



Universidad de San Andrés

Escuela de Negocios

Maestría en Finanzas

Valuación de Denny's Corporation

Autor: Tomás Garzón

DNI: 27921905

Director de Tesis: Alejandro Loizaga

Buenos Aires, Noviembre de 2018



Universidad de San Andrés
Escuela de Administración y Negocios
Magister en Finanzas

Valuación de Denny's Corporation

Autor: Tomás Garzón

DNI: 27.921.905

Director de Trabajo final de Graduación: Alejandro Loizaga

Buenos Aires, noviembre 2018

Contenido

Glosario	5
Resumen ejecutivo	6
Descripción del negocio.....	7
Introducción	7
Negocio	10
Descripción del negocio.....	10
Desarrollo de restaurante	13
Franquiciamiento	13
Selección del sitio	13
Desarrollo Doméstico	13
Desarrollo internacional	14
Modelo de negocios enfocado en franquicias.....	14
Operaciones de los restaurantes	15
Desarrollo de productos y marketing.....	16
Ofertas de menú	16
Desarrollo de productos.....	16
Fuentes de productos y disponibilidad	16
Marketing y publicidad	17
Estacionalidad	17
Competencia.....	17
Empleados	18
Propiedades.....	18
Concepto de Denny's	19
Naturaleza del negocio	19
Resumen de operaciones 2017.....	19
Creciendo la marca	20
Equilibrar el uso de efectivo	20
Análisis de la Industria	22
La industria de los restaurantes	22
Diferentes tipos de restaurantes.	25
El Segmento "Comidas Familiares"	26
La competencia.....	27
Ventas en los mismos locales	29

Ventajas Competitivas	30
Análisis Financiero.....	31
Ratios de Liquidez	31
Liquidez Corriente.....	31
Prueba ácida.....	31
Ratios de Rentabilidad	32
Retorno sobre activos	33
Retorno sobre capital	34
Retorno sobre Capital Invertido.....	35
Margen Neto	36
Margen EBITDA.....	36
Margen EBIT.....	37
Ratios de Actividad	37
Rotación de cuentas por cobrar	37
Días de cobranza.....	38
Rotación de Inventario	38
Días de Inventario.....	39
Rotación de cuentas por pagar.....	39
Días de cuentas por pagar	40
Ciclo de caja	40
Capital de trabajo Neto Operativo.....	41
Rotación del capital de trabajo	42
Ratios de endeudamiento.....	43
Índice de deuda.....	44
Ratio de cobertura de Intereses	44
Valuación	45
Flujo de fondos descontados.....	45
Tasa de descuento	45
Costo promedio ponderado del capital.....	45
Costo del equity	46
Calculo costo del equity.....	48
Costo de la deuda.....	49
Cálculo del Costo promedio ponderado del capital.....	50
Estimación Flujos de Fondos libres de la firma	51
Escenario Base	52
Escenario Pesimista.....	58

Escenario optimista	63
Valuación relativa	67
Análisis de sensibilidad.....	69
Resumen de las valuaciones obtenidas.....	70
Conclusión	72
Anexos: Cuadros y Tablas	73
Anexo I Estado de Situación Patrimonial Histórico de Denny's (en miles de USD)	73
Anexo II Estado de Resultados Histórico de Denny's (en miles de USD)	73
Anexo III Ranking de Restaurantes -Technomic's Top 500 Chain Restaurant Report.	75
Anexo IV Prima de Riesgo por Año	78
Anexo V- Detalle de locales propios y franquiciados al 27 de diciembre 2017.	79
Referencias Bibliográficas	81



Universidad de
San Andrés

Glosario

CAGR: Tasa anual compuesta de crecimiento, o compound annual growth of rate.

Casual dining: Sector de comida informal.

DCF: Discounted Cash Flow: Flujo de Fondos Descontado

EBIT: Beneficio antes de intereses e impuestos, o earnings before interest and taxes.

EBITDA: Beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones, o earnings before interest, taxes, depreciation and amortization.

EPS: Ganancias por acción, o earnings per share.

Equity: Patrimonio neto

Enterprise Value: Es el valor de la empresa, la cual se calcula como la diferencia entre la capitalización bursátil de la compañía y su deuda financiera neta.

FCFF: Free-Cash-Flow-to-Firm: Flujo de fondos libres a la Firma.

Servicio Completo: Restaurantes en los cuales los clientes son atendidos por un mozo, quien lleva la orden a la mesa y las comidas son pagadas después de ser consumidas.

Índice Russell 2000: El Índice Russell 2000 es un índice del mercado de valores de pequeña capitalización de las 2.000 acciones más bajas en el Índice Russell 3000. El índice es mantenido por FTSE Russell, una subsidiaria del London Stock Exchange Group.

MM: Millones

Nasdaq: NASDAQ es la segunda bolsa de valores automatizada y electrónica más grande de los Estados Unidos, siendo la primera la Bolsa de Nueva York, con más de 3800 compañías y corporaciones

NOPAT: Beneficio operativo neto después de impuestos, o net operating profit after taxes.

Same store sales: Ventas mismos locales. Métrica utilizada para medir la variación de las ventas de los restaurantes que estuvieron abiertos todo el año fiscal previo.

ROA: Rentabilidad sobre los activos

ROE: Rentabilidad sobre el patrimonio neto

WACC: Promedio ponderado del costo del capital, o weighted average cost of capital.

Resumen ejecutivo

El objeto del presente trabajo es determinar el valor de la compañía Denny's Corporation y su valor accionario al 07 de julio de 2018.

Para ello, utilizaremos dos de los métodos usualmente utilizados a la hora de valuar compañías con flujos de caja predecibles y con expectativa de continuidad.

Puntualmente aplicaremos el método de valuación de Flujo de Fondos Descontados, y por otro lado utilizaremos el método de valuación por múltiplos comparables.

El método de valuación por Flujo de Fondos Descontados determina el valor actual de los flujos de fondos futuros descontándolos a una tasa que refleje el costo del capital aportado. En esta oportunidad utilizaremos el Modelo de Flujos de Fondos Libre de la firma.

Para ello determinaremos la vida del activo y su valor terminal en tres escenarios posibles, descontando cada uno de los flujos obtenidos al rendimiento requerido mediante el cálculo del WACC.

Para determinar el valor de la empresa mediante el método de múltiplos comparables, identificaremos varias compañías que coticen en bolsa que tengan similares características, luego calcularemos ratios que muestren la relación entre el valor de cada una de las empresas y algunas medidas de su resultado financiero, para finalmente aplicar estas ratios a la misma medida del resultado financiero de Denny's Corporation obteniendo así una valoración comparativa.

Una vez logrados mediante estos dos métodos la valuación de la compañía Denny's Corporation, procederemos a validarla contra la cotización vigente de mercado de la misma y de esa forma inferir si se encuentra subvaluada o sobrevaluada.

Descripción del negocio

Introducción

Harold Butler y Richard Jezak abrieron un puesto de donuts en 1953 y lo llamaron Danny's Donuts. El compromiso de Butler fue "Servir la mejor taza de café, hacer los mejores donuts, dar el mejor servicio, ofrecer el mejor valor y estar abiertos las 24 horas del día". Hoy día, ese puesto de donuts inicial se transformó en una cadena de más de 1.700 restaurantes.

Denny's es uno de los franquiciantes y operadores de cadenas de restaurantes Servicio completo más importantes de toda América. Al 28 de marzo del 2018, Denny's tenía 1.724 franquicias, licencias y restaurantes alrededor del mundo, incluyendo 130 restaurantes en Canadá, Puerto Rico, México, Nueva Zelanda, Honduras, Filipinas, Costa Rica, República Dominicana, Guam, Curazao, El Salvador, Guatemala, y el Reino Unido.



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

En el gráfico N°1 podemos apreciar el rendimiento acumulado de las acciones ordinarias de Denny's Corporation en el NASDAQ¹. La evolución de las cotizaciones se realizó tomando como período base enero de 2005. La acción tuvo un desempeño errático hasta hacer piso en su cotización en febrero del 2009. A partir de esta fecha, la evolución de la empresa fue muy importante, siendo en abril de este año el rendimiento acumulado un 336%.

Por otro lado, podemos ver en el gráfico N°2 la evolución de las ganancias diluidas por acción de los últimos diez años, de forma comparativa con la cantidad de acciones emitidas. Cabe aclarar que desde hace 10 años la compañía se encuentra inmersa en un programa de recompra de acciones.

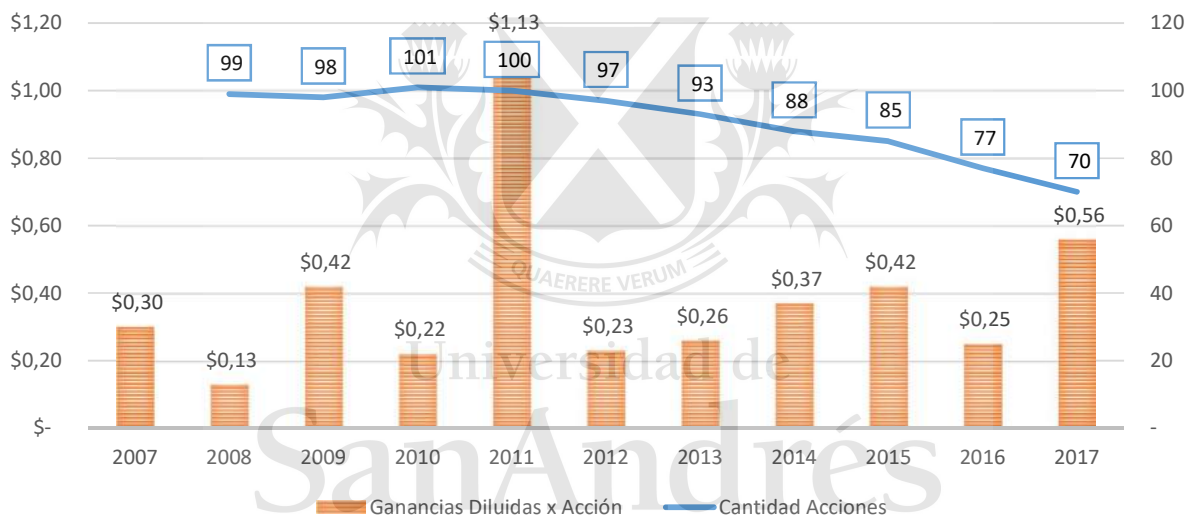
¹ Nasdaq: NASDAQ es la segunda bolsa de valores automatizada y electrónica más grande de los Estados Unidos, siendo la primera la Bolsa de Nueva York, con más de 3800 compañías y corporaciones. <https://es.wikipedia.org/wiki/NASDAQ>

Una recompra de acciones es un proceso en el que la empresa compra sus propias acciones a sus accionistas y, por lo tanto, reduce el número total de acciones en circulación en la empresa. El precio de recompra que se ofrece a los accionistas generalmente es superior al precio actual del mercado, lo que los incentiva a participar en el proceso. Este proceso es especialmente útil cuando la gerencia considera que el precio de las acciones de la compañía está infravalorado y desea subir el precio. Las recompras también permiten a la compañía transferir el excedente de efectivo que se encuentra inactivo en el balance a sus accionistas.

Se puede apreciar cómo este programa ha logrado reducir la cantidad de acciones en un 43%, impactando positivamente en la ganancia diluida por acción, llevándola de USD 0,23 en el 2012 a USD 0,56 en el 2017.

Gráfico N°2

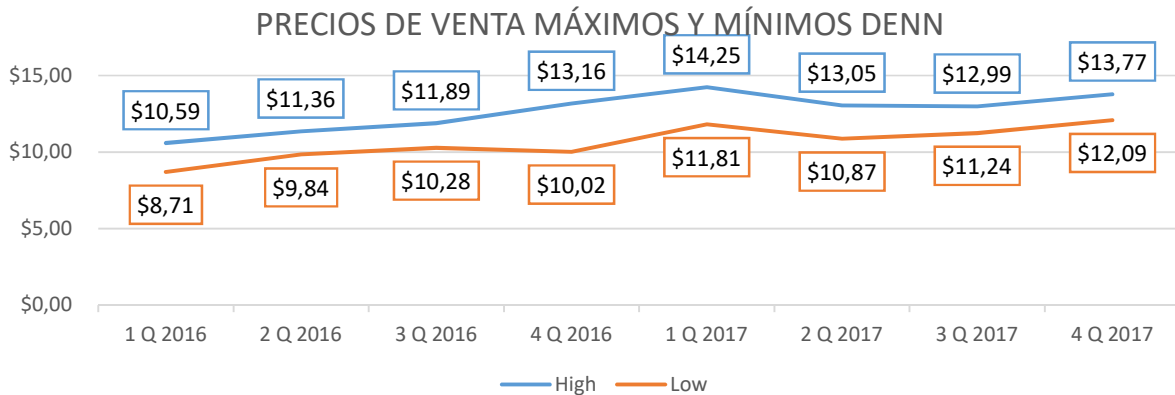
GANANCIAS DILUIDAS X ACCIÓN VS CANTIDAD DE ACCIONES (EN MM)



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

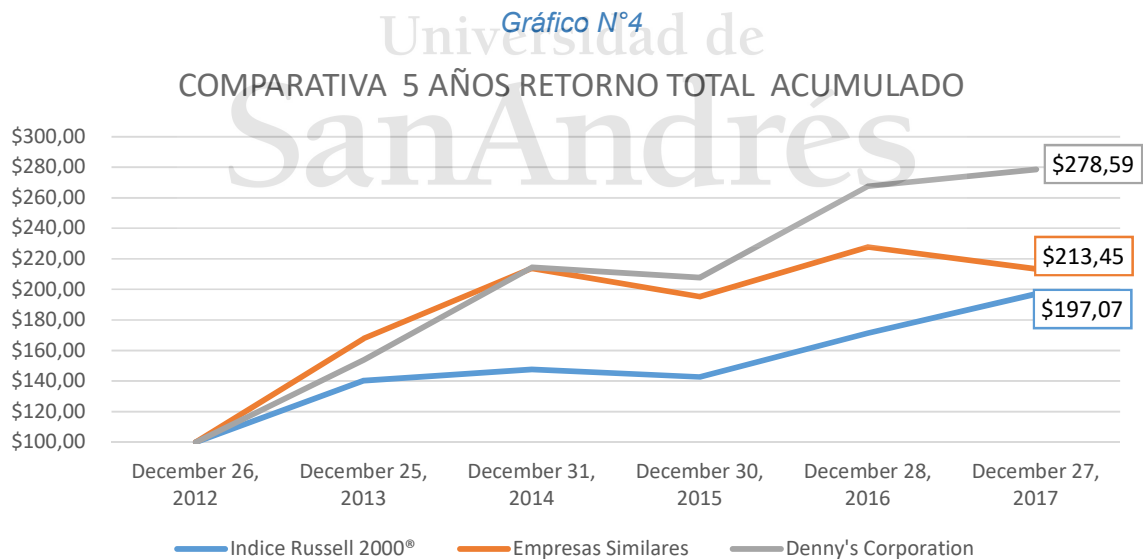
Por otro lado, en el gráfico N°3, se puede observar el comportamiento de las acciones ordinarias bajo el símbolo "DENN", negociadas en el mercado de capitales NASDAQ, detallando los extremos en los precios de cotización (Máximos y Mínimos) para cada trimestre de los años fiscales 2017 y 2016. Podemos apreciar cómo la compañía ha logrado de forma consistente mantener el valor de la acción a lo largo de los trimestres enumerados.

Gráfico N°3



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

El Gráfico N°4 se compara el rendimiento total acumulado para los accionistas durante los últimos cinco ejercicios (26 de diciembre de 2012 a 27 de diciembre de 2017), con el rendimiento total acumulado del índice Russell 2000² y un grupo de Empresas similares. El gráfico supone que USD 100 se invirtieron el 26 de diciembre de 2012 (el último día del año fiscal 2012) en acciones comunes de la Compañía, el Índice Russell 2000[®] y el grupo de Empresas similares y que todos los dividendos se reinvirtieron.



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

² El Índice Russell 2000 es un índice del mercado de valores de pequeña capitalización de las 2.000 acciones más bajas en el Índice Russell 3000. El índice es mantenido por FTSE Russell, una subsidiaria del London Stock Exchange Group. https://en.wikipedia.org/wiki/Russell_2000_Index

Negocio

Descripción del negocio

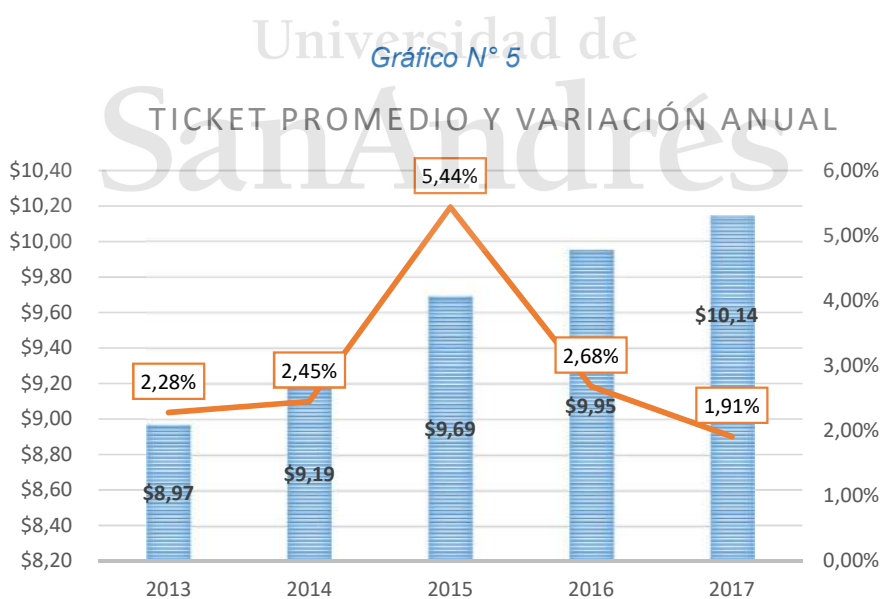
Denny's ha estado abierto a sus clientes por casi 65 años las 24 horas, siendo mejor conocido por su desayuno, que está disponible todo el día.

Además de los productos para el desayuno durante todo el día, Denny's ofrece una amplia selección de almuerzos y cenas, incluyendo hamburguesas, sándwiches, ensaladas y entradas al sartén, junto con una variedad de bebidas, aperitivos y postres.

En 2017, las ventas anuales promedio de restaurantes de Denny's fueron de USD 2,3 millones para restaurantes propios y USD 1,6 millones para restaurantes franquiciados nacionales. En los restaurantes propios, el promedio del ticket de los clientes fue de USD 10,14, tal como puede apreciarse en el gráfico N° 5, con un promedio aproximado de 4.300 clientes atendidos por semana.

Debido a que los restaurantes están abiertos las 24 horas, ofrece cuatro posibilidades (desayuno, almuerzo, cena y noche), que representan el 25%, 35%, 22% y 18%, respectivamente, de las ventas diarias promedio en los restaurantes de la empresa.

Gracias al lanzamiento de "Denny's On Demand" en mayo de 2017, las ventas promedio para todas las jornadas crecieron del 6,6% de las ventas totales en diciembre de 2016 al 8,7% de las ventas totales en diciembre de 2017. Los fines de semana han sido tradicionalmente los días de la semana más concurridos. En 2017, el 36% de una semana promedio de ventas en los restaurantes de la empresa se produjo desde el viernes por la noche hasta el almuerzo del domingo.



