

TELEPIZZA (TPZ)

Inicio Cobertura

Sector: Bienes de consumo (Alimentación y bebidas)

COMPRAR
RIESGO: ALTO

Accionistas

KKR: 26,3%

Precio acción (11/12/2018):	EUR 4,40
Precio objetivo (12 meses):	EUR 6,40
Nº de Acciones (mill):	100,72
Capitalización Bursátil (mill):	EUR 443,17
Máx/Mín 2018:	EUR (6,03 / 4,10)
Máx/Min (12 meses):	EUR (6,03 / 4,10)
% Máx/Min (12 meses):	-27,7

Analista: Iñigo Isardo

Tel: 34 - 91 - 573 30 27

Fax: 34 - 91 - 504 40 46

Mesa de contratación

Enrique Zamácola / Javier de Pedro

Tel: 34 - 91 - 573 30 27

Fax: 34 - 91 - 504 40 46

PER 15:	n.d.
PER 16:	42,5
PER 17:	13,9
PER 18 E:	21,0
PER 19 E:	12,4
PER 20 E:	10,6

Principales Ratios

	EV/EBITDA	EBITDA	EBIT	Bº Neto	Cash-flow	BPA	CF acción	ROE (%)	ROA (%)	Dividendo acción	Pay-out
	(*)	(*)	(*)	(*)	(*)	(**)	(**)	(***)	(***)	(**)	(%)
2015	4,3	57,73	41,12	(1,15)	15,46	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0
2016	18,5	31,62	14,25	10,69	28,06	0,11	0,28	2,2	1,2	0,00	0
2017	8,3	66,43	47,49	31,84	50,79	0,32	0,50	5,1	3,3	0,00	0
2018E	9,9	55,41	35,46	21,09	41,04	0,21	0,41	5,1	3,3	0,03	15
2019E	7,1	77,08	52,99	35,78	59,87	0,36	0,59	5,3	3,4	0,05	15
2020E	6,2	85,63	59,34	41,76	68,05	0,41	0,68	5,9	3,8	0,06	15

(*) EUR millones

(**) No se incluyen ratios por acción previos a 2016, año de su vuelta a cotizar en Bolsa.

(***) En los ratios ROE y ROA de 2018 se eliminan los costes extraordinarios de la alianza (EUR 15 millones)

FACTORES CLAVES DE LA INVERSIÓN

- **Telepizza (TPZ o el Grupo o la Compañía) es la mayor compañía de venta de pizza a domicilio no estadounidense por número de tiendas del mundo** e incluyendo EEUU ocupa el cuarto lugar a nivel mundial de compañías por número de tiendas.
- **El Grupo opera un modelo de negocio diferenciado e integrado verticalmente en toda la cadena de suministro.** Opera en 23 países con las marcas Telepizza, Jenó's Pizza y Apache Pizza y cuenta en la actualidad con una red total de 1.629 tiendas que incluyen 397 tiendas propias y 1.232 franquicias. Es líder de mercado en España, Portugal, Chile y Colombia.
- **Además, la Compañía opera en el sector de la alimentación de pizza dentro del mercado de consumo alimenticio**, que incluye todos los establecimientos especializados en pizzas y comprende tres subsectores: i) restaurantes de pizzas, ii) venta de pizzas a domicilio, y iii) restaurantes de comida rápida. Creemos que la actividad de TPZ no depende en exceso del ciclo económico pudiendo tener incluso un carácter anticíclico, sensible al precio, algo que valoramos positivamente en un entorno de ralentización del crecimiento económico como el actual.
- **La Junta General de Accionistas de TPZ aprobó en junio de 2018 una alianza estratégica y un acuerdo multi-jurisdiccional de master franquicia entre la Compañía y Pizza Hut, división de Yum! Brands, Inc.**, la mayor compañía de restaurantes de pizza del mundo con casi 17.000 restaurantes en más de 100 países, con el objetivo de acelerar su crecimiento en América Latina (excluyendo Brasil), el Caribe, España, Andorra, Portugal y Suiza.
- Como resultado del acuerdo, **TPZ, adicionalmente a los 1.629 establecimientos de su red, operará aproximadamente 1.000 establecimientos de Pizza Hut**, y se convertirá en el mayor master franquiciado de Pizza Hut del mundo por número de establecimientos y en un operador mundial de pizza.
- TPZ obtuvo unos **ingresos** de EUR 262,0 millones en 9M2018, por debajo (-2,2% interanual; -1,5% a tipos constantes) de los obtenidos en el mismo periodo del año anterior, afectados por el cambio de tiendas propias a franquicias. El **cash flow de explotación (EBITDA)** se redujo un 0,5% en términos comparables (ajustando un coste extraordinario de EUR 13,2 millones del acuerdo con Pizza Hut), hasta situar su cifra en EUR 50,1 millones. Mientras, el **beneficio neto atribuible comparable** creció un 1,7%, situándose en EUR 21,9 millones.
- **Hemos estimado que TPZ aumente sus resultados en el periodo proyectado 2018-2020, impulsados tanto por el crecimiento orgánico como por el acuerdo alcanzado con Pizza Hut.** Así, prevemos que TPZ incremente sus ventas a una tasa anual de crecimiento compuesto (tacc) del 11,5%, su EBITDA a un 8,8% tacc y su beneficio neto a un 9,4% tacc.
- Hemos empleado dos métodos para valorar TPZ: i) por un descuento de flujos de caja ajustados a impuestos, y ii) por multiplicadores relativos a los que cotiza un grupo de referencia de compañías que operan en su sector. Como resultado de ambos, **valoramos TPZ en EUR 644,62 millones, equivalente a EUR 6,40 por acción.** A precios actuales, la acción cotiza con un potencial de revalorización del 45,5%.
- **Consideramos que los fundamentales del negocio de TPZ son sólidos con una estructura financiera razonable, mientras que el acuerdo con Pizza Hut le dota de un mayor potencial de expansión en territorios en los que no está presente** y una mayor presencia en aquellos en los que sí cuenta con establecimientos. Además, la alianza le dota de una mayor visibilidad de resultados futuros. Adicionalmente, el Grupo cotiza con un significativo potencial de revalorización, actualmente del 45,5%. Por todo ello, iniciamos nuestra cobertura del valor con una recomendación de **COMPRA**.

RECOMENDACIÓN: COMPRA
RIESGO: ALTO

1. INDUSTRIA DE ALIMENTACIÓN

Según *el Observatorio Sectorial DBK de Informa*, las ventas totales de los establecimientos de comida rápida y a domicilio crecieron en España un 5,6% en 2017, hasta alcanzar los EUR 3.320 millones. Esta evolución se vio favorecida por la positiva evolución del consumo privado, el dinamismo del turismo y el crecimiento de la oferta de locales.

Desglosando las ventas de 2017 por tipo de servicio:

- **Ventas en mostrador** (el 86% del total): EUR 2.870 millones (+4,5% interanual).
- **Delivery**: EUR 450 millones (+13,1% más que en 2016) con un comportamiento más dinámico, gracias a la entrada de las principales cadenas en este negocio y a la buena aceptación por parte de los clientes.

En función del tipo de establecimiento:

- **Cadenas de hamburgueserías**: EUR 1.765 millones (+6,1% interanual)
- **Cadenas de pizzerías**: EUR 620 millones (+8,4% interanual),
- **Cadenas de bocadillerías**: EUR 570 millones (+0,9% interanual)
- **Otros establecimientos**: EUR 365 millones (+5,8% interanual)

A corto y medio plazo las ventas del sector de comida rápida y a domicilio mantendrán una evolución positiva, estimándose tasas anuales de crecimiento del 4 - 5% en el bienio 2018 - 2019.

La oferta total de establecimientos alcanzó los 4.890 en 2017, mostrando una tendencia ascendente en los últimos años. Las tres cuartas partes de los locales corresponden a franquicias. Por tipos, destaca el peso de las hamburgueserías, con 1.450 locales, registrando además el mayor número de aperturas. A continuación, se situaron las bocadillerías (1.280) y las pizzerías (1.245), mientras que otros establecimientos alcanzó 915 puntos de venta.

El sector presenta un alto grado de concentración, de manera que las cinco primeras cadenas reunieron en 2017 el 72% del mercado total y el 53% de los establecimientos.

TPZ opera en el sector de la alimentación de pizza dentro del mercado de consumo alimenticio, que incluye todos los establecimientos especializados en pizzas y comprende tres subsectores: i) restaurantes de pizzas, ii) venta de pizzas a domicilio, y iii) restaurantes de comida rápida.

Dentro de los servicios de alimentación de pizza en España, TPZ opera dentro del subsector de pizzas a domicilio con una cuota en ventas superior al 50% al cierre de 2017, seguido de Grupo Zena (Domino's Pizza) con una cuota de alrededor del 15% y de Yum! Brands (Pizza Hut), que cuenta con una cuota de mercado del 2,7% en el país. La consultora *Euromonitor* estima que el mercado global de pizzas a domicilio crecerá un 5,1% anual entre 2015 y 2020.

