | 1,23% | 1,23% | | | |
| EBIT | 588.768,79 | 616.033,79 | 974.291,76 | 0,49% | | | |
| Fondo de maniobra | | | | | | | |
| Existencias. | 38.548,15 | 58.177,97 | 48.470,00 | | 0,42% | | |
| % sobre ventas | 0,42% | 0,62% | 0,49% | | | | |
| Deudores comerciales | 110.861,82 | 106.109,50 | 227.814,17 | | 1,20% | | |
| % sobre ventas | 1,20% | 1,12% | 2,29% | | | | |
| Acreedores comerciales | 710.084,42 | 640.639,54 | 931.655,50 | | 7,67% | | |
| % sobre ventas | 7,67% | 6,77% | 9,36% | | | | |
| Fondo de maniobra | - 560.674,45 | - 476.352,07 | - 655.371,33 | | | | |
| VARIACIÓN FONDO DE MANIOBRA | - 560.674,45 | 84.322,38 | - 179.019,26 | | | | |

6) Análisis del restaurante Tapas-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% |
| EBITDA | 1.151.274,17 | 1.208.837,88 | 1.269.279,77 | 1.332.743,76 | 1.399.380,95 |
| 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% |
| EBIT | 1.023.006,35 | 1.074.156,67 | 1.127.864,50 | 1.184.257,72 | 1.243.470,61 |
| Fondo de maniobra | | | | | |
| 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% |
| Fondo de maniobra | - 688.139,90 | - 722.546,89 | - 758.674,24 | - 796.607,95 | - 836.438,35 |
| VARIACIÓN FONDO DE MANIOBRA | - 32.768,57 | - 34.406,99 | - 36.127,34 | - 37.933,71 | - 39.830,40 |

7) Análisis del restaurante Tapas-Seleqta 2 – Enterprise value = Valor de la empresa

| ANÁLISIS SENSIBILIDAD VALORACION A 31/12/2016 | | | | | | | | |
|---|-------------------------|----------------------|------------|------------|------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| RESTAURANTE TAPAS-SELEQTA 2 | | | | | | | | |
| k_e | 8,80% | | | | | | | |
| WACC | 8,80% | | | | | | | |
| k_i (Coste de la deuda) | 6,00% | | | | | | | |
| t (tipo impositivo IS) | 25,00% | | | | | | | |
| Recursos Propios | 7.237.200 | | | | | | | |
| Recursos ajenos con coste | - | | | | | | | |
| | 100,00% | | | | | | | |
| Escenario Base (dscn) | | | | | | | | |
| | 2017 dscn | 2018 dscn | 2019 dscn | 2020 dscn | 2021 dscn | VR dscn | | |
| g | 740.915,83 | 720.184,74 | 699.760,67 | 679.666,66 | 659.922,20 | 8.542.944,27 | | |
| 1,00% | | | | | | | | |
| | Valor económico | 12.043.394,37 | | | | TESORERIA | IFT | Σ |
| | Valor financiero | 12.043.394,37 | | | | 2.171.835,86 | 2.783.992,08 | 4.955.827,94 |

| 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 | 6,80% | 13.564.555,63 | 14.343.039,94 | 15.245.053,75 | 16.302.533,29 | 17.559.461,61 | 19.078.140,35 | 20.949.835,12 |
| | 7,30% | 12.668.083,09 | 13.334.225,23 | 14.098.300,49 | 14.983.618,83 | 16.021.525,38 | 17.255.189,07 | 18.745.758,43 |
| | 7,80% | 11.880.062,24 | 12.455.171,12 | 13.109.040,35 | 13.859.038,39 | 14.728.045,77 | 15.746.830,07 | 16.957.764,93 |
| | 8,30% | 11.182.000,57 | 11.682.422,22 | 12.246.983,96 | 12.888.861,63 | 13.625.105,17 | 14.478.175,48 | 15.478.275,91 |
| | 8,80% | 10.559.381,92 | 10.997.852,99 | 11.489.139,10 | 12.043.394,37 | 12.673.554,12 | 13.396.357,03 | 14.233.853,95 |
| | 9,30% | 10.000.652,25 | 10.387.235,24 | 10.817.738,08 | 11.300.096,17 | 11.844.279,10 | 12.462.987,12 | 13.172.654,71 |
| | 9,80% | 9.496.500,85 | 9.839.244,18 | 10.218.833,66 | 10.641.548,46 | 11.115.180,42 | 11.649.518,78 | 12.257.034,01 |
| | 10,30% | 9.039.341,11 | 9.344.753,77 | 9.681.324,59 | 10.054.078,00 | 10.469.180,08 | 10.934.282,35 | 11.458.997,74 |
| | 10,80% | 8.622.929,15 | 8.896.327,86 | 9.196.264,96 | 9.526.801,61 | 9.892.872,15 | 10.300.532,11 | 10.757.295,83 |