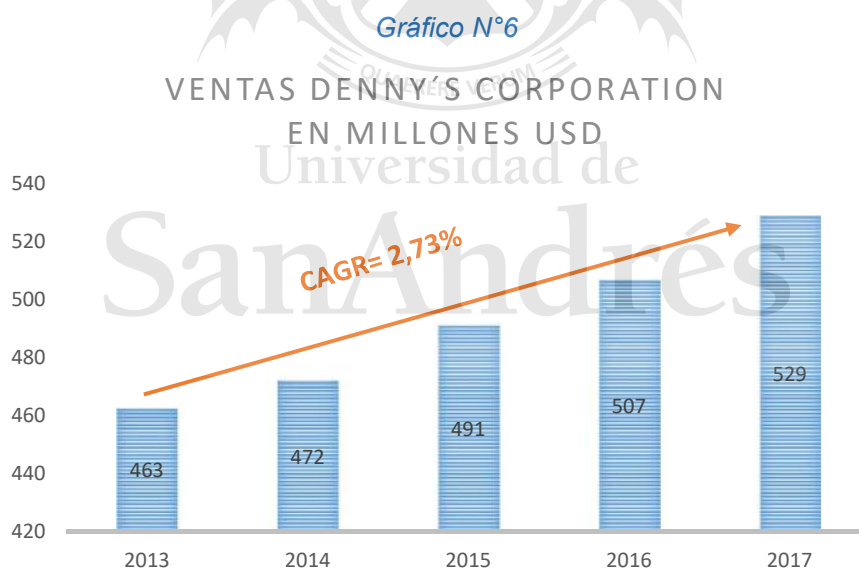
Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

En el último informe anual presentado a los accionistas, John Miller, CEO de la compañía, enumeró los siguientes 4 pilares estratégicos para revitalizar la empresa.³

1. Entregar una marca diferenciada y relevante a los fines de obtener un crecimiento consistente de las ventas en los mismos locales.
2. Operar de manera consistente excelentes restaurantes, con el objetivo principal de encontrarse en los cuartiles más altos de satisfacción al cliente para el segmento Servicio Completo.
3. Crecer las franquicias globales, y así expandir el alcance geográfico de Denny's.
4. Impulsar un crecimiento rentable con un disciplinado enfoque en costos y asignación de capital, para el beneficio de empleados, franquicias y accionistas.

En el gráfico N°6 se puede observar la evolución de las ventas en millones de USD de los últimos 5 años. Vemos un crecimiento constante año tras año, producto de medidas acertadas tomadas por la Dirección para revitalizar la marca, aún en contextos desfavorables para el sector.

Para el período iniciado en el año 2013 al año 2017, podemos apreciar una tasa de crecimiento compuesta anual (CAGR) de 2,73%, lo que significa, de manera representativa, la tasa con la cual hubiera crecido una inversión, si hubiera crecido a un ritmo constante.



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

Si analizamos la evolución del Resultado operativo (Gráfico N°7), vemos que en el año 2016 Denny's sufre una importante baja del 25% en relación al año anterior. El año 2016 fue un año electoral, en donde el sector en general sufrió una contracción importante, sumado a un incremento del spread entre los precios de los restaurantes y de las tiendas de comestibles. Los cambios en los hábitos de

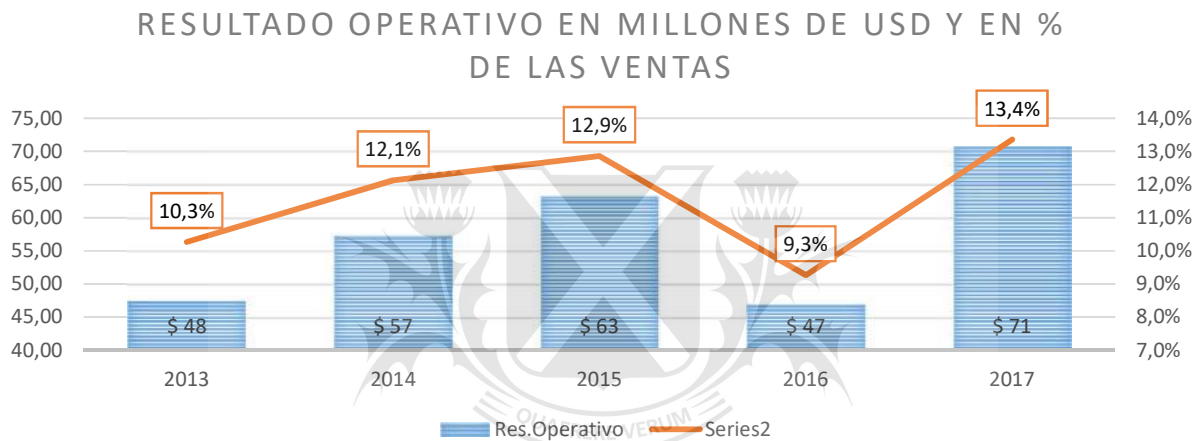
³ Informe Anual Denny's 2017 – Form 10-K

los consumidores también impactaron en toda la industria, motivado principalmente por auge del comercio electrónico, la decadencia de los centros comerciales.

Para el año 2017 se ve una recuperación en el resultado operativo, aún con incrementos significativos en los costos operativos de más del 7% interanual (Gráfico N°8).

Estos incrementos se deben fundamentalmente a aumentos en los costos de los commodities (carne, café, huevos, electricidad, gas, etc.), los cuales se ven afectados por la volatilidad en precios causada por el clima, problemas de producción y en la entrega, y otros factores fuera de control e impredecibles para la compañía.

Gráfico N° 7



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

Gráfico N°8

COSTOS OPERATIVOS EN MILLONES DE USD



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

Desarrollo de restaurante

Franquiciamiento

Los criterios para convertirse en un franquiciado de Denny's incluyen requisitos mínimos de liquidez y patrimonio y una experiencia operacional adecuada. Los acuerdos de franquicia Denny's tradicionales a veinte años tienen una tarifa inicial de hasta USD 40.000 y un pago de regalías de hasta 4,5% de las ventas brutas. Además, se requiere que los franquiciados contribuyan hasta con el 3,0% de las ventas brutas en operaciones de marketing. Los acuerdos de franquicia para ubicaciones no tradicionales, como campus universitarios, pueden contener regalías más altas y tasas de contribución de publicidad más bajas que los acuerdos de franquicia tradicionales. La tasa de regalías domésticas promedió aproximadamente 4,14% durante 2017.

Selección del sitio

El éxito de cualquier restaurante se ve significativamente influenciado por su ubicación. El equipo de desarrollo de Denny's trabaja en estrecha colaboración con los franquiciatarios y los corredores de bienes raíces para identificar sitios que cumplen con estándares específicos. Los sitios se evalúan sobre la base de una variedad de factores, que incluyen, pero no se limitan a:

- Demografía;
- Patrones de tráfico;
- Visibilidad;
- Restricciones de construcción;
- Competencia;
- Restricciones ambientales; y
- Proximidad a actividades de consumo de alto tráfico.

Desarrollo Doméstico

Para acelerar el crecimiento de la marca en ciertos mercados con poca penetración, Denny's ofrece, además, ciertos programas de incentivos. Los beneficios para los franquiciados incluyen tarifas de franquicia reducidas, regalías más bajas por un período de tiempo limitado y créditos para ciertos servicios de desarrollo, tales como tarifas de capacitación.

Actualmente la compañía tiene 60 restaurantes franquiciados nacionales en proceso de desarrollo. Se espera que la mayoría de estos restaurantes abran en los próximos cinco años.

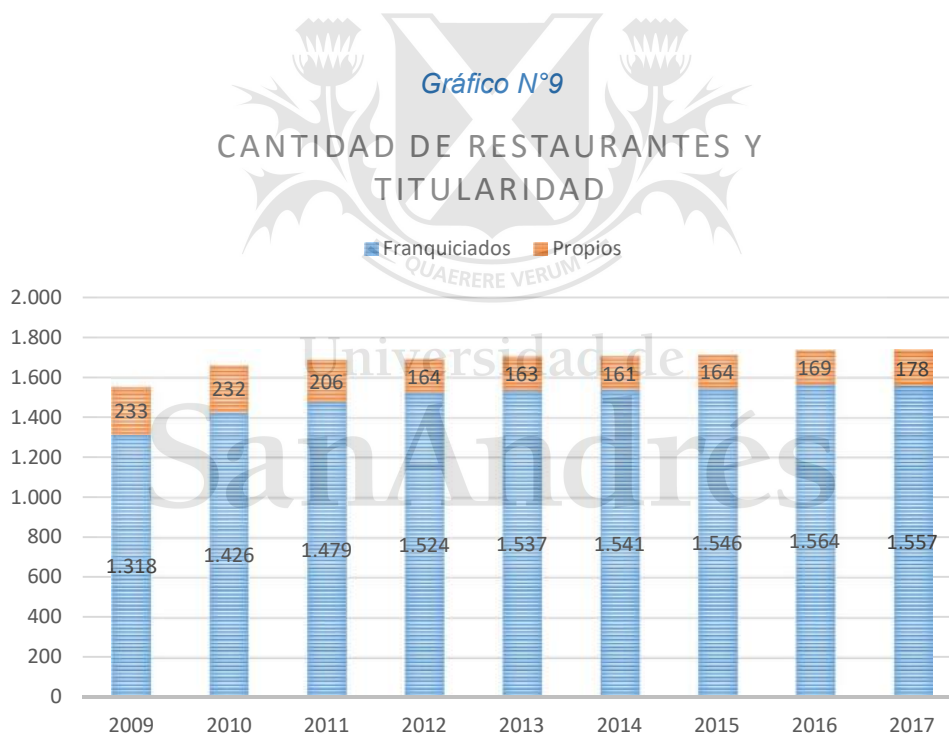
Desarrollo internacional

Además de los acuerdos de desarrollo ya firmados para restaurantes nacionales, la compañía tiene el potencial para desarrollar hasta 80 restaurantes franquiciados internacionales con socios de desarrollo en varios países, incluyendo Canadá, Indonesia, México, Medio Oriente, la Filipinas y el Reino Unido. Durante 2017, se abrieron siete locales franquiciados internacionales, incluidos tres en Filipinas, uno en Canadá, uno en México, uno en Guatemala y uno en el Reino Unido.

Durante 2018, se espera poder abrir un total de 40 a 50 restaurantes franquiciados en los mercados nacionales e internacionales.

Modelo de negocios enfocado en franquicias

A través de todos estos esfuerzos de desarrollo, Denny's ha logrado una combinación de cartera de restaurantes de 90% en franquicia y 10% operados por la compañía (Gráfico N°9).



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

La mayoría de las futuras aperturas de restaurantes y el crecimiento de su marca vendrán principalmente del desarrollo de restaurantes franquiciados.

De acuerdo a lo expresado por la Dirección de la compañía, en los próximos años, se re franquiciarán todos sus locales propios, siguiendo el camino realizado por otras compañías similares.

La siguiente tabla resume los cambios en el número de restaurantes de la compañía y restaurantes franquiciados y con licencia durante los últimos cinco años (excluidas las reubicaciones):

Tabla N° 1

	2017	2016	2015	2014	2013
Restaurantes de la compañía al comienzo del período	169	164	161	163	164
Unidades abiertas	3	1	3	1	—
Unidades compradas a los franquiciados	10	10	3	—	2
Unidades vendidas a los franquiciados	(4)	(6)	(1)	—	(2)
Unidades cerradas	—	—	(2)	(3)	(1)
Fin del período	178	169	164	161	163
Restaurantes franquiciados y con licencias, al comienzo del período	1.564	1.546	1.541	1.537	1.524
Unidades abiertas	36	49	42	37	46
Unidades compradas a los franquiciados	4	6	1	—	2
Unidades vendidas a los franquiciados	(10)	(10)	(3)	—	(2)
Unidades cerradas	(37)	(27)	(35)	(33)	(33)
Fin del período	1.557	1.564	1.546	1.541	1.537
Total restaurantes, al final del período	1.735	1.733	1.710	1.702	1.700

La tabla a continuación contiene información sobre la distribución de franquiciados de una y varias tiendas al 27 de diciembre de 2017:

Tabla N° 2

	Número de Restaurantes operados	Franquicias	Franquicias	Restaurante s	Restaurante s
Uno	92	35,6%	92	5,9%	
Dos a Cinco	96	37,2%	278	17,8%	
Seis a diez	36	14,0%	275	17,7%	
Once a quince	13	5,0%	163	10,5%	
Dieciséis a treinta	11	4,3%	246	15,8%	
Más de treinta y uno	10	3,9%	503	32,3%	
Total	258	100,0%	1,557	100,0%	

Operaciones de los restaurantes

De acuerdo a lo expresado por la dirección de la compañía, la ejecución consistente y confiable de las operaciones básicas de los restaurantes en Denny's, ya sea propio o franquicia, es fundamental para lograr el éxito. Para cumplir y superar las expectativas de los clientes, los restaurantes deben cumplir con los mismos estrictos estándares de marca. Estos estándares se relacionan con la

preparación y el servicio eficiente de alimentos de calidad y el mantenimiento, la reparación y la limpieza de cada restaurante.

Para asegurar que los restaurantes cumplan con los estándares definidos, Denny's diseñó una red de Directores de Operaciones, Gerentes de Distrito y Gerentes de nivel de restaurante, los cuales pasan la mayor parte de su tiempo en los restaurantes. Una red de Directores Regionales de Operaciones de Franquicias y Entrenadores de Negocios de Franquicias supervisa los restaurantes franquiciados para garantizar el cumplimiento de los estándares de la marca, promover la excelencia operativa y brindar apoyo general a nuestros franquiciados.

Desarrollo de productos y marketing

Ofertas de menú

El menú de Denny's ofrece una gran selección de productos de alta calidad y precio moderado diseñados para atraer a todo tipo de clientes. Ofrecen una amplia variedad de platos principales para el desayuno, el almuerzo, la cena y cenas hasta altas horas de la noche, además de aperitivos, postres y bebidas. El menú "Fit Fare" ayuda a los clientes a identificar los productos más adecuados para sus necesidades dietéticas. La mayoría de los restaurantes de Denny's ofrecen productos especiales para niños y jubilados a precios reducidos. Estas estrategias se centran en optimizar la oferta de productos para alinearla con las necesidades del consumidor, incluyendo una plataforma central de "desayuno durante todo el día" al mismo tiempo que brinda accesibilidad diaria, principalmente a través del "USD 2 - USD 4 - USD 6 - USD 8 Value Menu".

Desarrollo de productos

Denny's es una marca impulsada por el consumidor que se centra en la hospitalidad, las opciones de menú y la experiencia general del huésped. El equipo de Desarrollo de productos trabaja estrechamente con los conocimientos del consumidor obtenidos a través de estudios cualitativos y cuantitativos primarios y secundarios. Los aportes e ideas de los franquiciados, proveedores y operadores también se integran en este proceso. Estas ideas forman la base estratégica para la arquitectura del menú, los precios, la promoción y la publicidad. Antes de que un nuevo producto de menú pueda llevarse al mercado, se prueba rigurosamente contra las expectativas del consumidor, los estándares de disciplina culinaria, la ciencia y tecnología de los alimentos, el análisis nutricional, los beneficios financieros y la ejecución operativa. Este proceso de prueba asegura que los nuevos elementos del menú no solo sean atractivos, competitivos, rentables y comercializables, sino que también se puedan preparar y entregar con excelencia en cada uno de los restaurantes.

Fuentes de productos y disponibilidad

Denny's cuenta con un departamento de Compras el cual administra programas para la adquisición de productos alimenticios y no alimenticios. Cada uno de los franquiciados también compran productos alimenticios y no alimenticios directamente a los mismos proveedores bajo estos

programas. Su programa de compras centralizado está diseñado para garantizar la calidad uniforme del producto y minimizar los costos de alimentos, bebidas y suministros. El tamaño de la marca proporciona un poder de compra muy importante, que permite obtener productos a precios favorables de proveedores reconocidos a nivel nacional.

Denny's ha realizado un contrato a largo plazo para la distribución de sus productos y suministros a cada uno de los restaurantes con la compañía Meadowbrook Meat Company ("MBM"). Aproximadamente 200 proveedores, que representan aproximadamente el 90% de las compras de productos y suministros para restaurantes, son gestionados con MBM. Gracias a este acuerdo la compañía no ha experimentado ninguna escasez material de alimentos, equipos u otros productos que sean necesarios para las operaciones de sus restaurantes.

Marketing y publicidad

Su propio equipo de Marketing emplea estrategias integradas de marketing y publicidad que promueven la marca Denny's. La estrategia de marca y comunicación, publicidad, medios de difusión, redes sociales, medios digitales, gestión de menús, innovación y desarrollo de productos, perspectivas del consumidor, marketing de segmento objetivo, relaciones públicas, marketing de campo y promociones nacionales / locales y asociaciones, caen bajo el paraguas de la comercialización.

Las campañas de marketing están centradas en amplificar las fortalezas de la marca Denny's, promocionando diversas ofertas de menú de desayuno, almuerzo, cena, cena y "Fit Fare", además de ofertas exclusivas de valor limitado y premium, y la conveniencia de los servicios en línea y móviles opciones de pedido, pago y entrega a través de "Denny's On Demand". Denny's despliega estrategias integrales de mercadeo a nivel nacional y a través de cooperativas locales, dirigidas a los clientes a través de la red, cable y televisión local, radio, medios digitales, sociales, exteriores e impresos.

Estacionalidad

Las ventas de los restaurantes son generalmente más altas en el segundo y tercer trimestre calendario (abril a septiembre) que en el primer y cuarto trimestre calendario (de octubre a marzo). Además, el clima severo, las tormentas y condiciones desfavorables generalmente afectan el volumen de ventas estacionalmente en algunas regiones operativas.

Competencia

La industria de restaurantes es altamente competitiva. Los restaurantes compiten sobre la base de reconocimiento de nombre y publicidad; el precio, la calidad, la variedad y el valor percibido de sus ofertas de alimentos; la calidad y la velocidad de su servicio al cliente; la ubicación y el atractivo de sus instalaciones; y la conveniencia de las opciones de envío y entrega pendientes.

La competencia directa de Denny's en la categoría de Servicio Completo incluye cadenas nacionales y regionales, así como miles de operadores independientes. También compete con los restaurantes

de servicio rápido, mientras intentan actualizar sus menús con sándwiches Premium, ensaladas principales, nuevas ofertas de desayuno y horarios extendidos.

Empleados

Al 27 de diciembre de 2017, Denny's tenía aproximadamente 8.900 empleados, de los cuales 8.500 eran empleados de restaurantes, 100 eran empleados de apoyo y 300 eran empleados corporativos. Muchos de los empleados de restaurantes trabajan a tiempo parcial, y todos reciben salarios iguales o superiores al salario mínimo. Como es característico de la industria de restaurantes, experimentan un alto nivel de rotación de los empleados.

El personal de un restaurante típico consta de un gerente general, dos o tres gerentes de restaurantes y aproximadamente 45 empleados por hora. El Director de Operaciones, junto con el Vicepresidente de Operaciones de Franquicias, el Vicepresidente de Capacitación y el Vicepresidente de Operaciones de la Compañía e Iniciativas Estratégicas, establecen la dirección estratégica y las iniciativas clave para los Equipos de Operaciones. Además, cuenta con un Director de Operaciones Internacionales, cuatro Directores de Operaciones de la Compañía, cinco Directores Regionales de Operaciones de Franquicias y un equipo de Gerentes de Distrito de la Compañía y Entrenadores de Negocios de Franquicias para guiar y apoyar a los franquiciados y los equipos en los restaurantes. Los deberes de los Directores de Operaciones, Gerentes de Distrito y Entrenadores de Negocios de Franquicias incluyen visitas regulares e inspecciones de restaurantes, así como interacciones frecuentes con los franquiciados, empleados y clientes, que aseguran la adherencia continua a los estándares de calidad, servicio, limpieza, valor y hospitalidad

Propiedades

La mayoría de los restaurantes de Denny's son independientes con tamaños de propiedad de aproximadamente 4000 metros cuadrados. Los edificios del restaurante tienen un promedio de entre 300 y 400 metros cuadrados, lo que les permite acomodar a un promedio de 110 a 170 clientes.