2. PERFIL DE LA COMPAÑÍA

TPZ opera desde hace 30 años en 23 países con las marcas Telepizza, Jeno's Pizza y Apache Pizza con más de 60 millones de pizzas anuales vendidas en todo el mundo. Cuenta con una red total de 1.629 tiendas que incluyen 397 tiendas propias y 1.232 franquicias, y es líder de mercado por número de tiendas en España, Portugal, Chile y Colombia.

2.1. Breve historia de la Compañía

- **1987**: Fundación de la empresa en Madrid, como una empresa familiar de comida a domicilio enfocada en la calidad de sus productos y en la innovación.
- **1988**: Apertura de la primera tienda en Madrid.

- **1992:** Apertura de su primera fábrica y comienzo de la expansión internacional del Grupo.
- **1993:** Primeras tiendas en Polonia, Portugal y Chile.
- **1996:** Salida a cotización en Bolsa.
- **1998:** Entrada de nuevos accionistas.
- **2000:** Nueva estructura de apoyo al sistema de franquicias
- **2003:** Alianza de TPZ y El Pollo Campero en Guatemala y El Salvador.
- **2004:** Comienza la expansión *online* del Grupo en España.
- **2005:** Se consolida el servicio *Room Service* de TPZ.
- **2007:** Se excluye TPZ de cotización.
- **2008:** Relanza www.telepizza.es como mejora del servicio a domicilio.
- **2009:** Alcanza los 1.902 establecimientos, de los que 600 son franquicias.
- **2010:** Adquiere la primera cadena de pizzería en Colombia, Jeno's.
- **2011:** Se introduce en el sector del catering aéreo (Air Europa). Se introduce en Perú.
- **2012:** Incorporación a rutas de Iberia (IAG) y Vueling (IAG). Entrada en Ecuador.
- **2013:** Expansión del negocio a Rusia y Panamá.
- **2014:** Entrada en Bolivia y Angola.
- **2016:** Vuelve a cotizar en Bolsa mediante una Oferta Pública de Venta (OPV). Entrada en nuevos mercados: Marruecos y Arabia Saudí.
- **2017:** Entrada en nuevos mercados: Reino Unido, Francia, Suiza, República Checa, Malta, Irán y Paraguay. Lanzamiento de la nueva aplicación (*app*) de TPZ para venta online.
- **2018:** Alcanza un acuerdo de master franquicia con Yum! Brands (Pizza Hut) para acelerar su crecimiento en América (excepto Brasil), Caribe, España, Portugal, Suiza y Andorra. TPZ adquiere Sodetur y Costa Hut, franquiciadas de Pizza Hut en Ecuador

2.2. Principales líneas de negocio

TPZ ofrece una variedad única de pizzas y productos complementarios que combinan sabores homogéneos en distintos países, con enfoque en adaptación local e innovación en los mercados en los que operan.

El Grupo produce su propia masa de pizza estandarizada en 7 centros de producción que operan alrededor del mundo y que se usa en todas sus tiendas (tanto propias como franquicias) lo que, junto con el control que ejercen sobre el suministro de ingredientes, permite que sus productos cuenten con un sabor fiable y homogéneo en toda la cadena.

La actividad principal de sus sociedades dependientes consiste en la gestión y explotación de tiendas bajo las marcas "Telepizza", "Pizza World" y "Jeno's Pizza" para consumo en domicilio y en local, situados principalmente en España, Portugal, Polonia, Chile, Colombia, Perú, Ecuador, Suiza, Irlanda, Republica Checa y Paraguay. Asimismo, el Grupo realiza su actividad a través de master franquiciados situados en Guatemala, El Salvador, Rusia, Angola, Bolivia, Panamá, Abu Dabi, Irán y Reino Unido.

La Compañía es la mayor de venta de pizza a domicilio no estadounidense por número de tiendas del mundo y la cuarta del mundo incluyendo a competidores basados en EEUU por número de tiendas, según información de *Euromonitor* de abril de 2016 recogida en el folleto de salida a Bolsa de TPZ.

TPZ opera a través de tres tipos de establecimiento: i) tiendas propias, ii) franquicias, iii) master franquicias:

- i. *Tiendas propias:* Es el tipo de establecimiento que se da en aquellos países en los que TPZ no tiene su marca consolidada, con el objetivo de ofrecer unos estándares elevados de calidad y elevar el prestigio de la marca, hasta que se puede implementar el modelo de franquicias. Asimismo, también se produce cuando un franquiciado fallece y no tiene sucesor que continúe con el negocio o cuando algún franquiciado no alcanza los estándares de calidad requeridos por el Grupo para desarrollar la franquicia.

- ii. **Franquicias:** Esta actividad consiste en el asesoramiento en la gestión de tiendas de terceros que operan con las marcas del Grupo, recibiendo TPZ como contraprestación un porcentaje sobre las ventas de sus franquiciados (*royalty*). Asimismo, TPZ centraliza la actividad de promoción y publicidad de todas las tiendas que operan bajo las mencionadas marcas, obteniendo la Compañía un porcentaje sobre las ventas de sus franquiciados en concepto de publicidad.
- iii. **Master Franquicias:** La actividad de master franquicia incluye las operaciones que se realizan en aquellos países donde el Grupo no opera directamente porque tiene firmado un acuerdo donde se licencia la marca con un operador local. Los contratos de master franquicia garantizan al master franquiciado operar con la marca Telepizza en un mercado determinado permitiéndoles abrir sus propias tiendas o franquiciarlas a su vez.

Como veremos más adelante, al conjunto de ventas de las tiendas propias, de las tiendas franquiciadas, y de las tiendas master franquicias, se les denomina ventas cadena.

La Compañía se dirige a una base de clientes amplia, que incluye todas las edades, clases sociales y ubicación. Su segmento de clientes más amplio son las familias con niños, mientras que otro grupo de clientes significativos son los jóvenes, que suelen dar prioridad a la innovación, y los adultos, que dan prioridad a la comodidad.

En relación a sus canales de distribución, la actividad de TPZ se realiza a través de tres diferentes: i) entrega a domicilio (*delivery*), ii) recogida en tienda (*non-delivery*), y iii) consumo en tienda (*non-delivery*).

La venta digital constituye una de las palancas de crecimiento de la Compañía, por lo que el Grupo ha continuado desarrollando su aplicación (*app*) para teléfonos móviles, obteniendo fuertes niveles de crecimiento, como analizaremos posteriormente en los resultados de TPZ.

El Grupo aprovisiona a todas las tiendas existentes en España y Portugal explotadas directamente por el Grupo o a través de sus franquiciados desde su fábrica y centro logístico en Daganzo (Madrid). Adicionalmente, el grupo posee otras 6 fábricas repartidas en otros países en los que tiene actividad, que también actúan como centros logísticos.

3. ESTRATEGIA

3.1. Estrategia actual

TPZ ofrece un modelo de negocio diferenciado y verticalmente integrado en toda la cadena de suministro, utilizando como materias primas la masa de pizza y el queso. El queso lo produce Ornuva, proveedor estratégico del Grupo, que les provee con un contrato estratégico a largo plazo, lo que le permite a la Compañía la obtención de un mejor precio.

Esta combinación de la fabricación de su propia masa de pizza y un proveedor estratégico para su queso resulta ventajosa, ya que aporta flexibilidad, control y conocimiento del producto, menor stock, producción *just-in-time* y homogeneidad de producto en todos los territorios.

En general, TPZ tiene ubicados sus centros logísticos cerca de sus centros de producción, lo que le permite centralizar el almacenamiento y la distribución de masa, queso y otros suministros a sus tiendas propias y franquiciadas. El reparto se lleva a cabo a demanda de las tiendas, generalmente dos o tres veces por semana.

La estrategia de TPZ para impulsar el crecimiento futuro se basa en las siguientes premisas:

- Lograr el crecimiento homogéneo (*like-for-like*) de las ventas cadena en España e internacionales como resultado de iniciativas concretas dirigidas a mejorar la experiencia del consumidor, como la continua innovación de producto, la mejora de la plataforma digital/móvil y la renovación de las tiendas, junto con la esperada evolución favorable de las variables macroeconómicas.

- Capitalizar su importante posición de mercado en los países donde opera incrementando la cobertura en áreas donde carece de presencia importante, aprovechando el nivel de penetración existente y expandir el consumo en tienda a los centros comerciales, así como a otros nuevos formatos como las mini tiendas.
- Firmar nuevos contratos de master franquicia con operadores locales expertos en nuevos mercados menos conocidos, limitando las inversiones de capital a la vez que reforzando la marca alrededor del mundo, y acelerar el crecimiento en áreas sin explotar.
- Explorar oportunidades selectivas y complementarias de consolidación en el mercado global de pizza, que sigue fragmentado.

3.2. Acuerdo estratégico con Pizza Hut

La Junta General de Accionistas de TPZ aprobó en junio de 2018 una alianza estratégica y un acuerdo multi-jurisdiccional de master franquicia entre la Compañía y Pizza Hut, división de Yum! Brands, Inc., la mayor compañía de restaurantes de pizza del mundo con casi 17.000 restaurantes en más de 100 países, con el objetivo de acelerar su crecimiento en América Latina (excluyendo Brasil), el Caribe, España, Andorra, Portugal y Suiza.