8) Análisis del restaurante Tapas-Seleqta 3 – Real 2016-2017-2018

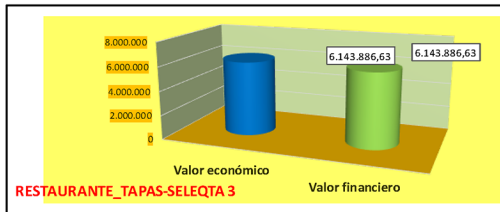
| ESCENARIO BASE | | | | CAGR | R ² | % Crec. Futuro anual según la Empresa | | |
|---|---------------------|---------------------|---------------------|-----------|----------------|---------------------------------------|--|--|
| RESTAURANTE_TAPAS-SELEQTA 3 | 2016 | 2017 | 2018 | | | | | |
| Ingresos 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 | - | - | - | | | | | |
| % sobre ventas | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | | | | |
| Gastos de personal | - 818.731,81 | - 1.926.796,19 | - 2.033.018,54 | | | | | |
| % sobre ventas | 49,49% | 47,47% | 36,27% | 36,27% | | | | |
| Otros gastos de explotación | - 380.703,40 | - 646.529,42 | - 902.838,46 | | | | | |
| % sobre ventas | 23,01% | 15,93% | 16,11% | 16,11% | | | | |
| EBITDA | - 275.762,59 | - 25.122,46 | 749.462,33 | | | | | |
| Amortización | - 32.729,39 | - 203.606,49 | - 218.902,27 | | | | | |
| % sobre ventas | 1,98% | 5,02% | 3,91% | 3,91% | | | | |
| EBIT | - 308.491,98 | - 228.728,95 | 530.560,06 | | | | | |
| Fondo de maniobra | | | | | | | | |
| Existencias. | 46.008,00 | 50.359,90 | 54.573,10 | | | | | |
| % sobre ventas | 2,78% | 1,24% | 0,97% | 0,97% | | | | |
| Deudores comerciales | 372.019,66 | 45.369,56 | 58.270,64 | | | | | |
| % sobre ventas | 22,49% | 1,12% | 1,04% | 1,04% | | | | |
| Acreedores comerciales | 287.629,36 | 401.247,24 | 612.092,95 | | | | | |
| % sobre ventas | 17,39% | 9,89% | 10,92% | 10,92% | | | | |
| Fondo de maniobra | 130.398,30 | - 305.517,78 | - 499.249,21 | | | | | |
| VARIACIÓN FONDO DE MANIOBRA | 130.398,30 | - 435.916,08 | - 193.731,43 | | | | | |

9) Análisis del restaurante Tapas-Seleqta 3 – Proyecciones estimadas: 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.terminac | - | - | - | - | - |
| % 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% |
| EBITDA | 786.935,45 | 826.282,22 | 867.596,33 | 910.976,15 | 956.524,95 |
| 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% |
| EBIT | 557.088,06 | 584.942,47 | 614.189,59 | 644.899,07 | 677.144,02 |
| Fondo de maniobra | | | | | |
| 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% |
| Fondo de maniobra | - 524.211,67 | - 550.422,25 | - 577.943,37 | - 606.840,54 | - 637.182,56 |
| VARIACIÓN FONDO DE MANIOBRA | - 24.962,46 | - 26.210,58 | - 27.521,11 | - 28.897,17 | - 30.342,03 |

10) Análisis del restaurante Tapas-Seleqta 3 – Enterprise value = Valor de la empresa

| ANÁLISIS SENSIBILIDAD VALORACION A 31/12/2018 | | |
|---|-----------|--------------|
| RESTAURANTE_TAPAS-SELEQTA 3 | | |
| k _e | 16,52% | |
| WACC | 9,99% | |
| ki (Coste de la deuda) | 6,00% | |
| t (tipo impositivo IS) | 25,00% | |
| Recursos Propios | 1.286.320 | Pond. 45,65% |
| Recursos ajenos con coste | 1.531.566 | 54,35% |
| 100,00% | | |