Concepto de Denny's

Naturaleza del negocio

Los ingresos provienen principalmente de dos fuentes: la venta de alimentos y bebidas en los restaurantes propios y la recaudación de regalías y tarifas de restaurantes operados por franquiciados bajo el nombre Denny's.

Los costos operativos están expuestos a la volatilidad en dos áreas principales: nómina y costos de beneficios y costos de productos. La volatilidad de los costos de nómina y beneficios proviene principalmente de los cambios en las tasas salariales y los aumentos en los costos de los beneficios médicos y los costos de compensación laboral. Muchos de los productos que se venden en los restaurantes se ven afectados por los precios de los productos básicos y, por lo tanto, están sujetos a la volatilidad de los precios.

Resumen de operaciones 2017

Durante 2017, se logró un crecimiento de las ventas en los mismos locales⁴ en todo el sistema nacional de 1,1%, compuesto por un aumento de 1,0% en los restaurantes de la compañía y un aumento de 1,1% en los restaurantes franquiciados nacionales. Además de aumentar las ventas en mismos locales en 17 de los últimos 19 trimestres, Denny's logró su séptimo año consecutivo de ventas positivas en los mismos locales en todo el sistema.

Se completaron un total de 250 remodelaciones durante 2017, compuestas por 247 en restaurantes franquiciados y tres en restaurantes de la compañía. Estas remodelaciones son parte de una renovación de la imagen, lanzada a fines de 2013. Esta renovación busca reflejar una sensación de cena más contemporánea para reforzar aún más el posicionamiento de Restaurant de Cenas de comida americana⁵. Para fines de 2018, se espera lograr que aproximadamente el 80% del sistema haya sido remodelado a la imagen más actual.

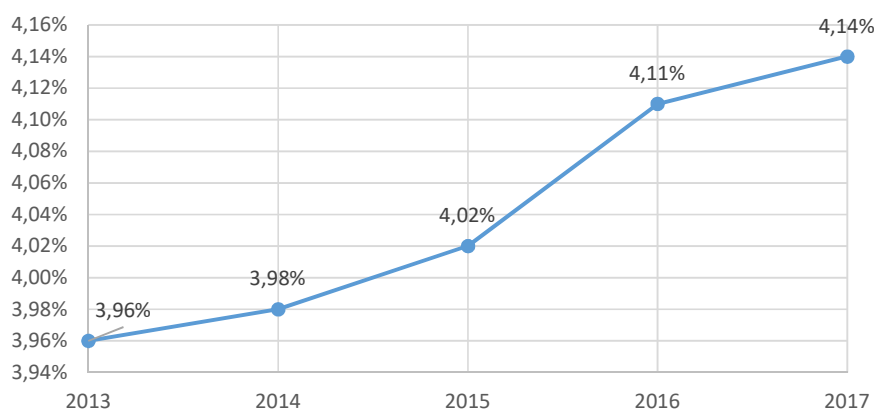
Durante 2014, se implementó un nuevo acuerdo de franquicia, que incluía una tasa de regalía del 4,5% y una contribución publicitaria del 3%, sin incluir incentivos. Había aproximadamente 700 restaurantes franquiciados (45%) que operan bajo este acuerdo al 27 de diciembre de 2017, y se espera que haya aproximadamente 800 restaurantes franquiciados (51%) que operen bajo este acuerdo a fines de 2018. Para 2017, la tasa promedio de regalías domésticas fue de aproximadamente 4,14%, en comparación con 4,11% para 2016 y 4,02% para 2015 (Gráfico N°10).

⁴ Ventas en mismos locales/tiendas. Las ventas en la misma tienda son una métrica financiera que las empresas utilizan para evaluar el monto total de las ventas en las tiendas de la compañía que han estado operando durante un año o más.

⁵Se refiere a comida tradicional americana.

Gráfico N°10

TASA PROMEDIO DE REGALIAS



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

Creciendo la marca

En los últimos cinco años, las iniciativas de crecimiento han llevado a 218 nuevas aperturas de restaurantes. Durante 2017, hubo un crecimiento neto en restaurantes de dos restaurantes, con 39 aperturas y 37 cierres. Las aperturas incluyeron siete ubicaciones internacionales franquiciadas, incluidas tres en Filipinas, una en Canadá, una en México, una en Guatemala y una en el Reino Unido.

Equilibrar el uso de efectivo

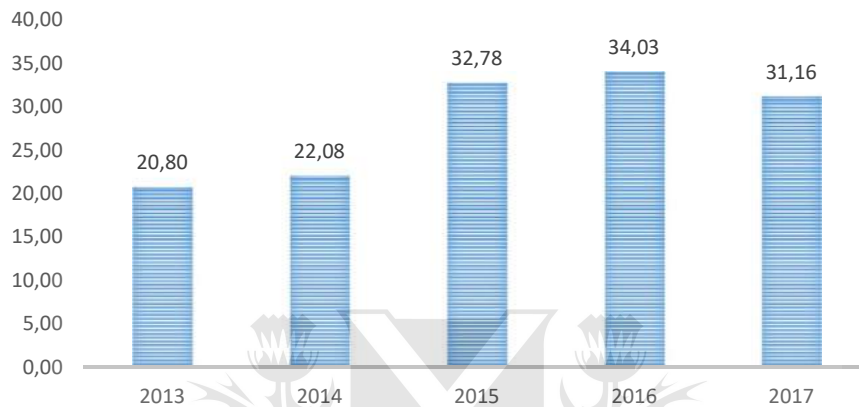
La empresa se encuentra enfocada en equilibrar el uso de efectivo entre reinversión en restaurantes de la compañía, crecimiento y fortalecimiento de la marca y devolución de efectivo a los accionistas. Durante 2017, los gastos de capital en efectivo fueron de USD 31,2 millones, compuestos por USD 18,8 millones en gastos de capital (Gráfico N°11) y costos de adquisición de restaurantes de USD 12,4 millones. Los flujos de efectivo para adquisiciones incluyen USD 8,3 millones para la readquisición de diez restaurantes franquiciados y un restaurante franquiciado anterior y USD 4,1 millones para bienes inmuebles asociados con la reubicación de dos restaurantes de empresas de alto rendimiento debido a la pérdida inminente de control de la propiedad.

Durante 2017, se recompraron un total de 6,8 millones de acciones ordinarias por USD 82,9 millones, completando así el programa de recompra de 2016. Además, se registraron 0,5 millones de acciones y USD 6,9 millones en acciones propias como resultado de la liquidación de un programa acelerado de recompra de acciones por USD 25 millones iniciado en 2016. Desde el inicio del programa de recompra de acciones en noviembre de 2010, Denny's ha recomprado un total de 43,2 millones de acciones ordinarias por USD 355,6 millones. Al 27 de diciembre de 2017, quedaban USD 196,3 millones restantes en el programa actual de recompra.

Para maximizar la flexibilidad del uso de efectivo, durante el cuarto trimestre de 2017, se refinanció la línea vigente de crédito. Los términos de la nueva línea de crédito extienden la fecha de vencimiento de marzo de 2020 a octubre de 2022 y aumentan la capacidad de endeudamiento de USD 325 millones a USD 400 millones.

Gráfico N°11

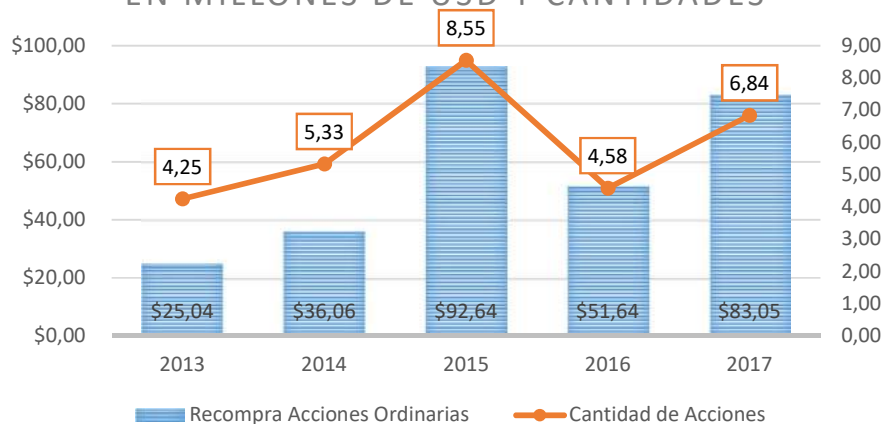
GASTOS EN BIENES DE CAPITAL
EN MILLONES DE USD



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

Aunque históricamente la empresa no ha pagado dividendos en efectivo, en los últimos años ha realizado recompras de acciones. El siguiente gráfico muestra la evolución de estas operaciones. La intención de la empresa es devolver capital a los accionistas a través del programa de recompra en curso, respaldada por la refinanciación de la línea de crédito anunciada a fines de 2017.

RECOMPRA ACCIONES ORDINARIAS
EN MILLONES DE USD Y CANTIDADES



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

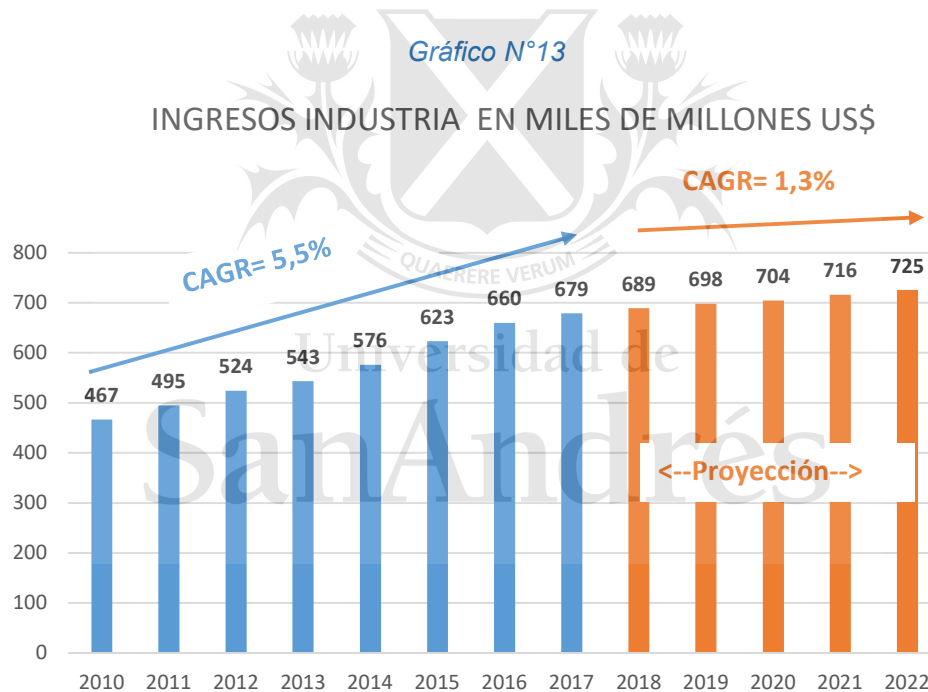
Análisis de la Industria

La industria de los restaurantes

Tal como señala el informe de Statista “Restaurantes & Vida Nocturna”⁶, esta industria depende en gran medida de los ingresos disponibles del consumidor y su crecimiento está conectado a las tendencias económicas cíclicas. Los precios actuales más bajos del combustible y los altos niveles de empleo resultan en una creciente demanda de los clientes para comer fuera de su casa.

Para el año 2015 podíamos encontrar en todo Estados Unidos 464.000 compañías en esta industria, empleando todas ellas a más de 11 millones de personas, con un salario medio anual de USD 25.000.

La industria en su totalidad tuvo ingresos por USD 679 Mil Millones para el año 2017, reportando un crecimiento del 2,8% en relación al año 2016, proyectándose un CAGR del 1,3% para el período 2017-2022 (Gráfico N°13).



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en “Restaurantes & Nightlife in US 2018”.
Statista.

Un 44% de estas ventas las representa el segmento Servicio Completo, con más de USD 298 mil Millones para el 2017, reportando un crecimiento interanual del 3,4%.

⁶ Restaurantes & Nightlife in the U.S. 2018. Statista Industry Report

A continuación, transcribimos un análisis FODA⁷ de la industria proveniente del informe “Restaurants & Nightlife in US 2018”.

“Fortaleza

- La industria de restaurantes superó el crecimiento general del empleo por 16º año consecutivo en 2015, manteniendo a la industria entre los líderes de la economía en creación de empleos.
- Las cadenas de restaurantes utilizan economías de escala y, en muchos casos, amplias operaciones logísticas geográficas para mantener los precios competitivos.
- La demanda de catering especial sigue siendo fuerte, por ejemplo, más restaurantes personalizan las comidas basadas en las necesidades dietéticas, Opciones de comida sin gluten, veganas y paleo amigables.

Debilidad

- Las tasas de crecimiento de la industria después de la recesión aún son modestas en términos históricos.
- Las ganancias permanecen por debajo de lo que se esperaría en un período normal posterior a la recesión.
- Márgenes de ganancia bajos: la alta competencia hace que los márgenes de ganancia bajos se conviertan en el estándar de toda la industria, creando un entorno industrial muy perjudicial.
- Se espera que las perspectivas de crecimiento de los restaurantes tradicionales de servicio completo se estanquen.

Oportunidades

- Los precios más bajos del gas y los niveles más altos de empleo han resultado en una creciente demanda de restaurantes. La demanda que también impulsará el crecimiento futuro.
- Los consumidores siguen siendo sensibles a los precios, pero demuestran estar dispuestos a pagar más cuando reciben valor, es decir, la velocidad del servicio, las opciones de alimentos saludables o el tamaño de la porción.
- La tecnología está ayudando a la industria a conectarse con los consumidores, especialmente con Millennials, a través de aplicaciones y en línea.
- Los bares y restaurantes aprovechan el interés en productos locales, verdes, vegetarianos y veganos.

Amenazas

- A pesar de las disminuciones a corto plazo, los costos de los ingredientes continúan ejerciendo presión en los resultados de muchos restaurantes. Los precios promedio de los alimentos al por mayor aumentaron aproximadamente un 25% entre 2010 y 2015.
- Con la economía mejorando lentamente y la tasa de desempleo descendiendo, la competencia por la fuerza laboral se está intensificando y los salarios suben.

⁷ El análisis FODA es una herramienta de estudio de la situación de una empresa, institución, proyecto o persona, analizando sus características internas (Debilidades y Fortalezas) y su situación externa (Amenazas y Oportunidades) en una matriz cuadrada. https://es.wikipedia.org/wiki/Análisis_DAFO

- Desafíos legislativos y regulatorios: los operadores de restaurantes enfrentan crecientes presiones, desde el aumento de salarios y el aumento de los gastos de atención médica hasta el cumplimiento de las nuevas regulaciones federales.”

Por otro lado, utilizaremos el Índice confeccionado por la Asociación Nacional de Restaurantes, llamado RPI (Restaurant Performance Index)⁸ para analizar el comportamiento de la industria y determinar si el mismo se encuentra en un período contractivo o expansivo.

Este índice compuesto mensual se basa en las respuestas a la Encuesta mensual de seguimiento de la industria de restaurantes de la Asociación Nacional de Restaurantes, que se presenta entre los operadores de restaurantes de todo Estados Unidos en una variedad de indicadores que incluyen ventas, tráfico de clientes, mano de obra y gastos de capital.

El RPI está compuesto por dos componentes igualmente ponderados: el Índice de la Situación Actual y el Índice de Expectativas.

Para cada uno de los Índices e Indicadores, un valor por encima de 100 señala un período de expansión, mientras que un valor por debajo de 100 señala un período de contracción. La distancia desde 100 significa la magnitud de la expansión o contracción.

El Índice de la situación actual es un índice compuesto basado en cuatro indicadores de la industria de restaurantes de "período reciente":

Ventas en mismos locales: compara el volumen de ventas en los mismos locales en el mes de referencia en comparación con el mismo mes del año anterior.

Tráfico de clientes: compara el tráfico de clientes en el mes de referencia en comparación con el mismo mes del año anterior.

Laboral: compara el número de empleados y el promedio de horas por empleado en el mes de referencia en comparación con el mismo mes en el año anterior.

Gastos de capital: mide la actividad de gastos de capital durante los tres meses más recientes.

El Índice de Expectativas es un índice compuesto basado en cuatro indicadores "prospectivos" de la industria de restaurantes:

Ventas en mismos locales: perspectivas de los operadores de restaurantes para las ventas en el mismo local en seis meses, en comparación con el mismo período del año anterior

Dotación de personal: las expectativas de los operadores de restaurantes para su número de empleados en seis meses, en comparación con el mismo período del año anterior

Gastos de capital: planes de gastos de capital de los operadores de restaurantes durante los próximos seis meses

Condiciones comerciales: perspectivas de los operadores de restaurantes para las condiciones comerciales generales durante los próximos seis meses

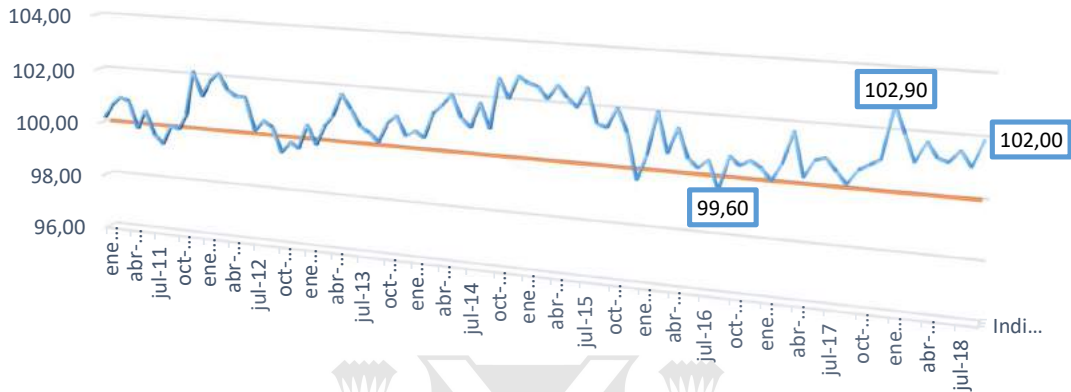
En el gráfico N°14 podemos ver el comportamiento de este índice desde enero 2011 a agosto 2018.

⁸ <https://www.restaurant.org/News-Research/Research/RPI>

Se observa que la industria se encuentra en un ciclo de expansión ininterrumpida desde agosto de 2016 a la fecha, haciendo su máximo en diciembre 2017.

Gráfico N°14

RESTAURANT PERFORMANCE INDEX



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en National Restaurant Association. Restaurant industry performance index in the United States from 2011 to 2017, by month.

Diferentes tipos de restaurantes.

Hay muchos tipos de restaurantes que ofrecen una variedad de experiencias y comida. Casi todos los restaurantes se pueden clasificar en dos categorías amplias, tal lo plasmado en el informe “Una visión en profundidad de la industria de restaurantes de Estados Unidos” de Market realist⁹.

1. Restaurantes de Servicio completo

Los restaurantes de servicio completo, como su nombre indica, ofrecen servicios completos de mesa y pueden clasificarse aún más en Segmento de “Cena Casual” y “Cena Familiar”.

Los restaurantes de servicio completo generalmente sirven desayuno, almuerzo y cena. En un restaurante de servicio completo, se asignan mesas y el personal del restaurante brinda un servicio completo. Normalmente, se paga después de haber comido. La comida generalmente toma más tiempo en prepararse y servirse en comparación con los restaurantes de servicio limitado.

2. Restaurantes de Servicio limitado

Los restaurantes de servicio limitado pueden clasificarse en Segmento de “Comidas Rápidas” y “Casual Rápidas”.

⁹ <https://marketrealist.com/>

Los restaurantes de servicio limitado limitan los menús para el almuerzo y la cena, y algunos ofrecen comidas para el desayuno, la tarde y la noche. Por lo general, se paga por adelantado antes de comer la comida.

Los restaurantes de servicio limitado pueden o no ofrecer un área para sentarse. Por lo general, tiene un servicio de pedidos en el que los clientes pueden realizar sus pedidos y obtener alimentos para llevar en pocos minutos.