Como resultado del acuerdo, TPZ, adicionalmente a los 1.629 establecimientos de su red, operará aproximadamente 1.000 establecimientos de Pizza Hut, y se convierte en el mayor master franquiciado de Pizza Hut del mundo por número de establecimientos y en un operador mundial de pizza.

Pizza Hut, por su parte, dobla su presencia en las regiones que cubren la alianza entre ambos grupos; sitúa a la compañía como número 1 de su categoría en América Latina y el Caribe por número de establecimientos; y consolida su posición como la mayor compañía de restaurantes de pizza del mundo.

Los puntos clave del acuerdo son:

- **España y Portugal:** TPZ continuará operando en España (donde es líder del mercado) y en Portugal desarrollando su marca, pero también operará los establecimientos de Pizza Hut y supervisará los franquiciados de Pizza Hut.
- **América Latina (excluyendo Brasil):** Como master franquiciado, TPZ supervisará los franquiciados de Pizza Hut, que continuarán operando los establecimientos de la marca en Latinoamérica (excluyendo Brasil) y el Caribe. Además, TPZ convertirá sus establecimientos en esta región de forma progresiva a Pizza Hut y aprovechará el conocimiento de la marca Pizza Hut para acelerar la expansión de la red de establecimientos e impulsar la entrada en mercados clave de crecimiento.
- **Desarrollo de nuevos establecimientos:** TPZ abrirá, al menos 1.300 nuevos establecimientos en los próximos 10 años, y 2.550 en total en 20 años en todas las regiones que cubre la alianza. La gran mayoría de las nuevas aperturas serán restaurantes de Pizza Hut, incluidas las aperturas en Latinoamérica y el Caribe.
- **Cadena de suministro:** El Grupo administrará la cadena de suministro de Pizza Hut en América Latina (excluyendo Brasil), el Caribe, España, Andorra, Portugal y Suiza, y se convertirá en un proveedor autorizado de los establecimientos Pizza Hut. Ambas compañías explorarán nuevos campos de colaboración en este ámbito en todo el mundo.

El objetivo del acuerdo es que TPZ alcance un cash flow de explotación (EBITDA) de unos EUR 100 millones (unos \$ 120 millones) al cierre del ejercicio 2021, aprovechando el impulso de la apertura de los nuevos establecimientos, con los que duplicará su tamaño y alcanzará unas ventas aproximadas de unos EUR 1.100 millones (unos \$ 1.300 millones).

En relación a este acuerdo, indicar que TPZ centrará todos sus esfuerzos en el mismo, ya que en los primeros tres años debe abrir 250 centros, a un ritmo similar de aperturas al actual. No obstante, en caso de no cumplir con los objetivos, Pizza Hut podría entre el año cuarto y el décimo aplicar una penalización por cada establecimiento no abierto. No obstante, nos consta que el acuerdo alcanzado es flexible, y que TPZ dispone de un tiempo prudencial adicional, antes de que se le impongan penalizaciones.

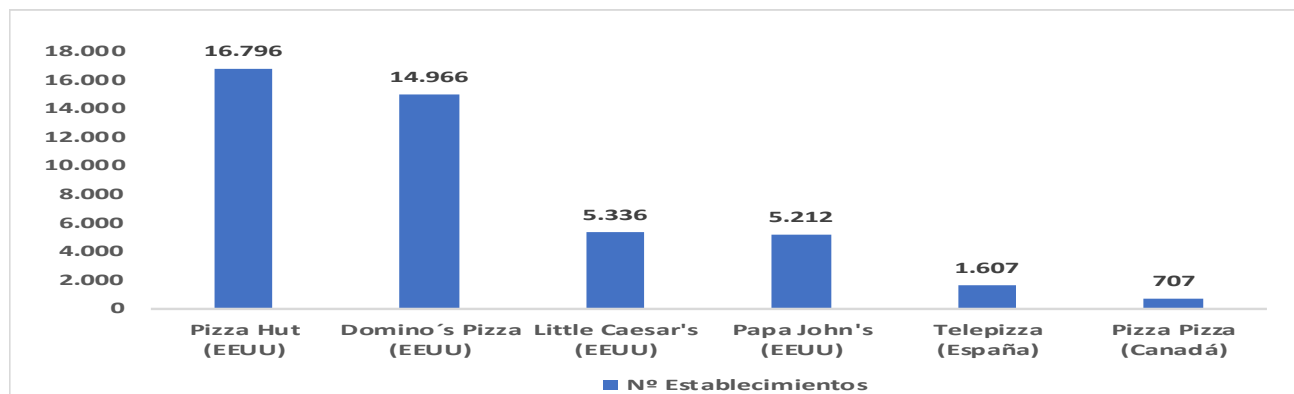
Consideramos que este acuerdo estratégico puede ser beneficioso para ambas partes y, con motivo de ello, analizamos las ventajas que aporta a los dos grupos:

- Pizza Hut:
 - Amplía su condición de liderazgo del segmento de comida rápida a nivel mundial
 - Mantiene su tendencia hacia un modelo de negocio en el que gestiona la marca, mientras que delega la gestión de las operaciones en los máster franquiciados y en los franquiciados, algo que ya han implementado con AmRest.
 - Acceso al modelo de tienda de TPZ, distinta al de Pizza Hut (PH), ya que tiene un mayor potencial de crecimiento, especialmente en el segmento *delivery* (60%)
 - Acceso a la plataforma digital unificada en todos los territorios en los que opera TPZ.
 - Acceso a un suministro (*supply*) centralizado, a diferencia de su sistema actual, en el que cada franquiciado tiene sus proveedores aprobados, por lo que tiene que negociar cada franquiciado con los suyos
- TPZ:
 - Diversificación geográfica, al expandir el territorio en el que opera a otros en los que no tiene presencia (México) y con el apoyo de una marca reconocida, lo que le permitirá escalar más rápido en sus operaciones.
 - Integración como el mayor master franquiciado en una imagen de marca más reconocida a nivel mundial
 - Mayor abanico de productos
 - Acceso a red de tiendas de mayor tamaño
 - Acceso a la posibilidad de alcanzar acuerdos corporativos (M&A) como el de Ecuador.
 - Mayor capacidad inversora de Pizza Hut (PH) en digital.

No obstante, este acuerdo también tiene una serie de contrapartidas, como la desinversión por parte de TPZ de sus operaciones en aquellos países que no se encuentran dentro del acuerdo. Así, aunque en principio el Grupo tenga la obligación de llevar a cabo desinversiones, éstas seguirán el mismo patrón, ya que a nivel de ventas cadena tendrán un cierto impacto negativo, mientras que a nivel de EBITDA el impacto será menor. Por ejemplo, en los últimos meses TPZ ha desinvertido su negocio en Polonia, donde tenía una fuerte presencia a través de tiendas propias y una red de franquicias, aunque los márgenes eran muy bajos.

Gráfico n. 1

CADENAS DE PIZZA POR NÚMERO DE ESTABLECIMIENTOS (2017)



Fuente: Telepizza (TPZ). Elaboración propia.

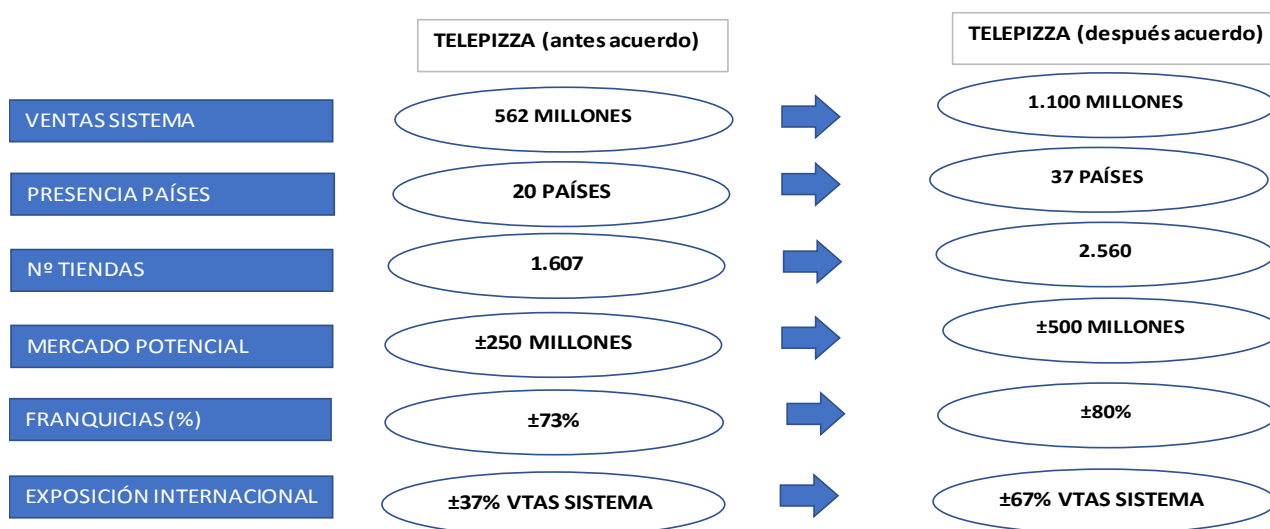
Recientemente, la operación ha recibido la autorización por parte de la Comisión Europea (CE) dándose por cumplida la última de las condiciones suspensivas a las que estaba sujeta la operación. Está previsto que la firma de los diferentes contratos de la operación tenga lugar antes de final de año, siendo la fecha de efectos de tales contratos, en todo caso, el 30 de diciembre de 2018.