Escenario Base (dscn)

| | 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% | | | | | | |

| | | | | | | | |
|------------------|--------------|-----|-----------|------|------------|---|------------|
| Valor económico | 6.143.886,63 | IFT | 12.699,76 | Cash | 120.367,44 | Σ | 133.067,20 |
| Valor financiero | 6.143.886,63 | | | | | | |

| Escenario Base | | | | | | | | |
|-----------------|--------|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Valor Económico | | 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 |
| | 9,99% | 5.492.542,48 | 5.687.914,23 | 5.903.882,83 | 6.143.886,63 | 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 |

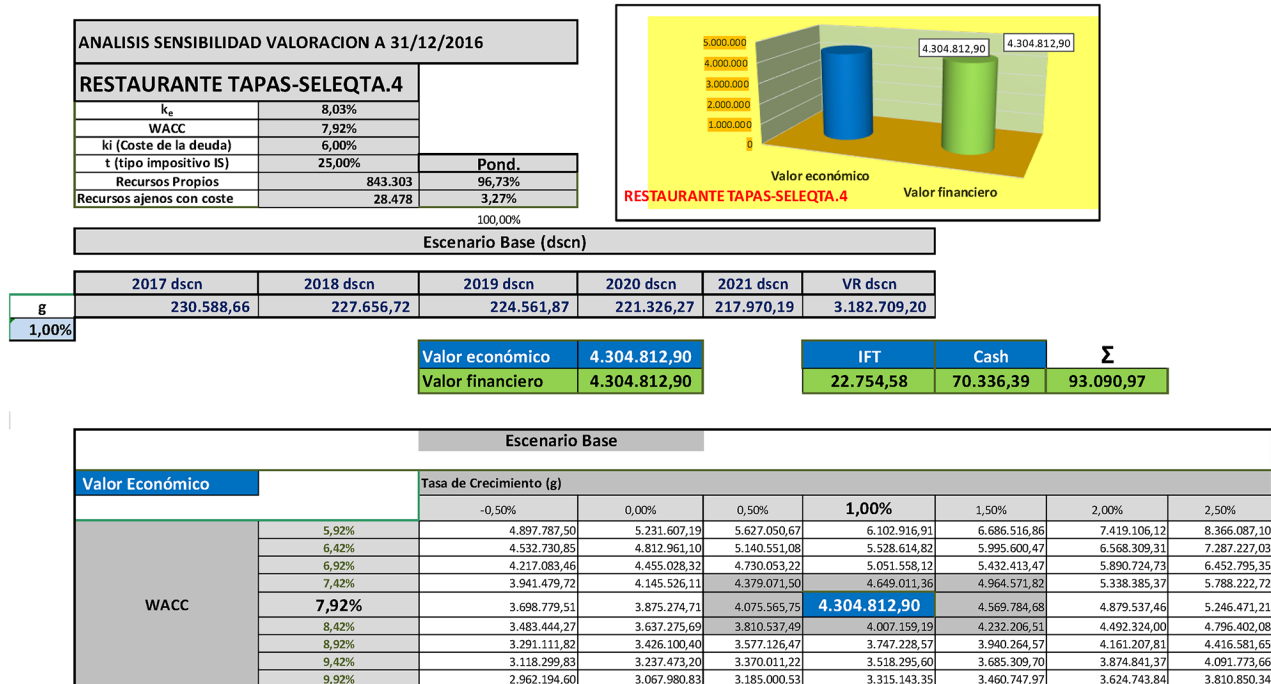
11) Análisis del restaurante Tapas-Seleqta 4 – Real 2014-2015-2016

| ESCENARIO BASE | | | | CAGR | R ² 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 curso | - | - | - | | | |
| % 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% | | |
| EBITDA | 95.774,21 | 124.850,03 | 386.962,85 | | | |
| Amortización | - 86.376,60 | - 70.839,88 | - 76.887,67 | | | |
| % sobre ventas | 2,13% | 1,60% | 1,65% | 1,65% | | |
| EBIT | 9.397,61 | 54.010,15 | 310.075,18 | | | |
| Fondo de maniobra | | | | | | |
| 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% | | |
| Fondo de maniobra | 104.659,57 | 165.650,93 | - 16.318,21 | | | |
| VARIACIÓN FONDO DE MANIOBRA | 104.659,57 | 60.991,36 | - 181.969,14 | | | |