El Segmento “Comidas Familiares”

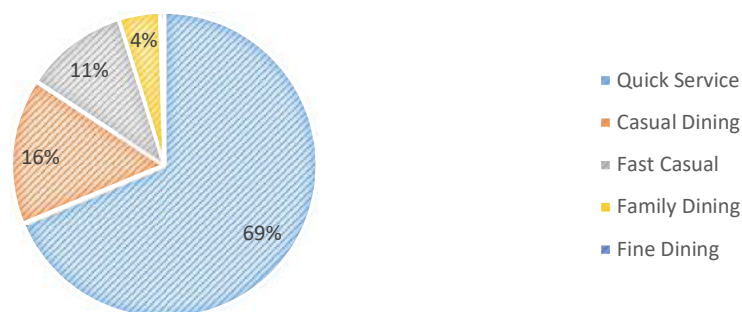
Los restaurantes “Comidas Familiares” ofrecen servicio completo de mesa. Son similares al formato de comidas informales, aunque la mayoría de los restaurantes “Comidas Familiares” no ofrecen alcohol. Algunos restaurantes de comidas familiares pueden estar abiertos durante más horas, hasta las 24 horas del día, los siete días de la semana.

Tomando como referencia el ranking “Top 500 cadenas de Restaurantes” confeccionado por Technomic¹⁰, podemos determinar la participación del segmento “Comidas Familiares” dentro de la industria de los Restaurantes y sus principales participantes.

Para la confección de este ranking se tomaron el total de ventas generadas en el año 2017 tomando tanto las ventas de los restaurantes propios como las de sus franquiciados.

Sin dudas el sector preponderante es el de “Servicios Rápidos”, con referentes como McDonald’s, Starbucks, Subway o Taco Bell, con más del 69% del mercado, tal como puede apreciarse en el Gráfico N°15.

Universidad de
Gráfico N°15
PARTICIPACIÓN SEGMENTO COMIDAS
FAMILIARES
EN LA INDUSTRIA DE RESTAURANTES



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en www.restaurantbusinessonline.com

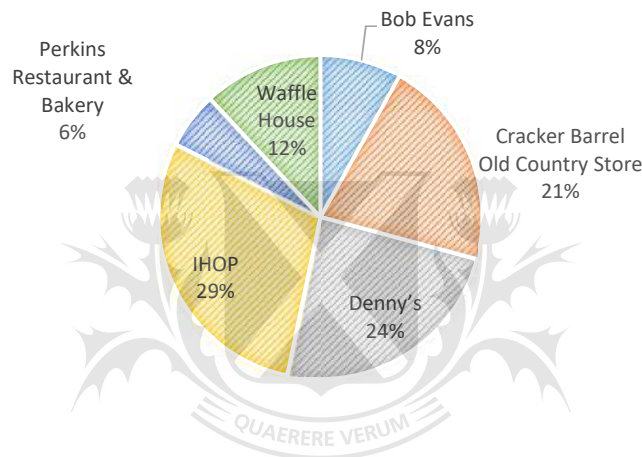
¹⁰ <https://www.technomic.com/>

Lo sigue con un 16% el segmento “Comidas Casuales”, con Applebee’s, Olive Garden, Buffalo Wild Wings o Chili’s grill& Bar, y con un 11% el segmento “Casuales Rápidas”, con Panera Bread, Chipotle Mexican Grill o Panda Express.

Luego nos encontramos con el segmento “Comidas Familiares” con un 4%, en donde participa Denny’s secundando en ventas a IHOP con un 24% y 29% respectivamente, y en tercer lugar Cracker Barrel old Country con un 21% (Gráfico N° 16).

Gráfico N°16

PARTICIPACION DENNY’S
EN SEGMENTO COMIDAS FAMILIARES



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en www.restaurantbusinessonline.com

La competencia

Tal como fuera detallado en el Gráfico N°16, los principales competidores de Denny’s son:

- IHOP (DINN)
- Cracker Barrel Old Country Store (CBRL)
- Bob Evans (Privada)
- Waffle House (Privada) y
- Perkins Restaurant & Bakery (Privada)

The International House of Pancakes (IHOP)¹¹ es un restaurante establecido en los Estados Unidos especializado en desayunos y que es propiedad de DineEquity. Entre los desayunos que ofrece IHOP están los panqueques, waffles, y tortilla francesa.

Al 31 de diciembre de 2017, 321 grupos de franquicias operaban 1.786 franquicias IHOP y restaurantes con licencia de área. Estos restaurantes están ubicados en 50 estados de los Estados Unidos, en el Distrito de Columbia, en tres territorios de los Estados Unidos y en 13 países fuera de los Estados Unidos.

¹¹ <https://es.wikipedia.org/wiki/IHOP>

Los restaurantes IHOP se encuentran bajo el régimen de franquicias y están administrados por International House of Pancakes, LLC y sus afiliados, con sede en Glendale, California. International House of Pancakes, LLC es una subsidiaria de propiedad absoluta de Dine Brands Global (NYSE: DIN) junto con Applebee's.

Al 29 de julio 2018, tenía una capitalización bursátil de USD 1.540 MM y reportó ventas por USD 597 MM.

Cracker Barrel Old Country Store¹², Inc. es una cadena estadounidense de restaurantes y tiendas de regalos con una temática sureña. La empresa fue fundada por Dan Evins en 1969; su primera tienda se ubicó en Lebanon, Tennessee, y sigue siendo la sede de la compañía. Al principio, la cadena de tiendas se posicionó en las salidas de carreteras del sureste y el medio oeste de Estados Unidos, pero se expandieron por todo el país en los 1990s y 2000s. La cadena de restaurantes opera con 630 tiendas en 42 estados. Cabe aclarar que ninguna de las tiendas es de franquiciados.

El menú de Cracker Barrel se basa en la tradicional cocina sureña, con apariencia y decoración diseñada para imitar a las tiendas generales de antaño. Cada restaurante cuenta con un porche delantero con mecedoras de madera, chimenea de piedra y algunos artefactos locales.

Al 02 de agosto de 2018, tenía una capitalización bursátil de USD 3.780 MM y reportó ventas por USD 3.003 MM.

Bob Evans Restaurantes¹³ es una cadena nacional estadounidense de restaurantes propiedad de Golden Gate Capital y con sede en New Albany, Ohio. Después de su fundación en 1948 por Bob Evans (1918–2007), la cadena de restaurantes se convirtió en una compañía con el nombre corporativo Bob Evans Farms, Inc. (BEF) y eventualmente estableció una división de alimentos separada para manejar la venta de sus productos en otros mercados. BEF Foods siguió siendo de propiedad independiente hasta septiembre de 2017, cuando se vendió a Post Holdings.

Esta empresa se deslistó del NASDAQ el 09 de enero 2018, y al 31 de diciembre 2017, reportó ventas por USD 394,8. Al ser una empresa privada no incluiremos la misma en el análisis de competidores.

Waffle House es una cadena de restaurantes de comida rápida estadounidense. Se encuentran principalmente en el sur de los Estados Unidos, y hay más de 1700 locales en 25 estados. La sede de Waffle House está en el Condado de Gwinnett, en el área metropolitana de Atlanta, Georgia. Waffle House ha sido fundado por Joe Rogers Sr. y Tom Forkner, y todavía ellos tienen la propiedad de la compañía.¹⁴

Perkins Restaurant and Bakery¹⁵, o simplemente Perkins, es una cadena de restaurantes de comida informal estadounidense que sirve desayunos durante todo el día. También cuenta con una panadería que vende pasteles.

De acuerdo a la información del Reporte "Top 500 Cadenas de restaurantes", tuvo ventas en el año 2017 por USD 630 MM. Al ser una empresa privada no incluiremos la misma en el análisis de competidores.

¹² https://es.wikipedia.org/wiki/Cracker_Barrel

¹³ https://en.wikipedia.org/wiki/Bob_Evans_Restaurantes

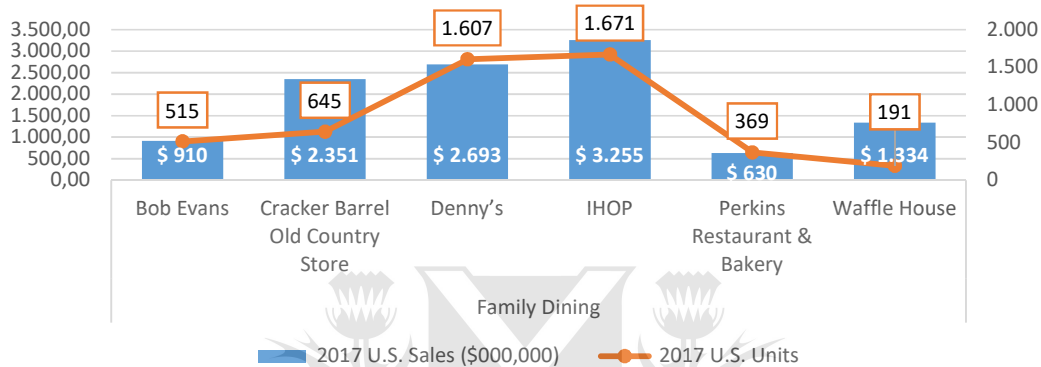
¹⁴ https://en.wikipedia.org/wiki/Waffle_House

¹⁵ https://en.wikipedia.org/wiki/Perkins_Restaurant_and_Bakery

En el gráfico N°17 podemos ver de forma comparativa las ventas del año 2017 de los principales participantes del segmento “Comidas Familiares”, junto con la cantidad de locales comerciales. Cabe aclarar que se computan las ventas tanto de los restaurantes propios como de los franquiciados.

Gráfico N° 17

VENTAS Y LOCALES COMERCIALES
PRINCIPALES COMPETIDORES



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en www.restaurantbusinessonline.com

Ventas en los mismos locales

Teniendo en cuenta que, de los cinco principales competidores, tres de ellos son empresas privadas y no cotizan en bolsa, realizaremos todo tipo de comparación y análisis sobre IHOP y Cracker Barrel Old country store.

Tomando como base los últimos reportes fiscales del año 2017 de cada una de las empresas es que realizaremos un análisis de la evolución de las ventas en los mismos locales, tal como puede verse en el gráfico N°18.

Las ventas en los mismos locales son un término comercial que se refiere a la diferencia en los ingresos generados por los puntos de venta existentes de una cadena minorista durante un período determinado, en comparación con un período idéntico en el pasado, generalmente en el año anterior.¹⁶

Para las cadenas que están creciendo rápidamente al abrir nuevos puntos de venta, las cifras de ventas en los mismos locales permiten a los analistas diferenciar entre el crecimiento de ingresos que proviene de las tiendas nuevas y el crecimiento de las operaciones mejoradas en los establecimientos existentes.

Las crecientes ventas en la misma tienda pueden explicarse por varias razones, entre ellas: las ganancias de participación de mercado en las áreas comerciales de un minorista; compras promedio

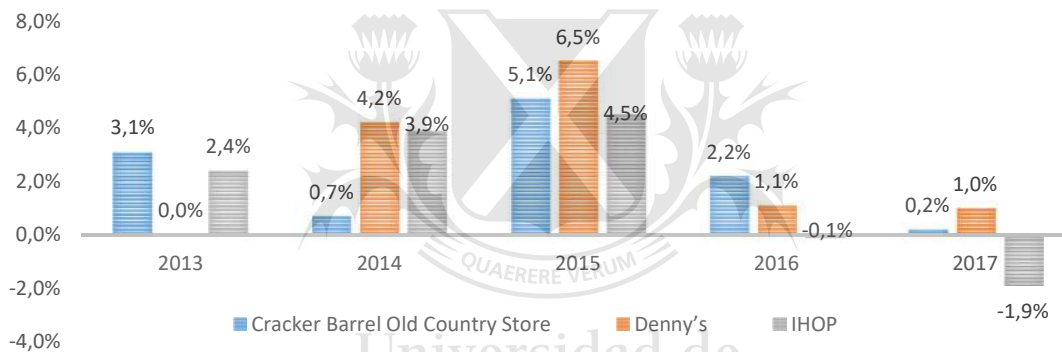
¹⁶ https://en.wikipedia.org/wiki/Same-store_sales

más altas y / o visitas más frecuentes de los clientes; y realizar ventas cruzadas con éxito en una gama de productos más amplia o vender a otros más caros.

Las ventas negativas sostenidas en la misma tienda son un indicio seguro de que un minorista está en problemas. A medida que las grandes cadenas minoristas se expanden geográficamente, eventualmente se quedan sin ubicaciones principales y, a menudo, terminan canibalizando sus tiendas existentes en cierta medida, lo que lleva a una disminución relativa en esta métrica. Una rápida expansión en el número de tiendas, seguida unos años más tarde por los débiles números de ventas en las mismas tiendas, muestra (en retrospectiva) que las adiciones a las tiendas podrían haber sido descuidadas o apresuradas.

Gráfico N° 18

VARIACIÓN VENTAS EN LOS MISMOS LOCALES VERSUS AÑO ANTERIOR (%)



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida de Fiscal 2017 Reporte Anual – Formulario 10K.

Ventajas Competitivas

La industria de restaurantes se ve afectada por muchos factores, incluidos cambios en las condiciones económicas nacionales, regionales y locales que afectan el gasto del consumidor; el entorno político; cambios en los patrones de viaje de los clientes, incluidos los cambios en el precio del combustible; cambios en las características sociodemográficas de las áreas donde se encuentran los restaurantes; cambios en los gustos y preferencias del consumidor; preocupaciones sobre seguridad y salud de los alimentos; brotes de virus de gripe u otras enfermedades; aumenta en la cantidad de restaurantes; y las tendencias desfavorables que afectan las operaciones de los restaurantes, como el aumento de los salarios, los costos de atención médica, los gastos de los servicios públicos y el clima desfavorable.

Denny's cuenta con fortalezas competitivas, como un sólido reconocimiento de marca, restaurantes bien ubicados y penetración en el mercado. Se beneficia de las economías de escala en una variedad de áreas, incluyendo publicidad, compras y distribución. Además, Denny's tiene fortalezas competitivas en el valor, variedad y calidad de sus productos alimenticios, y en la calidad y capacitación de sus empleados.

Análisis Financiero

En este segmento, analizaremos a la empresa desde sus estados contables. Para ello utilizaremos los Estados de Situación Patrimonial, Estados de Resultados, Estado de Evolución del Patrimonio Neto y Anexos de los últimos 5 años para poder determinar cada uno de los principales Ratios. Entre ellos calcularemos Ratios de liquidez, rentabilidad, actividad y endeudamiento, tomando como referencia el trabajo de William Burns (2004).¹⁷

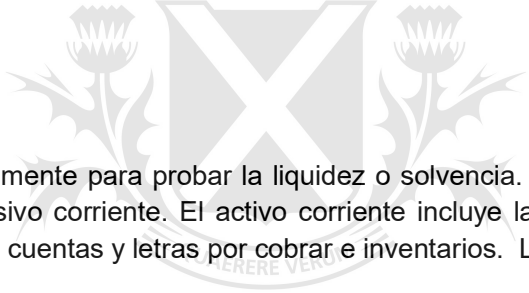
Ratios de Liquidez

Las ratios de liquidez son uno de los indicadores de solvencia más usados y tiene como objeto verificar las posibilidades de una empresa para afrontar compromisos financieros en el corto plazo. En esta oportunidad calcularemos los dos más importantes: Liquidez corriente y la Prueba ácida.

En el gráfico N°19 podrá observarse la evolución de estas dos ratios en los últimos 5 años.

Liquidez Corriente

Esta relación se usa comúnmente para probar la liquidez o solvencia. La calculamos dividiendo el activo corriente entre el pasivo corriente. El activo corriente incluye las cuentas de caja, bancos, valores de fácil negociación, cuentas y letras por cobrar e inventarios. La fórmula para esta relación es:



Universidad de
San Andrés

$$\text{Liquidez Corriente} = \frac{\text{Activos Corrientes}}{\text{Pasivos Corrientes}}$$

Prueba ácida

Esta relación se utiliza en caso de querer reflejar una liquidez total, por lo que se modifica eliminando aquellos activos que no puedan ser liquidados en un plazo muy breve. Se calcula restando del activo corriente el inventario y dividiendo estas diferencias entre el pasivo corriente. La fórmula para esta relación es:

$$\text{Prueba Acida} = \frac{\text{Activos Corrientes} - \text{Inventarios}}{\text{Pasivos Corrientes}}$$

¹⁷ Burns William. (2004). Introduction to Financial Ratios and Financial Statement Analysis, Harvard Business School.

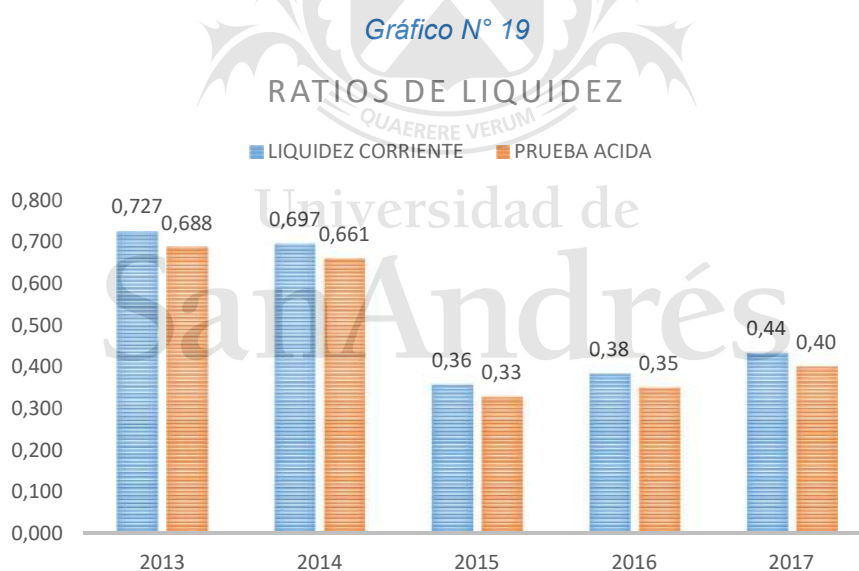
En la tabla N° 6 podemos observar las ratios de liquidez que se obtuvieron para los períodos 2013-2017 para Denny's Corporation.

Tabla N° 6

Ratios de liquidez	2013	2014	2015	2016	2017	Promedio
Liquidez corriente	0,727	0,697	0,36	0,38	0,44	0,520
Prueba ácida	0,688	0,661	0,33	0,35	0,40	0,486

Si bien estas ratios han ido disminuyendo, por el tipo de actividad en el cual se desarrolla Denny's y la generación de ventas prácticamente al contado, podrá fácilmente hacer frente a todas las obligaciones a vencer próximamente. Una de las razones de esta tendencia es la recompra de acciones que viene realizando la compañía, haciendo uso de todos los excedentes de cash disponibles, con el consiguiente impacto en estas ratios.

La prueba ácida no se diferencia demasiado de la liquidez corriente ya que Denny's tiene inventarios no muy significativos (menos del 8% de los activos corrientes), con lo cual la tendencia es similar.



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

Ratios de Rentabilidad

Los índices de rentabilidad buscan asociar la cantidad de ingresos obtenidos con la cantidad de recursos utilizados o la cantidad de actividad que ha tenido lugar. Estos corresponden a medidas de eficiencia que se utilizan a menudo en la teoría económica. Idealmente, la empresa debería generar

la mayor cantidad de ingresos posible con una cantidad determinada de recursos o una cantidad satisfactoria de ingresos utilizando la menor cantidad de recursos posible.¹⁸

En la tabla abajo detallada podremos ver las principales ratios generalmente utilizados.