Además, y en el marco de la alianza descrita con anterioridad, TPZ ha adquirido las compañías Sodetur y Costa Hut, franquiciadas de Pizza Hut en Ecuador y propietarias de 38 tiendas en ese mercado.

Con esta adquisición TPZ, que actualmente opera 23 establecimientos en ese territorio, se convierte así en líder del mercado ecuatoriano tanto en ventas, como por número de tiendas, al pasar a gestionar un total de 61 establecimientos.

Gráfico n. 2

IMPACTO ACUERDO TELEPIZZA CON PIZZA HUT



Fuente: Telepizza (TPZ). Elaboración propia.

Además, esta adquisición supone la materialización del primer hito dentro de las iniciativas que el Grupo está llevando a cabo antes del cierre de su alianza estratégica con Pizza Hut, aprobada por unanimidad por sus accionistas el pasado mes de junio, en virtud de la cual TPZ se convertirá en el mayor máster franquiciado de Pizza Hut en el mundo por número de establecimientos y en un operador líder mundial de pizza.

El precio de compra se ha fijado en 6,5x (veces) el EBITDA proforma de Sodetur y Costa Hut. La operación, con impacto positivo inmediato en el EBITDA consolidado de la Compañía en 2018, ha sido financiada con recursos propios.

4. ANÁLISIS EVOLUCIÓN RESULTADOS DEL GRUPO – ESTIMACIONES DE PRÓXIMOS AÑOS

4.1. Análisis de los resultados 9M2018

Asimismo, el pasado 12 de noviembre TPZ comunicó sus resultados correspondientes a los primeros nueve meses de ejercicio (9M2018) y su comparativa interanual, de los que destacamos los siguientes aspectos:

RESULTADOS TELEPIZZA 9M2018 vs 9M2017

EUR millones	9M2018	18/17 (%)
Importe neto cifra de negocios	262,0	-2,2%
EBITDA comparable	50,1	-0,5%
EBIT	40,2	-2,4%
Beneficio neto	12,0	-44,3%
Beneficio neto comparable (*)	21,9	1,7%

Fuente: Estados financieros de la compañía.

- TPZ alcanzó unas ventas cadena (ventas de tiendas propias + ventas de tiendas franquiciadas + ventas master franquicias) de EUR 472,7 millones en 9M2018, lo que supone una mejora del 13,8% en tasa interanual. Desglosando el importe, EUR 450,7 millones correspondieron a ventas cadena de geografías *core* (+14,9% interanual; +15,2% a tipos constantes). En términos comparables (*like-for-like*), tras ajustes de aperturas y cierres de establecimientos y de tipos de cambio, el crecimiento de las ventas cadena fue del 2,2%.
- Desglosando también las ventas cadena de geografías *core* por geografía, EUR 177 millones correspondieron a ventas internacionales (+40,8% interanual; +4,6% *like-for-like*) y EUR 273,4 millones a ventas de España (+3,8% interanual, *like-for-like*: +1,0%). Desglosando por tipo de establecimiento, indicar que las ventas de tiendas propias disminuyeron un 13%, hasta los EUR 128 millones, mientras que las ventas de las franquicias aumentaron un 31%, hasta los EUR 322 millones (68,2% del total). Las master-franquicias aportaron el restante 4,7% de crecimiento o EUR 22 millones (-4,3% interanual).
- Los **ingresos totales** del grupo alcanzaron los EUR 262 millones en 9M2018, un 2,2% menos que hace un año (-1,5% a tipos constantes), debido principalmente a los cambios en la distribución del parque de tiendas propias versus franquiciadas.
- El **margen bruto** aumentó ligeramente, desde el 72,9% de 9M2017 al 73,3% de 9M2018, por la reducción del coste de productos vendidos (-3,8%).
- Indicar que las **aperturas brutas** de tiendas de TPZ ascendieron a 76 (30 en España; 46 internacionales), alcanzando los 1.629 establecimientos en los 20 mercados en los que opera. Asimismo, TPZ ha llevado a cabo un proceso de racionalización de sus tiendas antes de que culmine la alianza con Pizza Hut, y ha procedido al cierre de 56 establecimientos (17 en España; 39 internacionales).
- No obstante, en términos comparables, eliminando dichos costes no recurrentes, el **cash flow de explotación (EBITDA)** alcanzó los EUR 50,1 millones, una ligera caída (-0,5% interanual). En términos de ventas, el EBITDA comparable alcanzó el 19,1% frente al 18,8% del 9M2017. El **resultado neto de explotación (EBIT)**, que incluye los costes extraordinarios derivados de la alianza con Pizza Hut (PH), por importe de EUR 13,2 millones, se elevó hasta los EUR 40,2 millones, una caída del 2,4% en términos interanuales.
- El **resultado neto** del periodo mostró un resultado positivo de EUR 12,0 millones, lo que supone una caída del 44,3% en tasa interanual a septiembre. En términos comparables, excluyendo extraordinarios y los impactos fiscales asociados, el **beneficio neto ajustado** se elevó a EUR 21,9 millones, un aumento del 1,7% con respecto al registrado un año antes.

- TPZ ha indicado que estos resultados están en línea con los previstos y con sus objetivos de negocio, en un contexto de aceleración del negocio hacia finales de ejercicio y mantienen sus previsiones de crecimiento para el ejercicio 2018, es decir, un **incremento de las ventas del 4%**, un **incremento del EBITDA comparable de un dígito bajo** y una **apertura neta de tiendas en mercados más relevantes (core) de unas 20 – 30 tiendas** (con una apertura bruta de 70 tiendas), unas **inversiones (capex; excluyendo grandes adquisiciones) de EUR 25 millones**, y un **pay-out a cargo de 2018 del 15-20% del beneficio**.
- Señalar que TPZ sigue avanzando en las distintas fases de la alianza alcanzada con Pizza Hut. Así, y como ya hemos señalado, recientemente la operación ha sido aprobada por la Comisión Europea (CE), por lo que se espera la firma de los contratos el 30 de diciembre. Mientras, TPZ continúa cumpliendo hitos, como la adquisición en octubre de las franquicias de Pizza Hut en Ecuador y la solicitud a las autoridades de Chile completada para la potencial adquisición de las operaciones de Pizza Hut en el país, cuya resolución se espera a finales de año.
- Asimismo, TPZ identificó las desinversiones existentes en mercados no esenciales y las reclasificó como disponibles para la venta. Así el pasado mes de julio, la Compañía anunció el acuerdo con AmRest para venderle las operaciones de TPZ en Polonia.

Consideramos que los resultados de 9M2018 estuvieron bastante en línea con lo esperado, aunque tenemos que indicar que en el 1S2018 el Grupo realizó un ajuste ligeramente a la baja de algunos de sus objetivos, debido al retraso en la aplicación o implementación del acuerdo alcanzado con Pizza Hut, efectos que con posterioridad hemos comprobado que la Compañía está corrigiendo, aunque ello no evitó un castigo en su cotización por parte de los inversores, como luego comprobaremos.

4.2. Estimaciones de resultados de los próximos años

Exponemos a continuación nuestras estimaciones de resultados para los próximos años. Para ello, establecemos una serie de hipótesis:

- Establecemos un número creciente de establecimientos, con unas aperturas netas (aperturas menos cierres) de entre 20-30 establecimientos anuales en 2018 y de 70-80 en ejercicios posteriores, en línea con el objetivo que se ha marcado la propia TPZ.
- Somos conscientes de que el Grupo está preparando un ajuste de su Plan Estratégico actual para los próximos ejercicios, que probablemente emita de forma conjunta con la presentación de los resultados anuales de 2018, una vez que se firmen definitivamente los contratos de la alianza con Pizza Hut, previsto para finales de diciembre, toda vez que ya ha recibido las autorizaciones correspondientes. Ello supone que nuestras estimaciones y nuestros cálculos son susceptibles de estar sujetos a cambios.
- Además, una de las características que definen a TPZ es la constante innovación, tanto en productos como, por ejemplo, el lanzamiento de las pizzas Gourmet, como en tecnología digital, con el acuerdo con Amazon para lanzar Alexa en España o los recientes programas de fidelización de clientes (Telepicoín), por lo que el éxito o fracaso de los nuevos lanzamientos de productos y servicios también influirán sobre la cuenta de resultados de los próximos ejercicios.
- No hay un importe concreto de las sinergias que va a obtener TPZ a medida que absorba los establecimientos de Pizza Hut en Latinoamérica, aunque la propia Compañía ha especificado que está desarrollando más de 700 iniciativas de actuación para mejorar el valor de la alianza. Así, podemos tomar como modelo la reciente adquisición de las franquicias de Ecuador de Pizza Hut por parte del Grupo, en el que se afirman que el impacto de las sinergias por coste y suministros es de un 70% más de EBITDA, de las que las sinergias operativas sobre el EBITDA aportan una mejora del 11%, a la que se unen la mayor cantidad de establecimientos (mejora del 19% de EBITDA), el crecimiento orgánico (mejora del 21% de EBITDA) y las sinergias de coste y suministro (mejora del 19% de EBITDA).