12) Análisis del restaurante Tapas-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 curso | - | - | - | - | - |
| % 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% |
| EBITDA | 406.310,99 | 426.626,54 | 447.957,87 | 470.355,76 | 493.873,55 |
| 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% |
| EBIT | 325.578,94 | 341.857,89 | 358.950,78 | 376.898,32 | 395.743,24 |
| Fondo de maniobra | | | | | |
| 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% |
| Fondo de maniobra | - 17.134,12 | - 17.990,83 | - 18.890,37 | - 19.834,89 | - 20.826,63 |
| VARIACIÓN FONDO DE MANIOBRA | - 815,91 | - 856,71 | - 899,54 | - 944,52 | - 991,74 |

13) Análisis del restaurante Tapas-Seleqta 4 – Enterprise value = Valor de la empresa



14) Análisis de la empresa de servicios SCC – Real 2016-2017-2018

| ESCENARIO BASE | | | | CAGR | R ² | % 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% | | |
| EBITDA | 1.018.004,23 | 1.216.986,20 | 1.234.831,73 | | | |
| Amortización | - | - | - | | | |
| % sobre ventas | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | | |
| EBIT | 1.018.004,23 | 1.216.986,20 | 1.234.831,73 | | | |
| Fondo de maniobra | | | | | | |
| 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% | | |
| Fondo de maniobra | - 217.592,98 | 78.399,45 | - 15.694,68 | | | |
| VARIACIÓN FONDO DE MANIOBRA | - 217.592,98 | 295.992,43 | - 94.094,13 | | | |

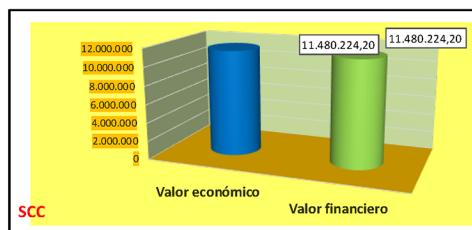
15) Análisis de la empresa de servicios SCC – Proyecciones estimadas: 2019-2023

| | 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% |
| EBITDA | 1.296.573,32 | 1.361.401,98 | 1.429.472,08 | 1.500.945,69 | 1.575.992,97 |
| Amortización | - | - | - | - | - |
| % sobre ventas | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| EBIT | 1.296.573,32 | 1.361.401,98 | 1.429.472,08 | 1.500.945,69 | 1.575.992,97 |
| Fondo de maniobra | | | | | |
| 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% |
| Acreeedores 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% |
| Fondo de maniobra | - 16.479,41 | - 17.303,38 | - 18.168,55 | - 19.076,98 | - 20.030,82 |
| VARIACIÓN FONDO DE MANIOBRA | - 784,73 | - 823,97 | - 865,17 | - 908,43 | - 953,85 |

16) Análisis de la empresa de servicios SCC – Enterprise value = Valor de la empresa

ANÁLISIS 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 | | Tasa de Crecimiento (g) | | | | | | |
|-----------------|---------------|-------------------------|---------------|----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Valor Económico | WACC | -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 |
| 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 | |
| 10,61% | 10.370.767,39 | 10.705.741,53 | 11.073.837,75 | 11.480.224,20 | 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. ¿Qué decisión deben tomar los hermanos Agustín y Juan?

Agustín Pérez Pérez, quien ha cursado un MBA en la UOC, se ha dirigido al Departamento de Finanzas Corporativas para que realicen una **nueva valoración** con el objeto de verificar si el importe ofertado por el fondo de inversión es un **precio justo de mercado o (*fair value*)**. Dicho esto, se pide al consejo de asesores del que formáis parte todos los alumnos de esta asignatura de Finanzas corporativas realizar el siguiente estudio y proponer a los hermanos Agustín y Juan si la oferta de compra del fondo de inversión es aceptable o no.

Cuando lo que se pretende es determinar el **valor en el mercado** (no de mercado, sino en el mercado), los métodos más comúnmente aceptados son los denominados «de múltiplos o multiplicadores», que consisten en la aplicación de un coeficiente o múltiplo sobre un determinado indicador de la compañía, representativo de su capacidad de generar rentabilidad o beneficios.