Tabla N°7

RATIOS	2013	2014	2015	2016	2017	Prom
Retorno sobre Activos (ROA)	15,7%	20,0%	21,2%	15,7%	22,4%	19,0%
Retorno sobre Capital (ROE)	54,87%	298,35%	-8,11%	-7,13%	-5,44%	66,51%
Retorno s/ Capital invertido (ROIC)	23,4%	28,6%	29,0%	20,9%	30,3%	26,4%
Margen Neto (Utilidad/Ventas)	5,3%	6,9%	7,3%	3,8%	7,5%	6,2%
Margen Ebitda/Ventas	14,7%	16,8%	17,2%	13,9%	18,2%	16,1%
Margen Operativo (Ebit/Ventas)	10,0%	12,3%	12,8%	9,5%	13,7%	11,7%

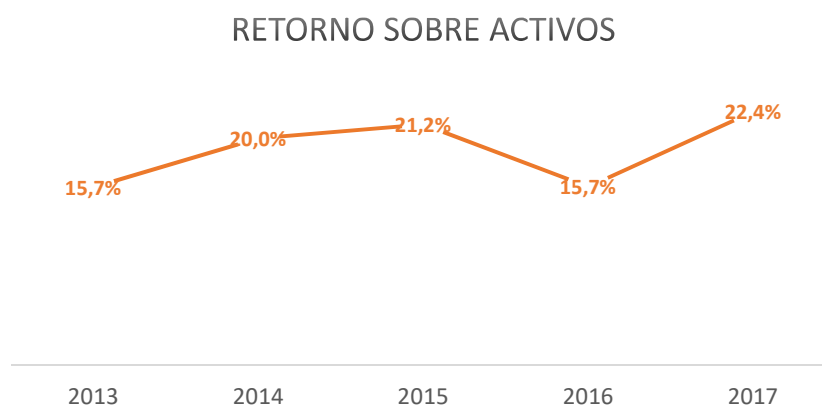
Retorno sobre activos

El rendimiento de los activos (ROA) relaciona el ingreso neto con la inversión en todos los recursos financieros al mando del Management. Resulta de utilidad como medida de la efectividad de la utilización de recursos sin tener en cuenta cómo se han obtenido y financiado dichos recursos. La fórmula para esta relación es:

$$\text{Retorno sobre activos} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total Activos}}$$

En el gráfico N° 20 podemos ver la evolución de este indicador para los últimos 5 años.

Gráfico N°20



¹⁸ Burns William. (2004). Introduction to Financial Ratios and Financial Statement Analysis, Harvard Business School.

Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

Desde el año 2013 este indicador viene mostrando retornos positivos, con una caída importante en el año 2016, al igual que la mayoría de las compañías del sector Restaurants/Dining, pero con una buena recuperación para el año siguiente.

Retorno sobre capital

El retorno sobre el capital (ROE) relaciona el ingreso neto con el monto invertido por los accionistas. Es una medida de la eficiencia con la que se ha utilizado la inversión de los accionistas a través de sus aportes de capital originales y las ganancias retenidas en el negocio. La fórmula para esta relación es:

$$\text{Retorno sobre Capital} = \frac{\text{Ingresos}}{\text{Capital accionistas}}$$

Denny's desde hace varios años viene comprando sus propias acciones, y estas operaciones han hecho que contablemente el Patrimonio neto de la empresa después de la recompra de acciones tenga valores negativos en los últimos años.

Esta compañía genera beneficios año tras año, y ha decidido remunerar a los accionistas con todos los excedentes generados a través de la recompra de acciones.

Viendo la capitalización bursátil de la empresa, podemos afirmar que claramente no se ve reflejada en la contabilidad el verdadero valor de los activos de la compañía, con lo cual el retorno sobre el capital para esta empresa es un indicador que pierde sentido e importancia para los últimos ejercicios.

De todas formas, se realizaron los cálculos para dejar reflejado este análisis.

Gráfico N°21

Periodo	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017
Total de Ingresos Operativos	\$ 462.593	\$ 472.295	\$ 491.293	\$ 506.948	\$ 529.169
Patrimonio Neto					
Acciones Comunes	\$ 1.050	\$ 1.058	\$ 1.065	\$ 1.071	\$ 1.077
Capital Surplus	\$ 567.505	\$ 571.674	\$ 565.364	\$ 577.951	\$ 594.166
Deficit/Retained earnings	-\$ 470.946	-\$ 438.221	-\$ 402.245	-\$ 382.843	-\$ 334.661
Otras Pérdidas Acumuladas	-\$ 16.842	-\$ 24.602	-\$ 23.777	-\$ 1.407	-\$ 2.316
Patrimonio Neto antes de Treasury Stock	\$ 80.767	\$ 109.909	\$ 140.407	\$ 194.772	\$ 258.266
Treasury Stock	-\$ 72.336	-\$ 108.326	-\$ 201.002	-\$ 265.884	-\$ 355.626
Deficit de Patrimonio Neto	\$ 8.431	\$ 1.583	-\$ 60.595	-\$ 71.112	-\$ 97.360
Retorno sobre equity	54,87	298,35	-8,11	-7,13	-5,44

Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

Retorno sobre Capital Invertido

El ROIC (Return on Invested Capital) cuantifica la rentabilidad que han obtenido los inversionistas (accionistas y acreedores) por el capital confiado para financiar los proyectos de inversión emprendidos por la empresa.

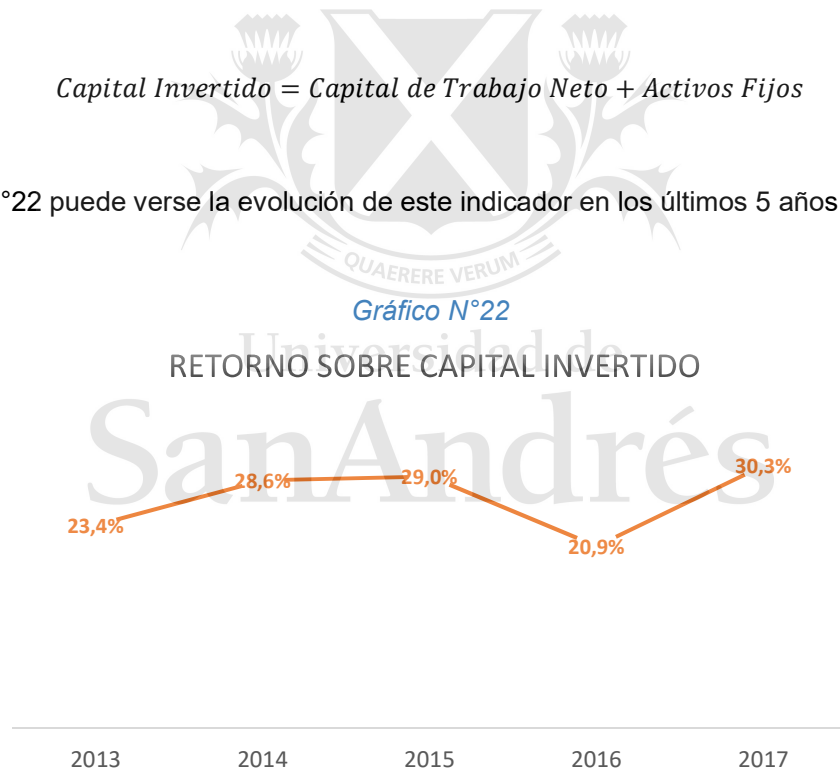
El cálculo del capital invertido mide la cantidad de capital inicial invertido por una empresa utilizada para generar un rendimiento para sus proveedores de capital (inversores de deuda y capital). Una forma equivalente de calcular esta cantidad es restando los pasivos corrientes, los activos no operativos, el efectivo y los equivalentes de los activos totales de una empresa.

$$\text{Retorno sobre Capital Invertido} = \frac{EBIT}{\text{Capital Invertido}}$$

Siendo

$$\text{Capital Invertido} = \text{Capital de Trabajo Neto} + \text{Activos Fijos}$$

En el gráfico N°22 puede verse la evolución de este indicador en los últimos 5 años.



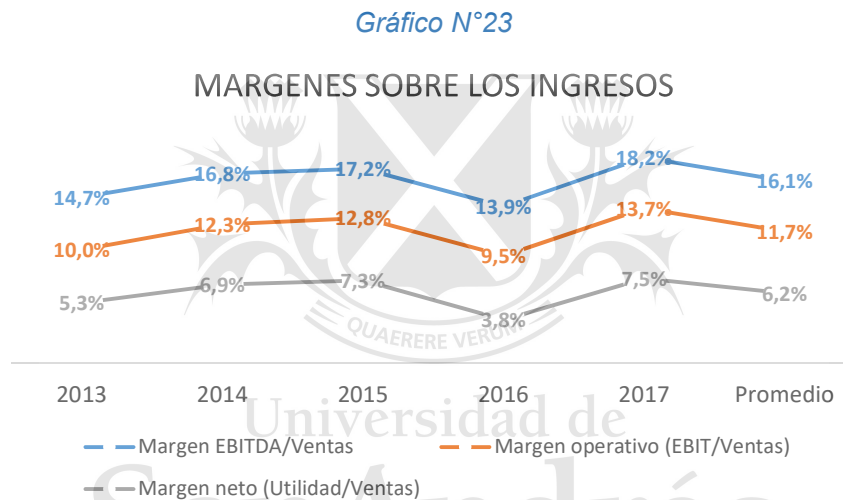
Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

Margen Neto

Relaciona dos mediciones del estado de Resultados entre sí. Por esta razón, no es una medida de la eficiencia, sino que, por el contrario, da alguna indicación de la sensibilidad de los ingresos a los cambios de precios o cambios en la estructura de costos. La fórmula para esta relación es:

$$\text{Margen Neto} = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Ventas}}$$

En el siguiente gráfico puede observarse la evolución de este indicador en los últimos años, como así también la evolución del Margen EBITDA y EBIT, explicados y desarrollados más adelante.



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

Margen EBITDA

Ratio que indica el porcentaje que supone el beneficio antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones sobre el total de las ventas. Es una medida de rentabilidad, que no tiene en cuenta los aspectos financieros ni tributarios, que nos permite ver la eficiencia de los ingresos por ventas generadas.

A continuación, se detalla la fórmula para esta relación:

$$\text{Margen EBITDA} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Ventas}}$$

Margen EBIT

Ratio que indica el porcentaje que supone el beneficio antes de intereses e impuestos, sobre el total de las ventas. Es una medida de rentabilidad, que no tiene en cuenta los aspectos financieros ni tributarios, que nos permite ver la eficiencia de los ingresos por ventas generadas.

A continuación, se detalla la fórmula para esta relación:

$$\text{Margen EBIT} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Ventas}}$$

Ratios de Actividad

Los índices de actividad proporcionan una referencia de qué tan bien los activos son utilizados por la organización. La eficiencia en el uso de activos minimiza la necesidad de inversión por parte de acreedores o propietarios. Los índices de actividad proporcionan mediciones de cuán bien se están utilizando los activos o el capital.

Dentro de los indicadores de Actividad, desarrollaremos los de rotación de cuentas por cobrar, inventarios y cuentas por pagar; como así también los días de cobranza, pago e inventario, para finalmente determinar el ciclo de caja y el capital de trabajo neto operativo, tal lo detallado en la tabla N° 8.

Tabla N° 8

RATIOS	2013	2014	2015	2016	2017
Rotación de cuentas por cobrar	26,71	26,15	29,68	25,55	24,75
Días de cobranza	13,67	13,96	12,30	14,29	14,75
Rotación de inventario	98,42	97,83	94,44	99,18	103,61
Días inventario	3,71	3,73	3,87	3,68	3,52
Rotación de cuentas por pagar	19,92	21,80	14,18	11,95	10,00
Días cuentas por pagar	18,33	16,75	25,74	30,55	36,52
Ciclo de caja	-0,95	0,94	-9,58	-12,59	-18,24
Capital de trabajo neto operativo	5.965	7.761	-1.090	-2.402	-7.969
Rotación capital de trabajo	55,04	43,12	-323,92	-152,92	-48,98

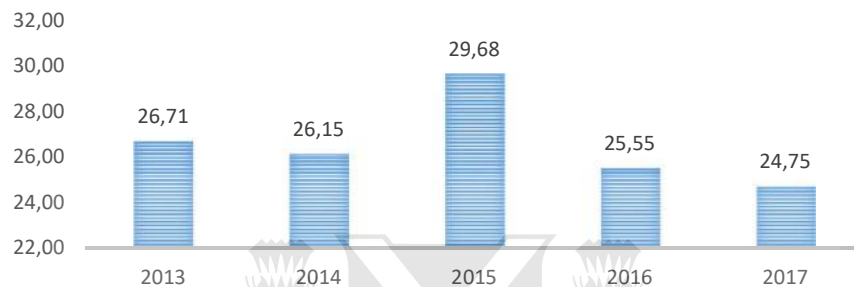
Rotación de cuentas por cobrar

Se utiliza para evaluar las condiciones de pago que la empresa concede a sus clientes. Mide el número promedio de veces al año que se cobran las cuentas a clientes, es decir, la frecuencia de recuperación de las cuentas por cobrar, siendo su fórmula:

$$\text{Rotación de cuentas por cobrar} = \frac{\text{Total Ingresos Operativos}}{\text{Cuentas por cobrar}}$$

Tal como puede apreciarse en el gráfico N° 24, este indicador se encuentra en sus niveles más bajos de los últimos 5 años, lo que muestra un incremento en los días de cobranza promedio.

Gráfico N° 24
ROTACIÓN DE CUENTAS POR COBRAR



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

Días de cobranza

Es el promedio en días en que las cuentas por cobrar se convierten en efectivo, siendo su fórmula:

$$\text{Días de cobranza} = \frac{\text{Cuentas por cobrar}}{\text{Ventas promedio diarias}}$$

Tal como lo vemos en el gráfico N°27, los días de cobranza han ido creciendo a lo largo de los años, pasando de un mínimo de 12,3 días en el año 2015 a 14,75 en el año 2017.

Rotación de Inventario

La rotación de Inventarios es el indicador que permite saber el número de veces en que el inventario es realizado en un periodo determinado, siendo su fórmula:

$$\text{Rotación de Inventario} = \frac{\text{Costo de mercadería vendida}}{\text{Inventarios}}$$

Tal como puede apreciarse en el gráfico N° 25, esta ratio se encuentra en sus niveles más altos de los últimos 5 años, lo que muestra una disminución en los días de inventario promedio, haciendo un uso eficiente del capital de trabajo.

Gráfico N° 25



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

Días de Inventario

Es el promedio de tiempo transcurrido en días en que el inventario es vendido a crédito, siendo su fórmula:

$$\text{Días de Inventario} = \frac{365}{\text{Rotación de Inventarios}}$$

Tal como puede observarse en el gráfico N°27, los días de inventario están en valores mínimos históricos, en relación a los últimos cinco años.

Rotación de cuentas por pagar

Expresa el número de veces que las cuentas por pagar a proveedores rotan durante un período de tiempo. A continuación, su fórmula:

$$\text{Rotación de cuentas por pagar} = \frac{\text{Costo Mercadería Vendida}}{\text{Cuentas por pagar}}$$

Tal como puede apreciarse en el gráfico N°26, este indicador ha disminuido considerablemente en los últimos años, producto de incrementar de forma significativa los saldos y plazos con los

proveedores. De una ratio de rotación de 20 x veces en el año 2014 a uno de 10 x en el 2017. Producto de la alianza con Meadowbrook Meat Company es que la compañía ha logrado mejorar la logística de compras de materia prima para cada una de los locales, logrando, además, plazos de financiamiento con proveedores estratégicos.

Gráfico N° 26



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

Días de cuentas por pagar

Es el promedio de tiempo transcurrido en días para el pago de las cuentas por pagar a proveedores, siendo su fórmula:

$$\text{Días de cuentas por pagar} = \frac{365}{\text{Rotación de cuentas por pagar}}$$

En el gráfico del Ciclo de caja (gráfico N°27), puede verse la evolución de este indicador.

Ciclo de caja

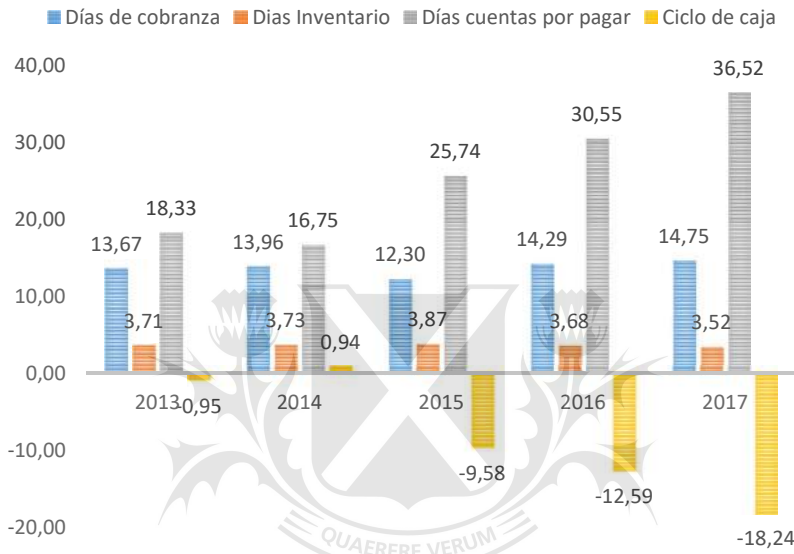
El ciclo de caja es la diferencia que existe entre el ciclo operativo y el ciclo de pagos, donde el primero es el promedio de tiempo transcurrido en días en que el inventario es vendido a crédito más el promedio en días en que las cuentas por cobrar se convierten en efectivo, mientras que el segundo es el promedio de tiempo transcurrido en días para el pago de las cuentas por pagar a proveedores. Su fórmula es la siguiente:

$$\text{Ciclo de caja} = \text{Días Cobranza} + \text{Días Inventario} - \text{Días Cuentas por pagar}$$

En el gráfico a continuación (gráfico N°27), puede apreciarse como fue evolucionando a lo largo del tiempo el ciclo de caja de Denny's, teniendo hoy un ciclo de caja negativo, producto de lograr plazos de financiación de los proveedores superiores a los plazos otorgados a los clientes. En el año 2013 el ciclo de caja era de -1 días, pasando a niveles de -18 días actualmente.

Gráfico N° 27

CICLO DE CAJA



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

Capital de trabajo Neto Operativo

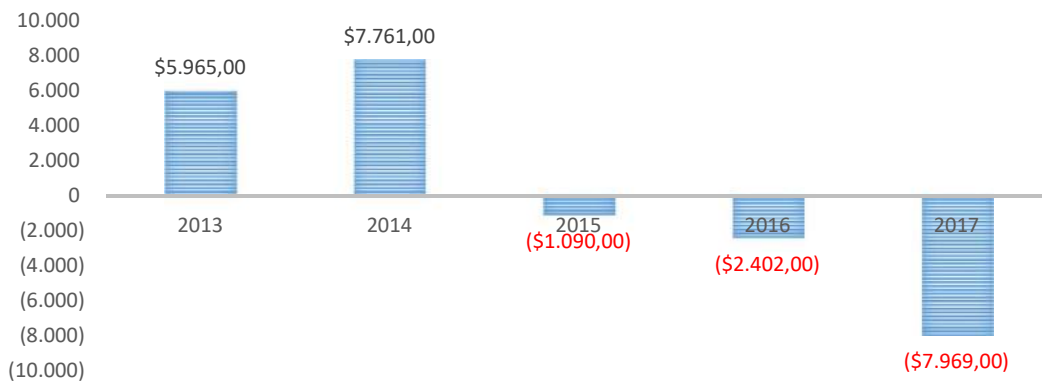
Capital de trabajo neto operativo es la diferencia entre los activos corrientes y los pasivos corrientes propios de la operación. La fórmula para esta relación es:

$$\text{Capital de trabajo Neto Operativo} = \text{Créditos por ventas} + \text{Inventarios} - \text{Cuentas por pagar}$$

En el gráfico N°28 se puede ver la evolución del capital de trabajo neto operativo, yendo desde USD 6MM el 2013, hasta cerrar el año 2017 con aproximadamente (USD 8 MM), producto de lograr un mayor financiamiento de los proveedores, tal como puede apreciarse en el ciclo de caja.