Así, una vez establecidas las hipótesis de partida, procedemos a desglosar nuestras estimaciones de resultados para el periodo 2018-2020. Hemos estimado que los **ingresos** crecerán a una tasa anual de crecimiento compuesto (tacc) del 11,5% para el periodo 2017-2020, debido a la apertura de establecimientos en el mercado latinoamericano. Así estimamos que en 2018 los ingresos alcancen los EUR 380,0 millones, una mejora del 5,25% con respecto a la cifra obtenida un año antes.

Posteriormente, con la entrada en vigor de la alianza con Pizza Hut, cuyo impacto real de año completo se llevará a cabo en 2019, los ingresos repuntarán un 20,75% interanual, hasta situarse en EUR 458,8 millones y cerrarán 2020 en EUR 500,8 millones, una mejora del 9,15% con respecto a un año antes.

Hemos estimado el consumo de materias primas ligeramente por encima del 27,5% de la cifra de ingresos en todo el periodo de estudio, por lo que el margen bruto crecerá ligeramente por encima de la cifra de ingresos.

Asimismo, prevemos una evolución del **cash flow de explotación (EBITDA)** inferior a la de los ingresos (crecimiento 8,8% tacc), con un margen sobre ventas de entre el 14,6% - 17,1% en todo el periodo de estudio. Indicar que en 2018 se incluyen unos gastos extraordinarios derivados de la alianza con Pizza Hut (PH) por importe de EUR 15,0 millones.

El **beneficio neto de explotación (EBIT)**, por su parte, también se incrementará a un 7,7% tacc, hasta situar su importe en EUR 59,3 millones tras finalizar 2020, al estimar que la partida de amortizaciones se incremente a un 11,5% tacc de forma anual, a medida que aumente el número de tiendas propias.

Señalar que estimamos que la **pérdida financiera** se reduzca ligeramente hasta cerrar 2020 con EUR 6,8 millones.

Cuadro n. 2
ESTIMACIONES RESULTADOS TELEPIZZA 2017-2020E

EUR millones	2017	2018E	2019E	2020E	Tacc (20/18)
Ingresos	361,0	380,0	458,8	500,8	11,5%
Consumo MMPP	-100,0	-105,2	-128,5	-140,2	11,9%
Margen Bruto	261,0	274,7	330,3	360,6	11,4%
Gastos Personal	-95,2	-100,2	-122,5	-133,7	12,0%
Otros Gastos	-99,4	-104,1	-130,8	-141,2	12,4%
Otros gastos extraordinarios	0,0	-15,0	0,0	0,0	-
EBITDA	66,4	55,4	77,1	85,6	8,8%
<i>Margen EBITDA / Ingresos</i>	18,4%	14,6%	16,8%	17,1%	-
Amortización	-18,9	-19,9	-24,1	-26,3	11,5%
EBIT	47,5	35,5	53,0	59,3	7,7%
<i>Margen EBIT / Ingresos</i>	13,2%	9,3%	11,6%	11,9%	-
Resultado Financiero	-9,4	-9,0	-7,9	-6,8	-
BAI	38,1	26,5	45,0	52,6	11,4%
Impuesto Sociedades	-6,4	-5,6	-9,5	-11,0	20,1%
Beneficio neto	31,7	20,9	35,6	41,5	9,5%
Minoritarios	0,2	0,2	0,2	0,2	2,0%
Beneficio neto atribuible	31,8	21,1	35,8	41,7	9,4%

Fuente: Estimaciones propias.

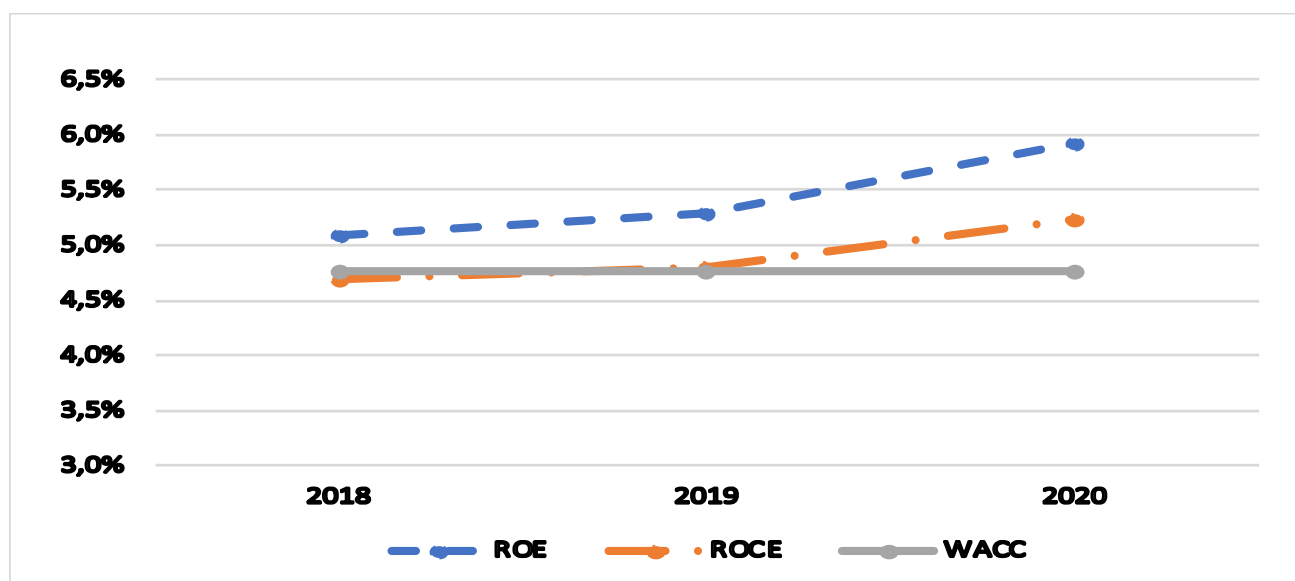
De esta forma, el **beneficio antes de impuestos (BAI)** de TPZ se elevará hasta los EUR 52,6 millones en 2020, un crecimiento 11,4% tacc con respecto al registrado en 2017.

Asimismo, hemos estimado una tasa impositiva del 21%, lo que arroja un **beneficio neto atribuible** de EUR millones en 2018 de EUR 21,1 millones (-33,6% en tasa interanual), impactado negativamente por la partida mencionada de gastos extraordinarios de EUR 15,0 millones de la alianza con Pizza Hut (PH). que posteriormente se recuperará, hasta terminar 2020 casi duplicando dicha cifra, en EUR 41,7 millones.

En lo que se refiere al análisis de la rentabilidad sobre los fondos propios medios (ROE), indicar que hemos eliminado los costes extraordinarios de 2018, como consecuencia del impacto de los extraordinarios procedentes de la alianza con Pizza Hut por lo que el ROE se situará en el 5,1%, para posteriormente recuperarse en 2019 hasta el 5,3% y hasta el 5,9% en 2020. Por su parte, la rentabilidad sobre el capital medio empleado (ROCE) se elevó hasta el 4,7% en 2018, hasta el 4,8% en 2019 y hasta el 5,2% en 2020. Así, la estructura financiera del Grupo será eficiente para el accionista a partir del ejercicio 2019. En términos de *Economic Value Added* (EVA) el Grupo creará valor a partir de 2019, al ser el ROCE superior a partir de ese ejercicio al coste medio ponderado del capital (wacc).

Gráfico n. 3

ANÁLISIS ROE – ROCE - WACC



Fuente: Elaboración propia.

5. ESTRUCTURA ECONÓMICO – FINANCIERA

Comentamos a continuación los principales parámetros financieros de TPZ, que definen su estructura financiera:

- **Endeudamiento:** Al cierre de 2017 TPZ alcanzó una deuda financiera neta de EUR 107,57 millones, que en términos de EBITDA supone un ratio de endeudamiento de 1,6x (veces). Hemos estimado que con las adquisiciones realizadas este endeudamiento se incremente al cierre de 2018 hasta 1,9x (veces) EBITDA y posteriormente se reduzca en 2019 hasta 1,4x (veces) EBITDA y cierre 2020 en 1,1x (veces) EBITDA.