Los coeficientes o múltiplos pueden ser obtenidos a partir de datos disponibles de valoraciones públicas o de transacciones efectuadas en el mercado por otras empresas del mismo sector o por empresas cotizadas (para lo que se requeriría que existan datos comparativos de otras transacciones de similar naturaleza), o bien pueden ser fijados al arbitrio de las partes como consecuencia de la negociación llevada a cabo.

Por ello, cuando se necesitan **múltiplos comparativos de otras empresas**, para su aplicación se requiere que la compañía u otras compañías similares **coticen en un mercado organizado** o que **exista información pública comparable**, fiable y objetiva de empresas de características similares.

A partir de lo comentado anteriormente, se pide que realicéis una valoración del grupo de restauración (4 restaurantes + 1 empresa de servicios) por el **método de múltiplos**. Para realizarlo, nos hemos basado en utilizar una ponderación de tres múltiplos de 41 compañías europeas con cotización en mercados organizados, según detalle (información obtenida del profesor Damodaran, de la New York University Leonard N. Stern):

- **Múltiplo EV/SALES**, donde el valor de empresa se calcula en función de un múltiplo del volumen de ingresos por venta de los servicios de restauración; tomaremos como base la cifra de ingresos a fecha de 31/12/2018.
- **Múltiplo EV/EBITDA**, donde el valor de empresa se calcula en función de un múltiplo del EBITDA (beneficio antes de intereses, impuestos, amorti-

zaciones y depreciaciones); tomaremos como base la cifra del EBITDA a fecha de 31/12/2018.

- **Múltiplo EV/EBIT**, donde el valor de empresa se calcula en función de un múltiplo del EBIT (beneficio antes de intereses, impuestos); tomaremos como base la cifra del EBIT a fecha de 31/12/2018.

Dado que para conseguir los actuales niveles de gestión operativa se han necesitado una serie de años, el posicionamiento en el mercado, el conocimiento de marca, la diferenciación del servicio y la calidad *vs.* precio, hemos asignado la siguiente **ponderación a los múltiplos** citados en el párrafo anterior, según detalle:

- Múltiplo EV/SALES: **ponderada un 70%**, sobre la base de la ubicación física de los restaurantes (en zona *prime* de Barcelona).
- Múltiplo EV/EBITDA: **pondera un 10%**, sobre la base de la eficiencia de las operaciones.
- Múltiplo EV/EBIT: **pondera un 20%**, sobre la base de la estructura financiera del pasivo.

Los datos obtenidos de las empresas detalladas en el cuadro anterior se encuentran actualizados a fecha de 05/01/2019.

Sobre la media obtenida de la muestra de empresas, han presentado los siguientes valores de referencia para los múltiplos detallados anteriormente:

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

Adicionalmente, sobre los valores medios detallados en el párrafo anterior, hemos utilizado un coeficiente corrector a la baja del 30%. Esta decisión se encuentra respaldada en las siguientes «variables»:

a) Un descuento por falta de liquidez en las acciones del grupo de restauración, ya que no cotizan en mercado organizado, ni primario, ni secundario.

b) Un descuento por tamaño del grupo empresarial: a menor tamaño, mayor es el riesgo de venta y por tanto hay que aplicar una tasa de descuento para hacer atractivo el interés del nuevo inversor.

Por último, en relación con **la valoración individual de la empresa de servicios compartidos SCC**, al tratarse esta última de una empresa dedicada en exclusividad a la gestión administrativa, de personal y de central de compras de los cuatro restaurantes de la marca Tapas-Seleqta, de la que se traspasa la «actividad» y sus ingresos se encuentran referenciados a un porcentaje sobre la facturación global de cada uno de los cuatro restaurantes, hemos valorado

esta empresa eligiendo solo el primero de los múltiplos detallado anteriormente, es decir, «EV/SALES» y la valoración resultante de esta la hemos repartido entre los cuatro restaurantes operativos «utilizando la ponderación de los tres múltiplos comentados anteriormente», ya que dicha empresa de servicios será absorbida por la gestión del fondo de inversión, y los resultados que está obteniendo volverán a formar parte del resultado de cada uno de los cuatro restaurantes operativos.

Resumen de las empresas analizadas

| <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 | D P 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 | Turkey | Developed Europe | EU & Environs |
| Restaurant/Dining | Sfinks Polska Spolka 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 Laiseau 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 | Mir 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 5GP5, SA (ENXTLS:IB5) | ENXTLS:IB5 | 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 |