Gráfico N°28

CAPITAL DE TRABAJO NETO OPERATIVO
EN MILES DE US\$



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

La empresa trabaja con Capital de trabajo neto operativo negativo producto de cobrar prácticamente todas sus operaciones de venta de contado, una rápida rotación de sus inventarios y que sus cuentas por pagar sean exigibles luego de la recepción del efectivo de las ventas.

Rotación del capital de trabajo

La rotación de capital de trabajo es una medida de la velocidad con la que los activos corrientes proporcionan los fondos para satisfacer los pasivos actuales. La fórmula para esta relación es:

$$\text{Rotación del Capital de trabajo} = \frac{\text{Ventas Netas}}{\text{Capital de Trabajo Neto Operativo}}$$

Como puede verse en el gráfico N° 29, la rotación del capital de trabajo es positiva los primeros años para luego ser negativa, producto de un cambio en el capital de trabajo neto operativo negativo. Este indicador pierde sentido y no permite compararlo con otras compañías.

Gráfico N°29



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

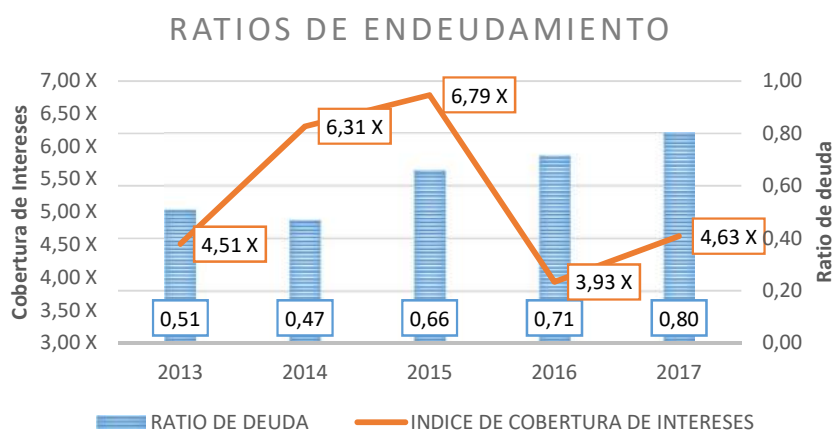
Ratios de endeudamiento

El grado en que las actividades de una empresa están respaldadas por pasivos y deuda a largo plazo en lugar de contribuciones de los propietarios se conoce como apalancamiento. A continuación, se detallan las ratios calculados y un gráfico en donde se puede apreciar la evolución de los mismos:

Tabla N°9

RATIO ENDEUDAMIENTO	2013	2014	2015	2016	2017
Ratio de deuda	0,51	0,47	0,66	0,71	0,80
Ratio cobertura de intereses	4,51 X	6,31 X	6,79 X	3,93 X	4,63 X

Gráfico N°30



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

Índice de deuda

El índice de deuda se usa ampliamente en el análisis financiero porque revela el efecto del apalancamiento financiero. El mismo se calcula de la siguiente manera:

$$\text{Índice de Deuda} = \frac{\text{Total de Deuda}}{\text{Total de Activos}}$$

Como puede verse en el gráfico N° 30, la evolución de este índice ha sido creciente, producto de nuevas líneas de crédito que se fueron tomando a los fines de aplicar contra la recompra de acciones.

Ratio de cobertura de Intereses

Casi todas las empresas tienen compromisos continuos que deben cumplirse con los flujos futuros para que la empresa permanezca solvente. Los pagos de intereses son un ejemplo de tales compromisos.

La cantidad de veces que los pagos de intereses están cubiertos por las ganancias actuales ofrece cierta medida del grado en que los ingresos podrían caer sin afectar el pago de los intereses.

La fórmula utilizada para su cálculo es la siguiente:

$$\text{Ratio de cobertura de intereses} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Intereses pagados}}$$

Al igual que el índice anterior, podemos apreciar la evolución de esta ratio en los últimos años, demostrando un poder de respuesta más que razonable, volviendo en el 2017 a niveles de 2013.

Valuación

Luego de haber realizado un detallado análisis de Denny's Corporation, de sus drivers y principales ratios, de sus competidores y la industria en donde se desarrolla su negocio, procederemos a valorar la compañía mediante el uso de dos métodos de valuación: el Flujo de fondos descontado y luego Valuación relativa, utilizando múltiplos.

Flujo de fondos descontados

El método de flujo de fondos descontados, se basa en la regla del valor presente, en donde el valor de cualquier activo es el valor presente de los flujos de fondos futuros esperados¹⁹, en fórmula:

$$Valor = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

En donde:

n = Vida del activo.

CF_t = Flujo de fondos en el período t.

r = Tasa de descuento reflejando el riesgo de los flujos de fondos estimados.

Tasa de descuento

La tasa de descuento será una función del riesgo de los flujos de fondos estimados, con tasas más altas para activos más riesgosos y tasas más bajas para proyectos más seguros.

Costo promedio ponderado del capital

El costo del capital es el promedio ponderado de los costos de los diferentes componentes de financiación, incluida la deuda y el equity, usada por una firma para fondar sus requerimientos

¹⁹ Damodaran, Aswath. Damodaran on Valuation: Security analysis for investment and corporate finance (1994)

financieros²⁰. Las ponderaciones asignadas al equity y a la deuda deben ser basadas en valores de mercados y no de libros.

En fórmula:

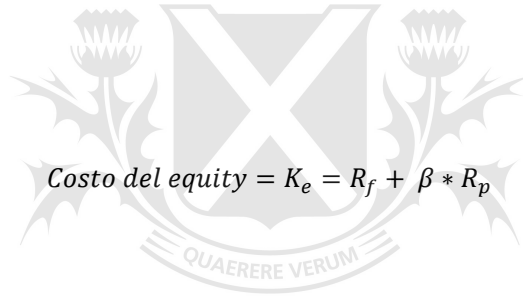
$$\text{Costo Promedio ponderado del Capital}^{21} = WACC = K_e \frac{E}{D + E} + K_d \frac{D}{D + E}$$

Siendo:

K_e =Costo de equity.

K_d =Costo de la deuda después de impuestos.

Costo del equity



En donde:

R_f = Tasa libre de riesgo.

β = Beta del equity.

R_p = Prima de riesgo histórica del mercado accionario.

Tasa libre de riesgo

La tasa libre de riesgo es aquella tasa que no tiene riesgo de default. Para el análisis, se va a utilizar la tasa del bono del gobierno de Estados Unidos a 10 años, la cual al 22 de octubre de 2018 era un 3,2%.²²

²⁰ Damodaran, Aswath. Damodaran on Valuation: Security analysis for investment and corporate finance (1994)

²¹ WACC (Weighted Average Cost of Capital)= Costo Promedio ponderado del Capital

²² <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2018>

Beta

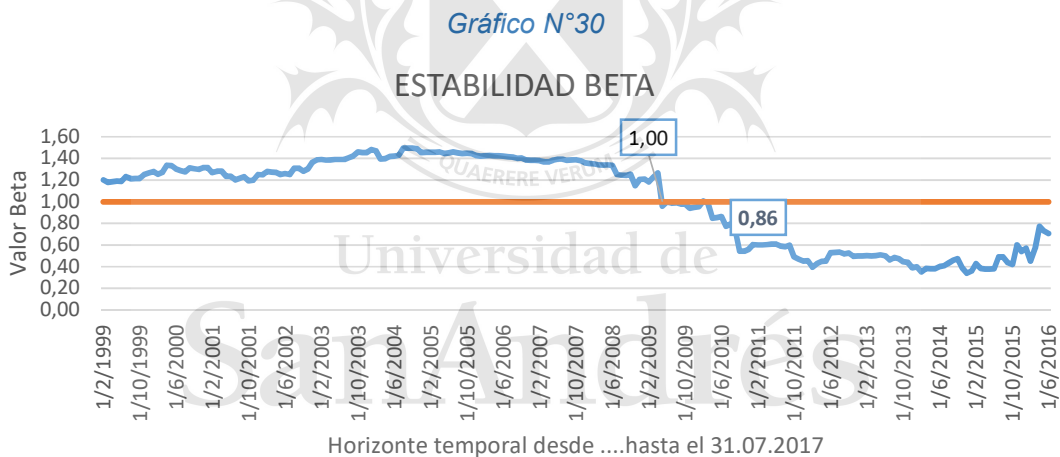
El coeficiente Beta (β) es una medida de la volatilidad de un activo relativa a la variabilidad del mercado, de modo que valores altos de Beta denotan más volatilidad y Beta 1 es equivalencia con el mercado.²³

Siguiendo a Damodaran²⁴, el procedimiento estándar para estimar Betas es hacer una regresión de los retornos de la acción contra los retornos del mercado y usar la pendiente de la regresión como el beta.

Para el cálculo de la beta, correremos una regresión entre los retornos mensuales de DENN y el índice de mercado S&P 500.

Además, utilizaremos 7 años de horizonte temporal, es decir desde julio 2010 a julio 2017. Un horizonte temporal mayor puede darnos mayor información, pero la compañía puede cambiar sus características de riesgo a lo largo de los años.

Tal como puede observarse en el gráfico N° 30, a medida que tomamos horizontes temporales más breves la Beta estará por debajo de 1, logrando equivalencia con el mercado en el 2009.



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en Yahoo finance.

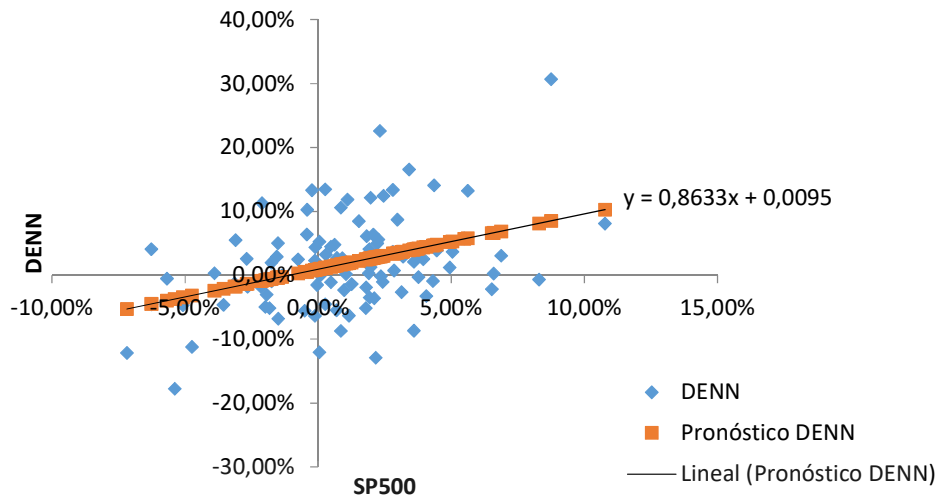
Para nuestra valuación, tomaremos una beta de 0,86 (ver Gráfico N°31), tal como surge de la regresión realizada.

²³ Levinson, Mark (2009). Guide to Financial Markets. London: The Economist (Profile Books). pp. 145-6.

²⁴ Damodaran, Aswath. Damodaran on Valuation: Security analysis for investment and corporate finance (1994)

Gráfico N°31

Regresión DENN-S&P500 Determinación β



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en Yahoo finance.

Prima de riesgo

Es la diferencia entre los retornos promedio de las acciones y los valores libres de riesgo durante un período dado. En fórmula:

$$\text{Prima de riesgo} = \text{Prima de Mercado} - \text{Tasa libre de riesgo}$$

Para este cálculo, tomaremos como prima de mercado el rendimiento promedio del S&P 500 para el período 1960-2017²⁵ (Ver Anexo IV). Para este período, el rendimiento obtenido promedio es de 10,09%. En relación a la tasa libre de riesgo, utilizaremos la tasa de un bono de gobierno norteamericano a 10 años, siendo al 22 de octubre de 2018 un 3,2%²⁶.

Teniendo en cuenta estos valores, la prima de riesgo a utilizar será de 6,89%.

Calculo costo del equity

Ya determinadas las variables para el cálculo, procederemos al mismo, recordando la fórmula:

$$\text{Costo del equity} = K_e = R_f + \beta * R_p$$

²⁵ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

²⁶ <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2018>

$$\text{Costo del equity} = K_e = 3,2\% + 0,8633 * 6,89\% = 9,148\%$$

Costo de la deuda

El costo de la deuda mide el costo actual que tiene la firma para fondear proyectos y en términos generales es determinado por las siguientes variables²⁷:

- 1) El nivel actual de tasas de interés: A medida que suba la tasa de interés, el costo de la deuda para la empresa también subirá.
- 2) El riesgo de default de la compañía: A medida que el riesgo de default de una empresa suba, también lo hará el costo de obtener dinero. Una forma de medir el riesgo de default, es utilizar el ranking de bonos de la empresa. Mientras mejor rankeado se encuentre, menor será la tasa de interés para fondearse.
- 3) El beneficio impositivo asociado a la deuda: Ya que los intereses son deducibles, el costo de la deuda después de impuestos estará dado en función de la tasa impositiva. Por lo cual, el beneficio impositivo aumenta a medida que la tasa impositiva también lo haga.

$$\text{Costo deuda post impuesto} = \text{Costo deuda antes de impuesto} (1 - \text{tasa impositiva})$$

Denny's Corporation refinanció el 26 de octubre de 2017 las líneas de crédito que tenían vigentes, y entraron a un nuevo crédito por USD 400 millones a cinco años. Los préstamos bajo la línea de crédito tienen una tasa de interés escalonada, que se basa en el índice de apalancamiento consolidado de la Compañía y se estableció inicialmente en LIBOR más 200 puntos básicos. La fecha de vencimiento de la línea de crédito es el 26 de octubre de 2022.

Este préstamo se utilizará para refinanciar el préstamo anterior y también estará disponible para capital de trabajo, gastos de capital y otros propósitos corporativos generales.

La compañía realizó ciertos swaps para cubrirse de la variabilidad de la tasa, y teniendo en cuenta estas coberturas, la tasa promedio ponderada de interés resulta en 4,3 % al 27 de junio de 2018.²⁸

La tasa impositiva efectiva que paga la compañía es del 26,6%²⁹

Siendo el costo de la deuda después de impuestos:

$$\text{Costo deuda post impuesto} = 4,30\% \times (1 - 26,6\%) = 3,1562\%$$

²⁷ Damodaran, Aswath. Damodaran on Valuation: Security analysis for investment and corporate finance (1994)

²⁸ Form 10-Q Denny's Corporation Junio 2018

²⁹ Promedio Tasa efectiva últimos 5 años.

Cálculo del Costo promedio ponderado del capital

Teniendo en cuenta los cálculos anteriores, podemos determinar el WACC, que luego será utilizada como tasa de descuento para la obtención del valor presente de los flujos de fondos.

Repasando la fórmula:

$$\text{Costo Promedio ponderado del Capital}^{30} = WACC = K_e \frac{E}{D + E} + K_d \frac{D}{D + E}$$

Para determinar la participación del Equity y de la deuda, utilizaremos el valor de mercado para el equity y el valor de libros para la deuda.

$$K_e = 9,148\%$$

E= Nro. Acciones en circulación x Precio actual Acciones

$$E = 64.271.405 \times \text{USD } 14,55 = \text{USD } 934,14 \text{ MM}^{31}$$

$$D = \text{USD } 326,24 \text{ MM}$$

$$K_d = 3,156\%$$

$$WACC = 9,148\% \frac{\text{USD } 934,14 \text{ MM}}{\text{USD } 326,24 \text{ MM} + \text{USD } 934,14 \text{ MM}} + 3,156\% \frac{\text{USD } 326,24 \text{ MM}}{\text{USD } 326,24 \text{ MM} + \text{USD } 934,14 \text{ MM}}$$

$$WACC = 9,148\% * 0,74 + 3,156\% * 0,26 = 7,59\%$$

³⁰ WACC (Weighted Average Cost of Capital) = Costo Promedio ponderado del Capital

³¹ <https://finance.yahoo.com/quote/DENN/key-statistics?p=DENN> al 24/10/2018

Estimación Flujos de Fondos libres de la firma

Este modelo valúa la firma y no el valor del equity. De todas formas, se puede obtener el valor del equity, restándole al valor de mercado de la deuda vigente de la compañía. La ventaja de utilizar este método radica en que no tiene que ser considerado explícitamente la deuda.

El valor de la firma se obtiene descontando el flujo de fondos de la firma (el Flujo de fondos residual después de cubrir todos los gastos operativos e impuestos, pero antes de los pagos de deudas) al Costo promedio ponderado del capital³² (el costo de diferentes componentes de financiación usados por la firma, ponderado por su proporciones de valor de mercado).

Para Valuar Denny's Corporation, utilizaremos el modelo de dos etapas de crecimiento, una variable y por encima del crecimiento del mercado, y otra, luego de n períodos, que comienza a crecer a una tasa estable de crecimiento g_n , siendo la fórmula la siguiente:

$$\text{Valor de la firma} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{(FCFF_{n+1}/(WACC - g_n))}{(1+WACC)^n}$$

Siendo:

$FCFF_t$ = Flujo de fondos esperado de la firma en el período t

g_n = Tasa de crecimiento en el FCFF (para siempre)

WACC = Costo Promedio ponderado de capital.

Para el cálculo de las estimaciones de los escenarios, se tomaron en cuenta las expectativas de crecimiento que tiene la industria en general, (ver Gráfico N° 13- Análisis de la industria), expectativas de analistas de la empresa como Stephens & Co y Longbow Research³³, las tasas de crecimiento histórico de la compañía y proyecciones del management.

Tomaremos como drivers representativos del negocio a las siguientes variables:

- Tasa de crecimiento
- Ventas en mismos locales
- Apertura de nuevos locales y nuevas franquicias
- Margen EBITDA

En función de estas variables, desarrollaremos tres escenarios, para luego determinar el valor de la empresa con una versión base, una pesimista y una optimista.

³² WACC = Weighted average cost of capital

³³ <https://finance.yahoo.com/quote/DENN/analysis?p=DENN>

Escenario Base

En función de las expectativas de crecimiento, tanto de la compañía, como de la industria y de analistas externos, es que creamos una tasa de crecimiento ponderada, dándole un mayor peso al crecimiento histórico que tuvo la compañía (un 50%) y en partes iguales las expectativas de crecimiento de la industria y analistas (25% cada una) (ver Tabla N°10).

La estimación de la tasa de crecimiento en las ganancias y el flujo de fondos es central para lograr una valuación razonable³⁴.

Tabla N°10

Fuente:	Pond.	2018	2019	2020	2021	2022
Crecimiento Industria	25%	1,5%	1,3%	0,9%	1,7%	1,3%
Analistas externos	25%	19,5%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Crecimiento Histórico	50%	2,6%	2,8%	2,9%	2,8%	2,6%
Crecimiento Ponderado escenario base		6,5%	2,5%	2,4%	2,5%	2,4%

Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation, "Restaurants & Nightlife in US 2018" Statista y <https://finance.yahoo.com/quote/DENN/analysis?p=DENN>

De acuerdo a lo comunicado por el CEO de la compañía, John Miller, la compañía planea realizar una transición en los próximos 18 meses de un modelo de negocio de 90% de los locales franquiciados, a un modelo con un 95%-97% de los locales bajo franquicia. Esto implica que la compañía deberá desprenderse de entre 90 a 135 locales propios.

Con este tipo de estrategia, veremos una disminución de las ventas, pero una mejora sustancial tanto en los márgenes como en el flujo de efectivo libre para la firma.