- **Plan de Inversiones:** El Grupo ha indicado como un objetivo para 2018 y los ejercicios posteriores llevar a cabo unas inversiones operativas (capex) de unos EUR 25 millones, a las que habrá que añadir las inversiones de adquisiciones no operativas. En base a ello, hemos estimado unas inversiones de EUR 25 millones para 2018 y de EUR 40 millones anuales para 2019 y 2020.
- **Remuneración al accionista (pay-out):** Desde su salida a Bolsa, en abril de 2016, la Compañía aún no ha abonado dividendo a sus accionistas. No obstante, en sus objetivos para el ejercicio, TPZ ha indicado que tiene intención de distribuir dividendo con cargo a los resultados de 2018, estableciendo un *pay-out* aproximado del 15-20% del beneficio neto atribuible. Hemos estimado un *pay-out* del 15% anual entre 2018 y 2020, con pagos de dividendo por importe de EUR 4,99 millones, EUR 5,62 millones y EUR 6,35 millones, respectivamente.
- **Flujo de Caja Libre (FCF):** De esta forma, el Grupo obtendrá un flujo de caja libre de EUR 3,06 millones en 2018, que le permitirá reducir la deuda financiera neta desde los EUR 107,57 millones de 2017 a los EUR 104,51 millones de 2018. Posteriormente, en 2019 la Compañía obtendrá un FCF de EUR 0,23 millones, reduciendo su deuda financiera neta hasta EUR 104,28 millones. Finalmente, en 2020 TPZ obtendrá un FCF de EUR 13,93 millones, reduciendo su deuda financiera neta hasta los EUR 90,34 millones, es decir, el mencionado nivel de 1,1x (veces) el importe estimado de EBITDA de EUR 85,6 millones para el ejercicio.

6. EVOLUCIÓN DEL VALOR EN BOLSA

6.1. Términos y detalles de la OPV

El 27 de abril de 2016 las acciones de TPZ fueron admitidas a cotización oficial en la Bolsa de Valores de Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao. La salida a Bolsa se llevó a cabo de la siguiente manera:

- Ampliación de capital de fecha 25 de abril de 2016 por importe de EUR 118.531.000 mediante la emisión de 15.294.318 acciones ordinarias de EUR 0,25 de valor nominal y EUR 7,5 de prima de emisión, ofreciendo las acciones de nueva emisión mediante una Oferta Pública de Suscripción (OPS) por un precio de EUR 7,75 por acción.
- Oferta Pública de Venta (OPV) de 55.673.423 acciones que representaban el 55% del capital, vendidas a EUR 7,75, ascendiendo a un importe de EUR 431,47 millones.

6.2. Evolución bursátil 12 meses

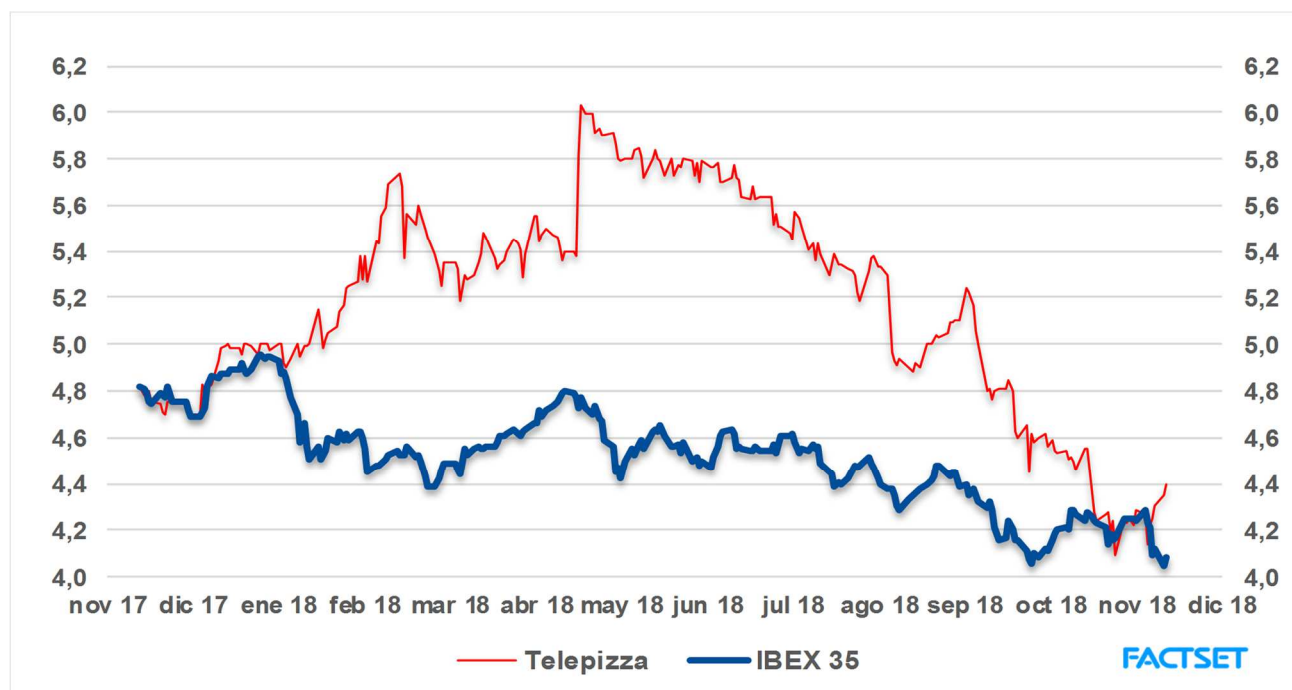
TPZ cotiza en la Bolsa española, formando parte del índice general de la Bolsa de Madrid (IGBM), y del subíndice de Bienes de Consumo y en el subsector de Alimentación y Bebidas. A los precios actuales su capitalización bursátil alcanza los EUR 443,17 millones; su frecuencia de cotización es del 100%; y su volumen de cotización diario es de 167.553 títulos diarios, equivalente a EUR 0,87 millones.

La Compañía ha tenido una mejor evolución con respecto al índice selectivo Ibex-35 en los últimos 12 meses (-8,1% TPZ vs -15,3% Ibex-35), principalmente a raíz del anuncio del establecimiento de la alianza con Pizza Hut, comunicado oficialmente en junio, aunque los rumores previos ya habían impulsado al alza el precio de la acción.

Sin embargo, la presentación de los resultados semestrales de 2018 (1S2018) del 3 de septiembre en los que redujo sus objetivos estratégicos para finales del ejercicio de ventas, de EBITDA comparable y de apertura de tiendas netas fue muy mal acogido por los inversores y lastró la cotización del valor.

Gráfico n. 4

EVOLUCIÓN BURSÁTIL TELEPIZZA vs IBEX-35 (12 meses)



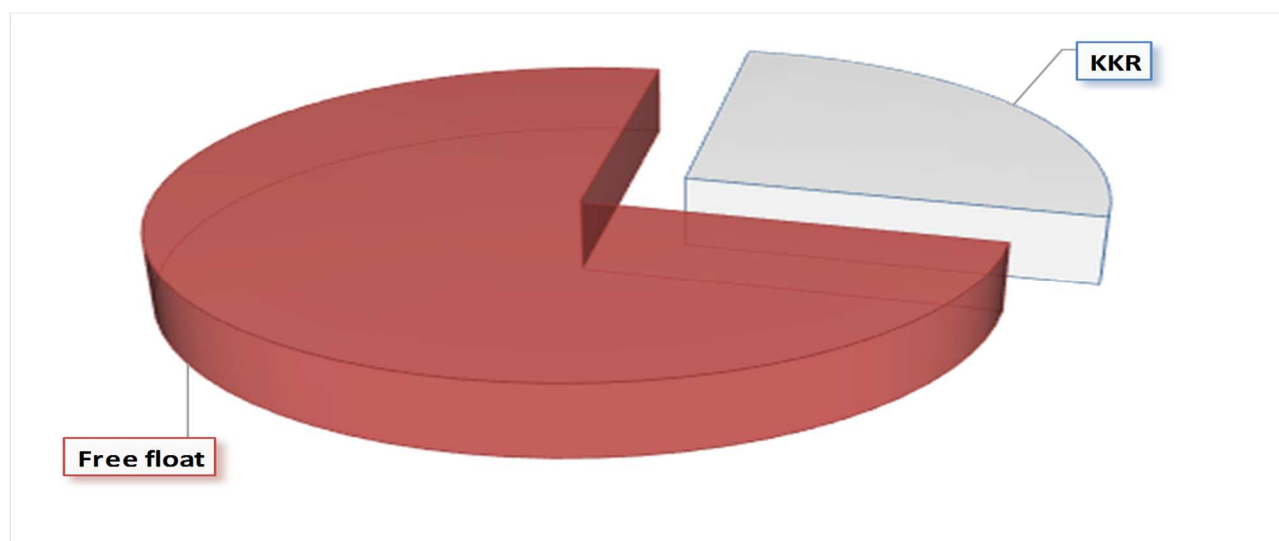
Fuente: FactSet.

6.3. Participación accionarial

Tras la salida a Bolsa de abril de 2016, el accionariado de TPZ tiene como gran accionista de referencia al fondo estadounidense KKR, que ostenta una participación del 26,3% del capital social. Consideramos el resto como capital flotante (*free float*).