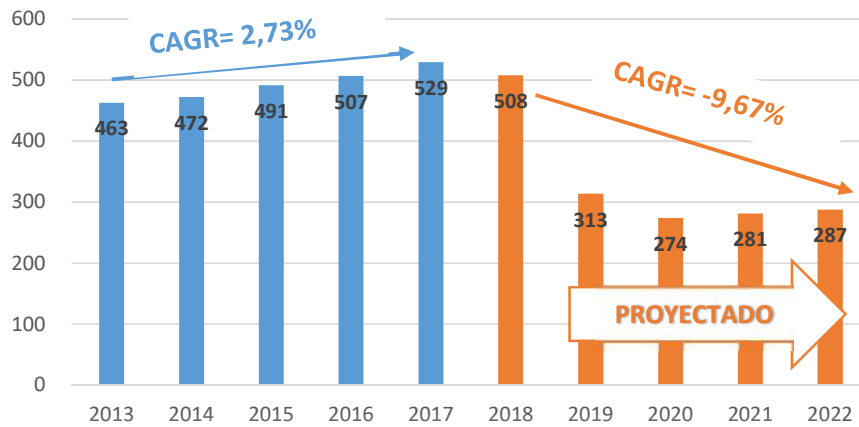
Suponemos un escenario realista base, en donde se logra vender los locales propios en un ritmo de 25 durante el 2018, 90 en el 2019 y otros 20 durante el 2020.

En el gráfico N°32 puede apreciarse el CAGR estimado para el período 2018-2022 en -9,67%, producto del cambio del modelo de negocio, yendo a un esquema de sólo un 3% de locales propios y el resto franquiciados. Las evoluciones de las ventas varían de USD 529 MM para el 2017 a USD 287 MM para el año 2022. Se espera una caída muy importante de las ventas en los años de transición y de venta de locales propios para luego comenzar a crecer en el año 2022 a un 2,5% anual (Gráfico N°33).

³⁴ Damodaran, Aswath. Damodaran on Valuation: Security analysis for investment and corporate finance (1994)

Gráfico N°32

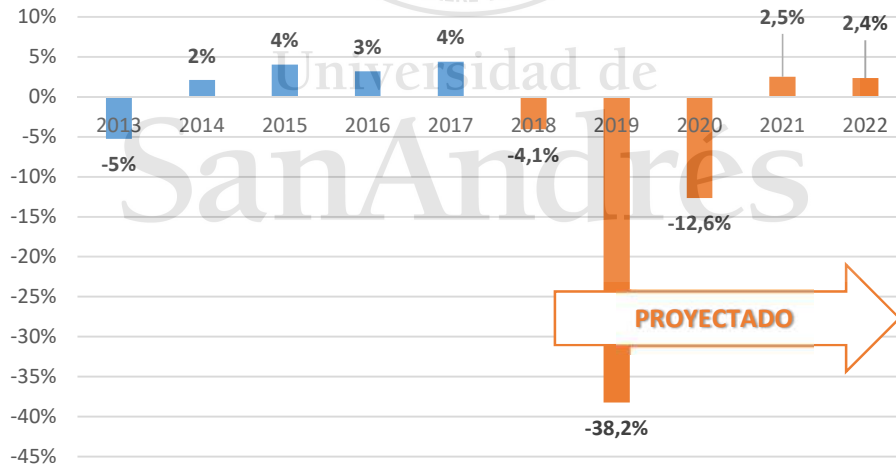
PROYECCION DE LAS VENTAS
EN MILLONES USD



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

Gráfico N°33

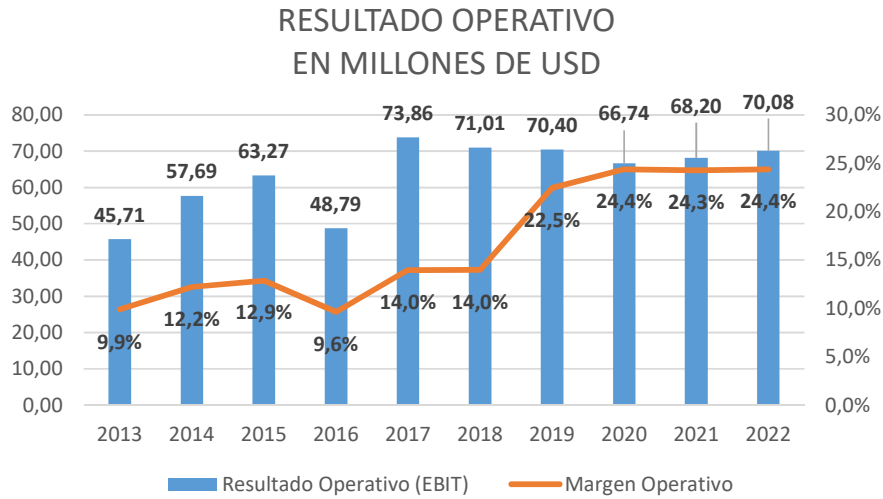
PROYECCION DE LAS VENTAS (%)



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

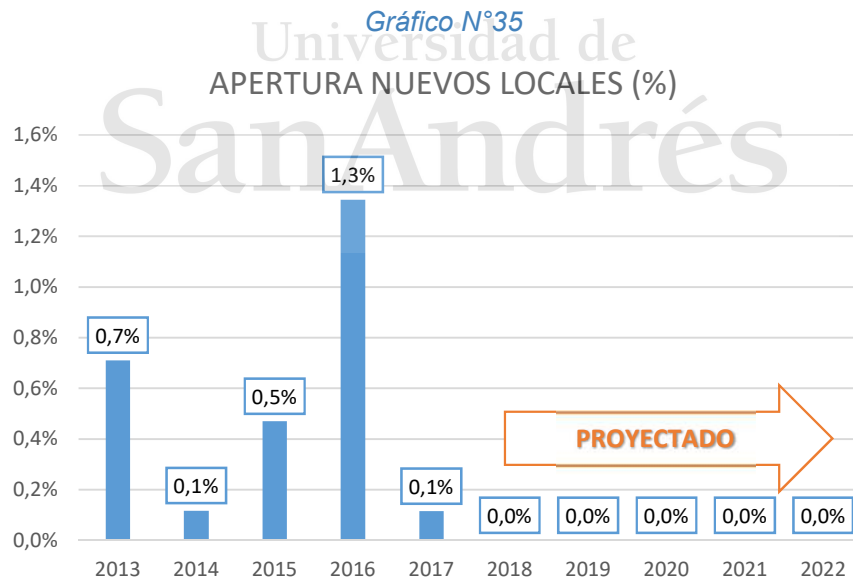
En términos de Resultado Operativo, vemos cómo este cambio de estrategia coloca a la compañía en una situación totalmente nueva, en donde se lograría una mejora sustancial de los márgenes operativos, pasando de 14% sobre los ingresos en 2017 a 24,4% en 2022. (Ver evolución en gráfico N° 34).

Gráfico N°34



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny’s Corporation.

Si bien estimamos que no se abrirán nuevos locales en los próximos años en términos absolutos, si veremos una modificación en el porcentaje de locales propios, pasando de tener 178 en el año 2017, a menos de 50 para el 2022, suponiendo que cada uno de los locales propios que se cierran, son ofrecidos a nuevos franquiciantes.

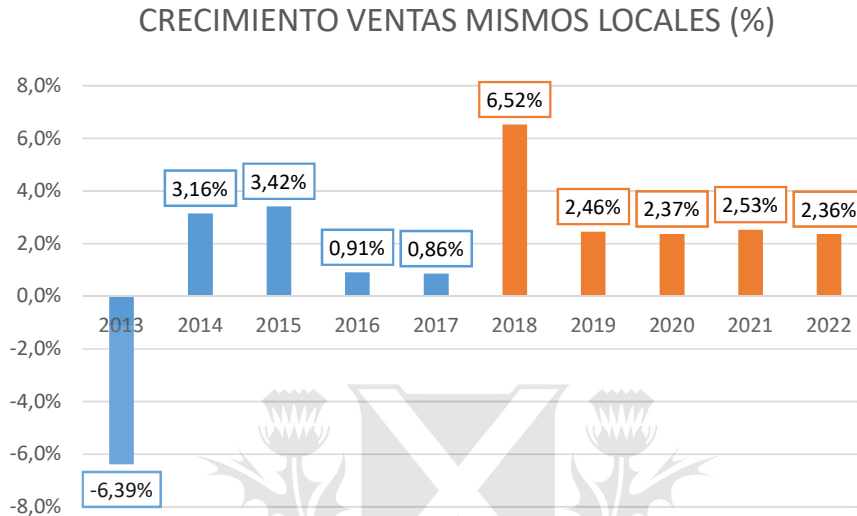


Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny’s Corporation.

Si tenemos en cuenta todos los criterios adoptados, tanto para el crecimiento de ventas como para la apertura de nuevas unidades, esto nos llevará a poder estimar anualmente cual será el crecimiento de las ventas en los mismos locales.

En el gráfico siguiente puede observarse cuál ha sido el crecimiento de las ventas mismos locales de los últimos 5 años, y a su vez, puede observarse cuál será la proyección anual, para los próximos 5.

Gráfico N°36



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

Luego de determinados los ingresos futuros (en función del crecimiento esperado), procederemos a estimar el Flujo de Fondos libre para la firma, a partir de la siguiente fórmula:

$$FCFF = EBIT * (1 - Tasa Impositiva) + Depreciación - Var. Capital Trabajo - CAPEX$$

El Resultado Operativo obtenido, lo calcularemos teniendo en cuenta las variaciones históricas de cada uno de los componentes de costo de la compañía.

Para ello, tomaremos un costo de mercadería vendida para los restaurantes propios del 83,2% sobre los Ingresos generados por los restaurantes propios.

Por otro lado, supondremos un costo de franquicias y licencias, similar al de los últimos años, aproximado en 28% sobre los ingresos obtenidos por franquicias y licencias, con un crecimiento progresivo a medida que se incrementa la cantidad de locales franquiciados a administrar.

Para el caso de los Gastos generales de administración, mantendremos una proporción del 13% sobre el total de los ingresos y para los Otros gastos de operación, una proporción del 1,7%.

Los intereses pagados fueron proyectados bajo el supuesto de que la compañía amortizará las líneas que actualmente posee en cinco años, a una tasa del 4,5% anual.

Luego de estimar los componentes anteriormente detallados, obtenemos finalmente el Resultado Operativo para cada uno de los períodos proyectados.

Partiendo del Resultado Operativo (EBIT), tal como fuera detallado anteriormente, tendremos que estimar los restantes componentes de la función.

La tasa impositiva utilizada para el ejercicio 2018 es del 30 % sobre los Resultados netos antes de Impuestos, similar a la obtenida en el último ejercicio cerrado. Para los siguientes ejercicios utilizaremos una Tasa del 20%.

Al EBIT luego de impuestos, debemos adicionarle las Depreciaciones y amortizaciones, ya que son gastos que no mueven fondos. Para la proyección de este rubro, supondremos que la compañía no se desprenderá de sus propios inmuebles, sino de aquellos que actualmente alquila, por lo que podremos suponer una amortización tomando en cuenta las inversiones anuales en CAPEX (un 3,6% de los Ingresos) y los Valores Históricos de los Activos. Esto representará en términos de los Ingresos Totales un incremento, pasando de un 4,4% en el 2017 a un 9,7% en nuestro escenario.

Luego de agregarle el concepto Depreciaciones, deberemos restarle la variación neta anual del capital de trabajo. Para ello determinamos cual fue el capital de trabajo anual neto, siguiendo el mismo criterio que el utilizado al realizar el análisis financiero de la empresa mediante el uso de ratios. Una vez obtenida, calculamos el promedio de los últimos 5 años en relación a los ingresos, quedando para este escenario un 0,7% de los ingresos. Con estos cálculos, determinamos la variación interanual para finalmente restárselo al EBIT menos Impuestos más depreciaciones.

Finalmente le restaremos todas las inversiones efectuadas en compra de bienes de capital (CAPEX), necesarias para mantener el negocio en el estado en que se encuentra actualmente. Este concepto representará un 3,6% de los ingresos y utilizaremos este porcentaje para los flujos estimados.

En la Tabla N° 11 puede observarse la evolución de cada uno de estos componentes a lo largo de los últimos 5 años, y cómo será en función de las estimaciones y supuestos realizados.

Como sabemos, el valor de la firma es la suma de todos los flujos de fondos libres de la firma descontadas a la tasa promedio ponderada del capital (WACC), más el valor terminal de la empresa.

El valor terminal de la empresa para este escenario supone un crecimiento terminal del 1% luego de la primera etapa de crecimiento estimada (2018-2022), suponiendo un crecimiento vegetativo inferior al de la industria, el cual ronda el 1,5% Anual.

Una vez obtenido los valores presentes de los flujos de fondos libres de la firma más el valor presente del valor terminal de la compañía, le restaremos el valor de mercado de la Deuda para poder obtener el valor del Equity. Al 28 de octubre de 2018, el valor de la Deuda era de USD 318, 24 MM.

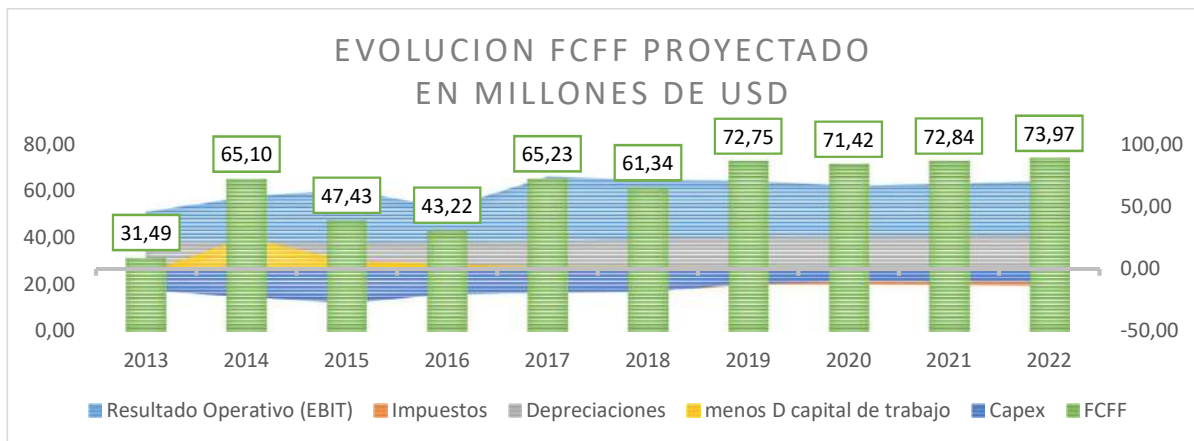
Luego de restado el valor de la deuda, finalmente obtenemos el Valor del Equity para la compañía. Para el escenario base, el valor del equity estimado será de USD 743,29 MM, el valor por acción será de USD 11,73.

Tabla N°11

Período	Resultado Operativo (EBIT) (1)	Impuestos (2)	D&A (3)	Δ Capital de Trabajo (4)	Capex (5)	FCFF (1-2+3-4-5)	VP FCFF
2012	47,05	17,21	23,72				
2013	45,71	16,47	22,18	3,10	16,82		
2014	57,69	17,75	21,47	-25,76	22,08		
2015	63,27	16,04	21,22	-5,96	26,98		
2016	48,79	11,53	21,50	-4,21	19,75		
2017	73,86	12,79	22,30	-0,66	18,81		
2018*	71,01	17,79	24,96	-1,21	18,05	61,34	57,02
2019*	70,40	12,21	25,73	0,03	11,14	72,75	62,85
2020*	66,74	11,94	26,40	0,05	9,74	71,42	57,34
2021*	68,20	12,70	27,09	-0,24	9,98	72,84	54,36
2022*	70,08	13,55	27,80	0,13	10,22	73,97	51,31
*Proyectado	Valor terminal					1.122,53	778,64
¹ Deuda de Mercado al 28-10-2018	Valor de la firma					1.474,86	1.061,53
² Cantidad de acciones al 28-10-2018	Menos Deuda¹						-318,24
³ Cotización al 28-10-2018	Valor Equity						743,29
Fuente: https://finance.yahoo.com/quote/DENN/	/Nro de acciones²						63,39
	Valor por acción						\$ 11,73
	Valor de mercado³						\$ 14,29
	Downside						-18%

Finalmente, en el Gráfico N° 37 podremos ver la evolución del FCFF proyectado y sus componentes. Se puede apreciar cómo el cambio en el modelo de negocio permite a la empresa generar un mayor flujo de fondos libre para la empresa, producto de la disminución de los costos de operación.

Gráfico N°37



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

Escenario Pesimista

En función de las expectativas de crecimiento, tanto de la compañía, como de la industria y de analistas externos, es que creamos una tasa de crecimiento ponderada para un escenario pesimista, en donde le daremos un mayor peso al rendimiento esperado para la industria (más conservadora) (un 80%) y en partes iguales el rendimiento histórico y analistas (10% cada una) (ver Tabla N°12).

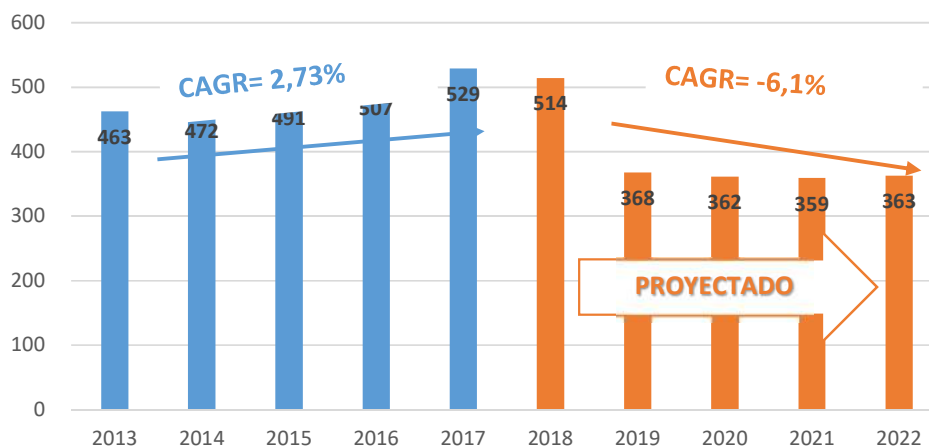
Tabla N°12

Fuente:	Pond	2018	2019	2020	2021	2022
Crecimiento Industria	80%	1,5%	1,3%	0,9%	1,7%	1,3%
Analistas externos	10%	19,5%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Crecimiento Histórico	10%	2,6%	2,8%	2,9%	2,8%	2,6%
Crecimiento Ponderado escenario base		3,4%	1,6%	1,3%	1,9%	1,6%

Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation, "Restaurantes & Nightlife in US 2018" Statista y <https://finance.yahoo.com/quote/DENN/analysis?p=DENN>

En el gráfico N°38 puede apreciarse el CAGR estimado para el período 2018-2022 en -6,1%, producto del cambio del modelo de negocio, yendo a un esquema de sólo un 5% de locales propios y el resto franquiciados. Las evoluciones de las ventas varían de USD 529 MM para el 2017 a USD 363 MM para el año 2022. Se espera una caída muy importante de las ventas en los años de transición y de venta de locales propios para luego comenzar a crecer de forma muy gradual a partir del año 2022 a un 0,9% anual (Gráfico N°39).