Gráfico n. 5

ACCIONARIADO TELEPIZZA (11-12-2018)



Fuente: Telepizza (TPZ).

7. VALORACIÓN

Hemos valorado TPZ por dos métodos diferentes: i) método de descuentos de flujos de caja ajustados a impuestos, y ii) método de multiplicadores bursátiles relativos a los que cotizan un grupo de compañías que operan en el mismo sector que el Grupo.

Método de descuentos de flujos de caja (DFC)

Para aplicar este método, hemos empleado las hipótesis que hemos desglosado en anteriores apartados. En el anexo 3 detallamos todos los parámetros utilizados, incluyendo un coste medio ponderado del capital (*wacc*) del 4,77%.

De acuerdo a este método hemos alcanzado una valoración para el valor de EUR 865,85 millones, equivalente a EUR 8,60 por acción. A esta valoración le aplicamos un descuento del 30% debido a 2 razones: i) la Compañía no pertenece al índice selectivo Ibex-35, reduciendo el número de casas de análisis que pueden cubrir el valor, e impide la toma de posiciones en el mismo por parte de varias instituciones ii) la liquidez bursátil del valor, que es baja en términos relativos a los principales valores de la Bolsa española.

Por tanto, tras aplicar el mencionado descuento obtenido mediante la valoración por este método, alcanzamos un valor por acción de EUR 6,02, por lo que a precios actuales la acción cotiza con un potencial de revalorización del 36,8%.

Método de multiplicadores bursátiles relativos

Hemos valorado también TPZ comparando una serie de multiplicadores bursátiles relativos (PER, Enterprise Value/EBITDA, Price/Cash Flow y Rentabilidad media por dividendo) estimados para el ejercicio 2019 tomando como referencia un grupo de compañías que operan en el sector.

Así, hemos obtenido una valoración para TPZ de EUR 853,93 millones, equivalente a EUR 8,48 por acción. A esta valoración le hemos aplicado un descuento del 20% debido a que la mitad de las compañías del grupo de referencia tienen una capitalización muy superior a la de TPZ, que a precios actuales ronda los EUR 500 millones, alcanzando una valoración de EUR 6,78 por acción (54,1% de potencial de revalorización en la actualidad).

Cuadro n. 3

VALORACIÓN TELEPIZZA POR MÚLTIPLOS RELATIVOS

Compañías comparables	País	Precio (11/12/2018)	Capitalización (EUR millones)	P/E 2019	Ev/EBITDA 2019	Price/Cash Flow 2019	Mean Net Div Yield 2019
Domino's Pizza, Inc.	EEUU	252,00	10.482	26,5 x	20,0 x	22,1 x	1,02%
Ibersol, SGPS S.A.	PORTUGAL	8,20	295	11,1 x	5,2 x	4,7 x	1,31%
Papa John's International, Inc.	EEUU	44,52	1.404	29,7 x			2,15%
Yum! Brands, Inc.	EEUU	89,81	28.048	23,6 x	18,3 x	20,2 x	1,79%
Mediana				25,0 x	18,3 x	20,2 x	1,55%
Valoración (EUR)				8,9 x	13,0 x	12,0 x	0,08%
Valoración Promedio (EUR)							8,48
Descuento (20%)							-1,70
Valoración ajustada							6,78
Valoración TPZ (EUR millones)							683,14

Fuente: FactSet. Elaboración propia.

De esta forma, alcanzamos una valoración media de EUR 644,62 millones para TPZ. En términos por acción, supondría un precio objetivo de EUR 6,40. En función de este precio objetivo, las acciones de TPZ presentan un potencial de revalorización del 45,5%.

8. CONCLUSIÓN

TPZ es la mayor compañía de venta a domicilio no estadounidense por número de tiendas del mundo e incluyendo EEUU ocupa el cuarto lugar a nivel mundial de las de venta de pizza a domicilio por número de tiendas.

El Grupo opera en el sector de la alimentación de pizza dentro del mercado de consumo alimenticio, que incluye todos los establecimientos especializados en pizzas y comprende tres subsectores: i) restaurantes de pizzas, ii) venta de pizzas a domicilio, y iii) restaurantes de comida rápida. Creemos que la actividad de TPZ no depende en exceso del ciclo económico pudiendo tener incluso un carácter anticíclico, algo que valoramos positivamente en un entorno de ralentización del crecimiento económico como el actual.

La Compañía lleva a cabo un modelo de negocio diferenciado e integrado verticalmente en toda la cadena de suministro. Opera en 23 países con las marcas Telepizza, Jenó's Pizza y Apache Pizza y cuenta con una red total de 1.629 tiendas que incluyen 397 tiendas propias y 1.232 franquicias. Es líder de mercado en España, Portugal, Chile y Colombia.

La Junta General de Accionistas de TPZ aprobó en junio de 2018 una alianza estratégica y un acuerdo multi-jurisdiccional de master franquicia entre la Compañía y Pizza Hut, división de Yum! Brands, Inc., la mayor compañía de restaurantes de pizza del mundo con casi 17.000 restaurantes en más de 100 países, con el objetivo de acelerar su crecimiento en América Latina (excluyendo Brasil), el Caribe, España, Andorra, Portugal y Suiza. Como resultado del acuerdo, TPZ, adicionalmente a los 1.629 establecimientos de su red, operará aproximadamente 1.000 establecimientos de Pizza Hut, y se convierte en el mayor master franquiciado de Pizza Hut del mundo por número de establecimientos y en un operador mundial de pizza. Recientemente, la operación ha sido aprobada por la Comisión Europea (CE), por lo que se firmarán los acuerdos a finales de ejercicio y tendrá efectos desde principios de 2019.

TPZ obtuvo unos ingresos de EUR 262,0 millones en 9M2018, por debajo (-2,2% interanual; -1,5% a tipos constantes) de los obtenidos en el mismo periodo del año anterior, afectado por el cambio de tiendas propias a franquicias. El cash flow de explotación (EBITDA) se redujo un 0,5% en términos comparables (ajustando un coste extraordinario de EUR 13,2 millones del acuerdo con Pizza Hut), hasta situar su cifra en EUR 50,1 millones. Mientras, el beneficio neto atribuible comparable creció un 1,7%, situándose en EUR 21,9 millones.

Hemos estimado que TPZ aumente sus resultados en el periodo proyectado 2018-2020, impulsados tanto por el crecimiento orgánico como por el acuerdo alcanzado con Pizza Hut. Así, prevemos que TPZ incremente sus ventas a un 11,5% tacc, su EBITDA a un 8,8% tacc y su beneficio neto a un 9,4% tacc.

Hemos empleado dos métodos para valorar TPZ: i) por descuento de flujos de caja ajustados a impuestos, y ii) por multiplicadores relativos a los que cotiza un grupo de referencia de compañías que operan en su sector. Como resultado de ambos, valoramos TPZ en EUR 644,62 millones, equivalente a EUR 6,40 por acción. A precios actuales, la acción cotiza con un potencial de revalorización del 45,5%.

Consideramos que los fundamentales del negocio de TPZ son sólidos con una estructura financiera sólida, mientras que el acuerdo con Pizza Hut le dota de un mayor potencial de expansión en territorios en los que no está presente y una mayor presencia en aquellos en los que sí cuenta con establecimientos. Además, la alianza le dota de una mayor visibilidad de resultados futuros. Adicionalmente, el Grupo cotiza con un significativo potencial de revalorización, actualmente del 45,5%. Por todo ello, iniciamos nuestra cobertura del valor con una recomendación de **COMPRA**.

Catalogamos el riesgo de la inversión como **ALTO** debido a la reducida liquidez bursátil del mismo y a su pequeña capitalización, así como al riesgo de ejecución que identificamos en su plan de negocio.

9. RECOMENDACIÓN: COMPRA / RIESGO: ALTO

Anexo n. 1

PRINCIPALES RATIOS ECÓNOMICO-FINANCIEROS (Evolución 2015/2017; Proyecciones 2018/2020)

	2020E	2019E	2018E	2017	2016	2015
RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO						
. Ratio de solvencia (acir/pcir)	1,38	1,68	2,36	2,62	2,21	1,59
. Activo disponible (ef+real)/pcirc	0,79	1,00	1,48	1,62	1,21	0,75
. Fondo de maniobra operativo (EUR mill.)	66,30	58,53	51,01	52,02	50,07	45,82
ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO						
. F.Propios+int.min./pasivo total	1,29	1,29	1,32	1,29	1,28	0,80
. F.Propios+int.min./pasivo l/p	5,23	4,82	4,69	4,38	4,26	1,50
. F.Propios+int.min./activo fijo	1,53	1,52	1,55	1,52	1,47	0,89
. Fondos accionista/activo fijo	1,52	1,51	1,54	1,52	1,47	0,89
. Recursos permanentes/activo fijo	1,82	1,84	1,88	1,87	1,81	1,49
. Recursos ajenos/activo total	0,35	0,35	0,34	0,35	0,36	0,60
. Deuda neta/fondos accionista	6%	8%	8%	8%	11%	35%
. EBIT/gastos financieros brutos	779%	603%	361%	466%	56%	111%
. Gastos financieros brutos/ventas n.	1,5%	1,9%	2,6%	2,8%	7,5%	11,2%
. EBITDA/gtos.financieros netos	12,68	9,70	6,17	7,07	1,5	1,6
. Endeudamiento neto (EUR mill.)	90,34	104,28	104,51	107,57	130,82	246,70
RENDIMIENTO INVERSIÓN						
. ROA	3,8%	3,4%	3,3%	3,3%	1,2%	n.d.
. ROE (***)	5,9%	5,3%	5,1%	5,1%	2,2%	n.d.
. ROCE (***)	5,2%	4,8%	4,7%	4,8%	neg.	neg.
. Fondos propios/capital social	28,8	27,3	26,5	25,2	24,1	19,7
. BA/fondos accionista (A)	3,7%	3,3%	2,0%	3,0%	-0,7%	0,2%
. EBIT/recursos permanentes (A1)	3,4%	3,2%	2,2%	3,0%	1,0%	3,5%
. A/A1	1,1	1,0	0,9	1,0	-0,7	0,1
RESULTADOS EXPLOTACIÓN						
. Margen bruto	72%	72%	72%	72%	74%	72%
. Margen explotación	11,9%	11,6%	9,3%	13,2%	4,2%	12,5%
. EBITDA/ventas agregadas	17,1%	16,8%	14,6%	18,4%	9,3%	17,6%
. Bº Neto/ventas agregadas	8,3%	7,8%	5,5%	8,8%	3,1%	-0,3%
UTILIZACIÓN DEL ACTIVO						
. Ventas netas/tesorería	5,4	5,2	4,3	4,1	5,3	8,2
. Ventas netas/cuentas a cobrar	9,5	10,0	9,4	8,8	8,8	9,6
. Ventas netas/existencias	36,5	36,5	36,5	33,1	29,2	28,9
. Ventas netas/activo total	45%	43%	37%	37%	36%	37%
DATOS POR ACCIÓN						
. Beneficio neto por acción (EUR) (*)	0,41	0,36	0,21	0,32	0,11	n.d.
. Dividendo por acción (EUR) (*)	0,06	0,05	0,03	0,00	0,00	n.d.
. Cash-flow por acción (EUR) (*)	0,68	0,59	0,41	0,50	0,28	n.d.
. Valor contable por acción (EUR) (*)	2,97	2,97	3,11	3,06	2,75	n.d.
. Precio/valor contable (veces) (**)	1,48	1,48	1,41	1,44	1,64	n.d.
RATIOS BURSÁTILES						
. Precio (EUR) (**)	4,40	4,40	4,40	4,40	4,52	n.d.
. PER	10,6	12,4	21,0	13,9	42,5	n.d.
. Precio/cash-flow	6,5	7,4	10,8	8,7	16,2	n.d.
. Rentabilidad por dividendo	1,4%	1,2%	0,7%	n.d.	n.d.	n.d.
. Pay-out	15%	15%	15%	0%	0%	0%

(*) Solo tenemos en cuenta los parámetros por acción desde la salida a Bolsa de TPZ en 2016.

(**) El precio de los años 2017 - 2020 es el actual.

(***) En el análisis ROE-ROCE y ROA eliminamos los costes extraordinarios de la alianza con Pizza Hut, de EUR 15 millones.

Fuente: Memorias anuales de Compañía. Estimaciones propias.

Anexo n. 2
CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS
(Evolución 2015/2017; Proyecciones 2018/2020)

EUR millones	2020E	2019E	2018E	2017	2016	2015
Total Ventas	500,78	458,80	379,96	361,00	339,59	328,90
Variación de existencias	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Coste de Ventas	(140,22)	(128,46)	(105,25)	(100,00)	(88,63)	(91,27)
MARGEN BRUTO	360,56	330,33	274,71	261,01	250,95	237,63
Gastos Explotación	(274,93)	(253,26)	(204,30)	(194,57)	(219,33)	(179,90)
Otros gastos extraordinarios	0,00	0,00	(15,00)	0,00	0,00	0,00
Otros ingresos explotación	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CASH-FLOW EXPLOTACION O EBITDA	85,63	77,08	55,41	66,43	31,62	57,73
Amortización inmovilizado	(26,29)	(24,09)	(19,95)	(18,95)	(17,37)	(16,61)
BENEFICIO EXPLOTACION	59,34	52,99	35,46	47,49	14,25	41,12
Rdos. financieros netos	(6,75)	(7,95)	(8,99)	(9,43)	(22,49)	(39,44)
BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS	52,59	45,04	26,47	38,06	(8,24)	1,68
Impuesto de sociedades (*)	(11,04)	(9,46)	(5,56)	(6,38)	18,98	(2,79)
Actividades interrumpidas	0,00	0,00	0,00	0,00	(0,05)	(0,04)
BENEFICIO NETO	41,55	35,58	20,91	31,68	10,69	(1,15)
Minoritarios	0,21	0,19	0,18	0,16	0,00	0,00
BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo	41,76	35,78	21,09	31,84	10,69	(1,15)
<i>EBITDA</i>	<i>85,63</i>	<i>77,08</i>	<i>55,41</i>	<i>66,43</i>	<i>31,62</i>	<i>57,73</i>
<i>EBIT</i>	<i>59,34</i>	<i>52,99</i>	<i>35,46</i>	<i>47,49</i>	<i>14,25</i>	<i>41,12</i>
<i>Cash-flow ejercicio</i>	<i>68,05</i>	<i>59,87</i>	<i>41,04</i>	<i>50,79</i>	<i>28,06</i>	<i>15,46</i>

BALANCE DE SITUACIÓN - Grupo Consolidado
(Evolución 2015/2017; Proyección 2018/2019)

EUR millones	2019E	2018E	2017	2016	2015
INMOVILIZADO	911,46	868,06	835,90	826,68	792,53
ACTIVO CIRCULANTE	153,43	145,49	145,26	119,64	93,96
TOTAL ACTIVO	1.064,89	1.013,55	981,16	946,32	886,49

EUR millones	2019E	2018E	2017	2016	2015
FONDOS PROPIOS	688,17	667,08	635,24	607,06	354,34
. Capital y prima emisión	558,88	558,88	558,88	558,88	339,39
. Reservas	93,52	87,11	44,52	37,49	16,10
. Beneficio sociedad dominante	35,78	21,09	31,84	10,69	(1,15)
SOCIOS EXTERNOS	0,16	0,16	0,16	0,00	0,00
INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ACREEDORES LARGO PLAZO	285,50	284,76	290,22	285,02	472,99
ACREEDORES CORTO PLAZO	91,06	61,55	55,54	54,24	59,16
PASIVOS MANTENIDOS PARA LA VENTA	0,09	0,09	0,08	0,09	0,09
TOTAL PASIVO	1.064,89	1.013,55	981,16	946,32	886,49
Número acciones al cierre del ejercicio (millones) (**)	100,7	100,7	100,7	100,7	0,0

(*) Solo tenemos en cuenta los parámetros por acción desde la salida a Bolsa de TPZ en 2016.

Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

Anexo n. 3

CÁLCULO DE LA TASA DE DESCUENTO APLICADA AL MODELO

WACC (Weighted average cost of capital)	recursos empleados	proporción recursos empleados	coste (*) oportunidad	tasa impositiva	coste después tasa imp.	contribución tasa actualización
Fondos Propios 2018	667,08	86%	4,68%	--	4,68%	4,05%
Deuda neta 2018	104,51	14%	6,75%	21,00%	5,33%	0,72%
Total	771,59	100%				4,77%

(*) Coste oportunidad: i) FFPP: Tir bono 10 años + prima riesgo; ii) Deuda neta: coste deuda + prima riesgo

VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA - PRINCIPALES PARÁMETROS APLICADOS

	Otros activos	Deuda bruta	Valor compañía
DCF ajustado (EUR mill.)	59,98		
Valor residual	1.001,31		
Total	1.061,29	0,00	(195,44)
Valoración por acción - EUR			8,60
Descuento (30%)			(2,58)
Valoración por acción con descuento - EUR			6,02

Tir bono 10 años:	1,43%
g (crecimiento perpétuo):	1,50%
Prima mercado:	6,50%
Beta:	0,50
Prima de riesgo	3,25%
PER Residual:	30,6

CÁLCULO DEL CASH-FLOW DE EXPLOTACIÓN AJUSTADO A IMPUESTOS

(Evolución 2015/2017; Proyecciones 2018/2020)

EUR millones	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Beneficio explotación (EBIT)	41,12	14,25	47,49	35,46	52,99	59,34
Impuestos imputables al EBIT	(68,32)	(32,82)	(7,96)	(7,45)	(11,13)	(12,46)
EBIT ajustado (NOPLAT)	(27,20)	(18,57)	39,53	28,01	41,86	46,88
Amortización	16,61	17,37	18,95	19,95	24,09	26,29
Otros cargos	0,00	0,00	0,00	15,00	0,00	0,00
Cash-flow explotación ajustado	(10,59)	(1,20)	58,48	62,96	65,95	73,17