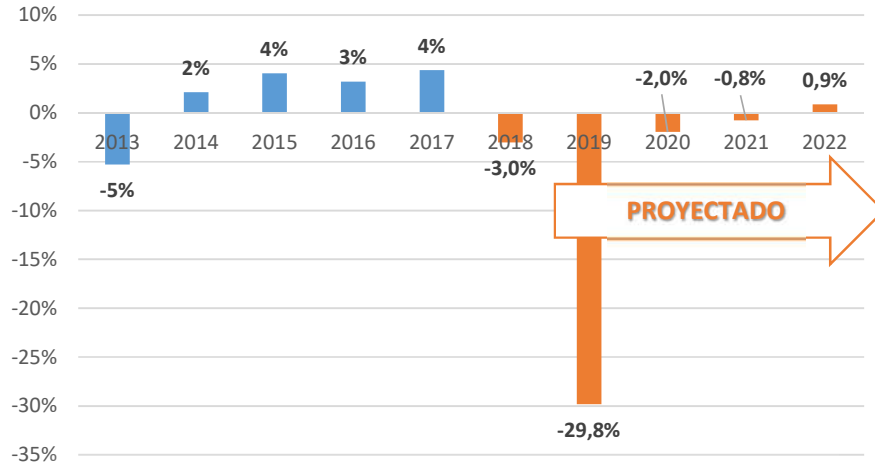
Gráfico N°38
PROYECCION DE LAS VENTAS
EN MILLONES USD



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

Gráfico N°39

PROYECCION DE LAS VENTAS (%)

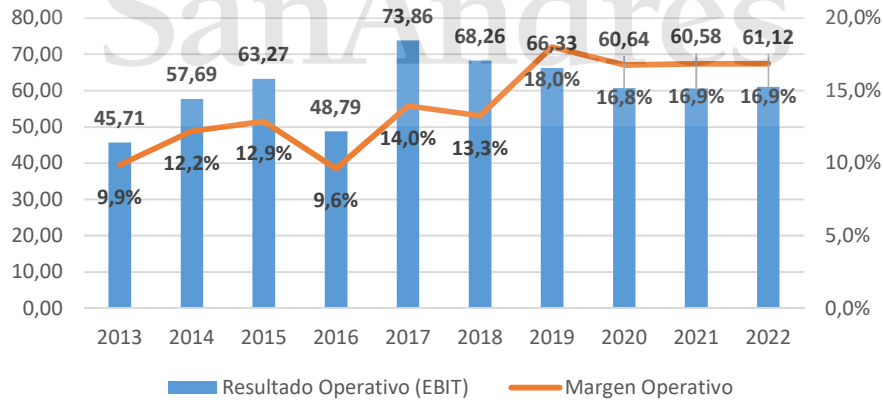


Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

En términos de Resultado Operativo, vemos cómo este cambio de estrategia coloca a la compañía en una situación totalmente nueva, en donde se lograría una mejora de los márgenes operativos, pasando de un 14% sobre los ingresos en 2017 a 16,9% en 2022. (Ver evolución en gráfico N° 40)

Gráfico N°40

RESULTADO OPERATIVO
EN MILLONES DE USD

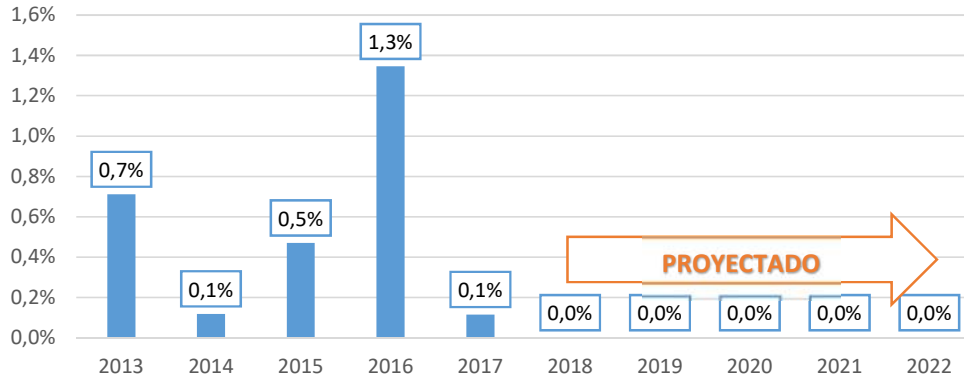


Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

Para este escenario supondremos que se cerrarán 95 locales propios en los próximos años, siendo éstos re franquiciados nuevamente, tal como puede apreciarse en el gráfico siguiente:

Gráfico N°41

APERTURA NUEVOS LOCALES (%)



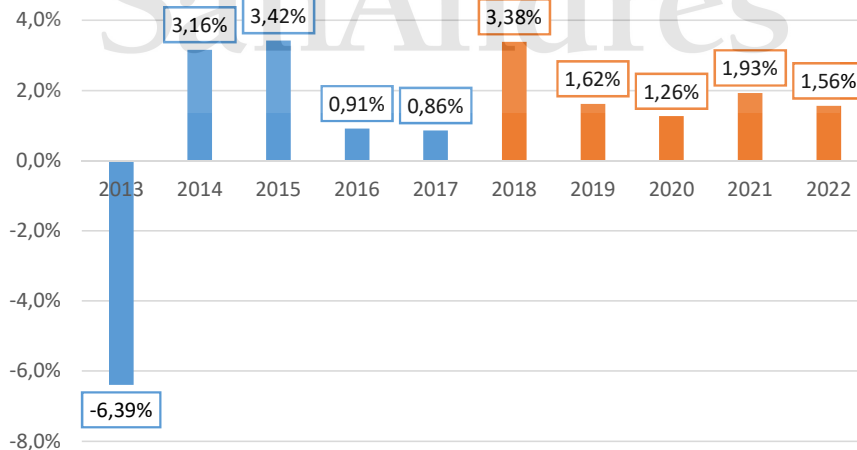
Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

Si tenemos en cuenta todos los criterios adoptados, tanto para el crecimiento de ventas como para la apertura de nuevas unidades, esto nos llevará a poder estimar anualmente cual será el crecimiento de las ventas en los mismos locales.

En el gráfico siguiente puede observarse cuál ha sido el crecimiento de las ventas mismos locales de los últimos 5 años, y a su vez, puede observarse cuál será la proyección anual, para los próximos 5 años.

Gráfico N°42

CRECIMIENTO VENTAS MISMOS LOCALES (%)

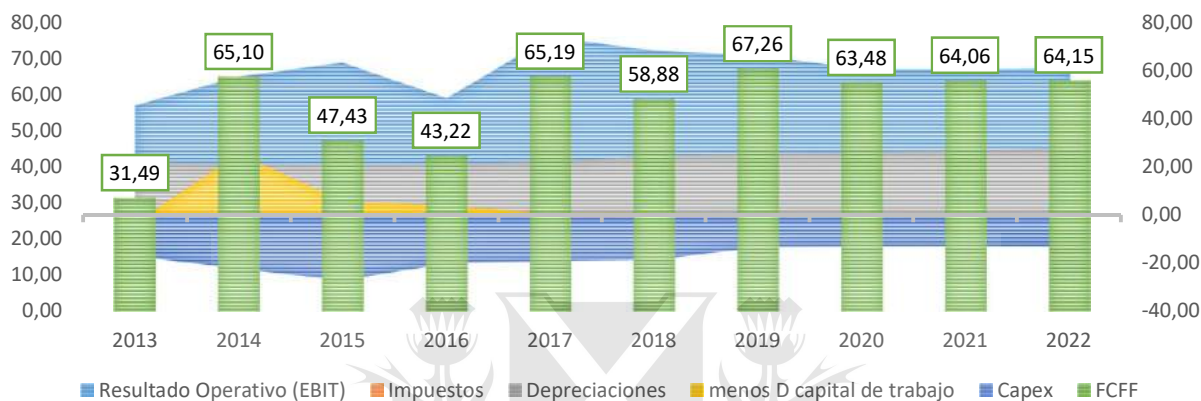


Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

En el Gráfico N° 43 podremos ver la evolución del FCFF proyectado y sus componentes, en donde se verán, en primer lugar, la evolución de los Flujos de fondos libre para la empresa, y en formato de área, en el mismo gráfico, cada uno de los componentes que determinan este flujo.

Gráfico N°43

EVOLUCION FCFF PROYECTADO
EN MILLONES DE USD



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

En la Tabla N° 13 puede observarse la evolución de cada uno de estos componentes a lo largo de los últimos 5 años, y cómo será en función de las estimaciones y supuestos realizados.

Como sabemos, el valor de la firma es la suma de todos los flujos de fondos libres de la firma descontadas a la tasa promedio ponderada del capital (WACC), más el valor terminal de la empresa.

El valor terminal de la empresa para este escenario supone un crecimiento terminal del 0% luego de la primera etapa de crecimiento estimada (2018-2022).

Una vez obtenido los valores presentes de los flujos de fondos libres de la firma más el valor presente del valor terminal de la compañía, le restaremos el valor de mercado de la Deuda para poder obtener el valor del Equity. Al 28 de octubre de 2018, el valor de la Deuda era de USD 318, 24 MM.

Luego de restado el valor de la deuda, finalmente obtenemos el Valor del Equity para la compañía. Para el escenario pesimista, el valor del equity estimado será de USD 565,47 MM, el valor por acción será de \$ 8,92.

Tabla N°13

Período	Resultado Operativo (EBIT) (1)	Impuestos (2)	D&A (3)	Capital de Trabajo (4)	Capex (5)	FCFF (1-2+3-4-5)	VP FCFF
2012	47,05	17,21	23,72				
2013	45,71	16,47	22,18	3,10	16,82		
2014	57,69	17,75	21,47	-25,76	22,08		
2015	63,27	16,04	21,22	-5,96	26,98		
2016	48,79	11,53	21,50	-4,21	19,75		
2017	73,86	12,79	22,30	-0,62	18,81		
2018*	68,26	16,97	24,96	-0,91	18,29	58,88	54,72
2019*	66,33	11,39	25,73	0,32	13,08	67,26	58,11
2020*	60,64	10,72	26,40	-0,02	12,85	63,48	50,97
2021*	60,58	11,18	27,09	-0,34	12,77	64,06	47,81
2022*	61,12	11,76	27,80	0,12	12,89	64,15	44,50
*Proyectado				Valor terminal		904,77	627,60
¹ Deuda de Mercado al 28-10-2018				Valor de la firma		1.222,61	883,71
² Cantidad de acciones al 28-10-2018				Menos Deuda¹			-318,24
³ Cotización al 28-10-2018				Valor Equity			565,47
Fuente: https://finance.yahoo.com/quote/DENN/				/Nro de Acciones²			63,39
				Valor por acción			\$ 8,92
				Valor de mercado³			\$ 14,29
						Downside	-38%

San Andrés

Escenario optimista

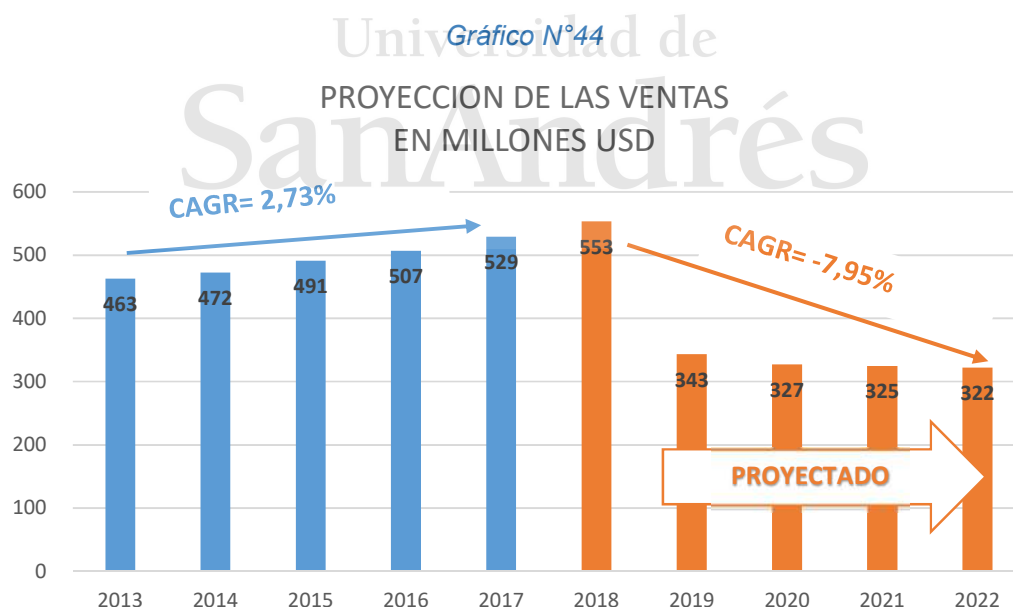
Para este escenario optimista, le daremos un mayor peso a las proyecciones de los analistas (un 80%) y en partes iguales el rendimiento histórico y el rendimiento esperado para la industria (10% cada una) (ver Tabla N°14).

Tabla N°14

Fuente:	Pond.	2018	2019	2020	2021	2022
Crecimiento Industria	10%	1,5%	1,3%	0,9%	1,7%	1,3%
Analistas externos	80%	19,5%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Crecimiento Histórico	10%	2,6%	2,8%	2,9%	2,8%	2,6%
Crecimiento Ponderado escenario base		16,0%	2,7%	2,7%	2,8%	2,7%

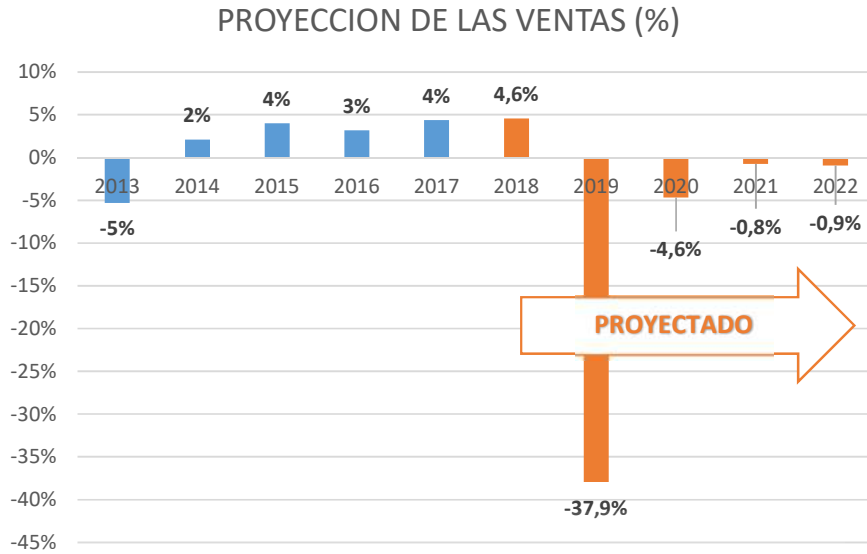
Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation, "Restaurantes & Nightlife in US 2018" Statista y <https://finance.yahoo.com/quote/DENN/analysis?p=DENN>

En el gráfico N°44 puede apreciarse el CAGR estimado para el período 2018-2022 en -7,95%, producto del cambio del modelo de negocio, yendo a un esquema de sólo un 2,5% de locales propios y el resto franquiciados. Las evoluciones de las ventas varían de USD 529 MM para el 2017 a USD 322 MM para el año 2022. Se espera una caída muy importante de las ventas en los años de transición y de venta de locales propios inclusive también en año 2022 a un -0,9% anual (Gráfico N°45).



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

Gráfico N°45



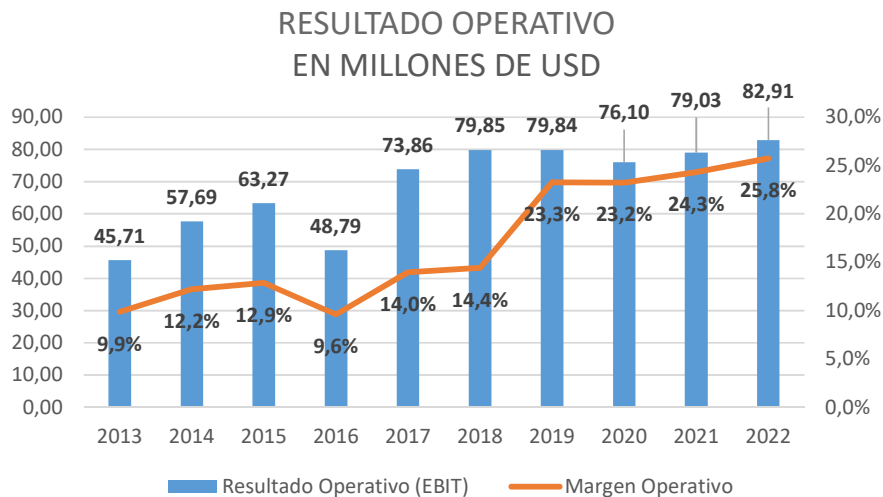
Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

En términos de Resultado Operativo, vemos cómo este cambio de estrategia coloca a la compañía en una situación totalmente nueva, en donde se lograría una mejora sustancial de los márgenes, pasando de \$ 73,86 MM en 2017 a \$ 82,91 MM en 2022, con Márgenes operativos cercanos al 25,8% promedio (Ver evolución en gráfico N° 46)

A su vez se estima un crecimiento terminal similar al crecimiento de la industria en general que actualmente es del 1,3% anual.

San Andrés

Gráfico N°46

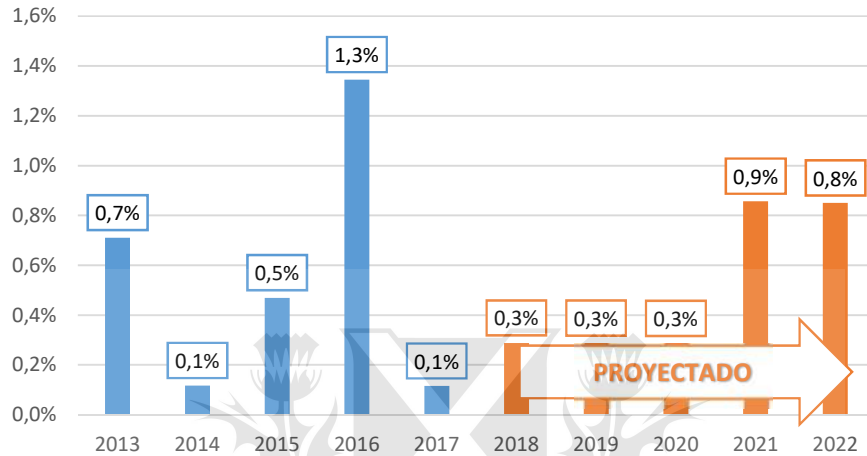


Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

Para este escenario supondremos que se cerrarán 135 locales propios en los próximos años, siendo estos locales re franquiciados, sumando además 60 locales más, tal como puede apreciarse en el gráfico siguiente:

Gráfico N°47

APERTURA NUEVOS LOCALES (%)

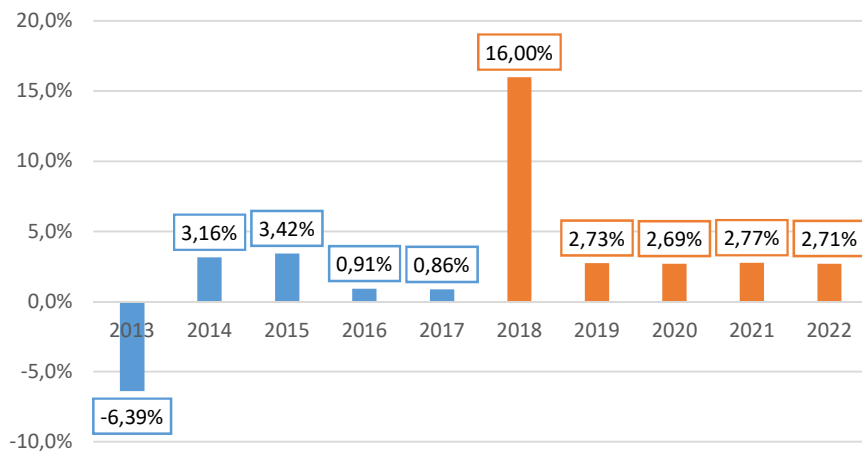


Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

En el gráfico siguiente puede observarse cuál ha sido el crecimiento de las ventas mismos locales de los últimos 5 años, y a su vez, puede observarse cuál será la proyección anual, para los próximos 5 años.

San Andrés Gráfico N°48

CRECIMIENTO VENTAS MISMOS LOCALES (%)



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

Para el escenario optimista, el valor del equity estimado será de USD 898,66 MM, el valor por acción será de \$ 14,18 tal como verse en la Tabla N° 15.

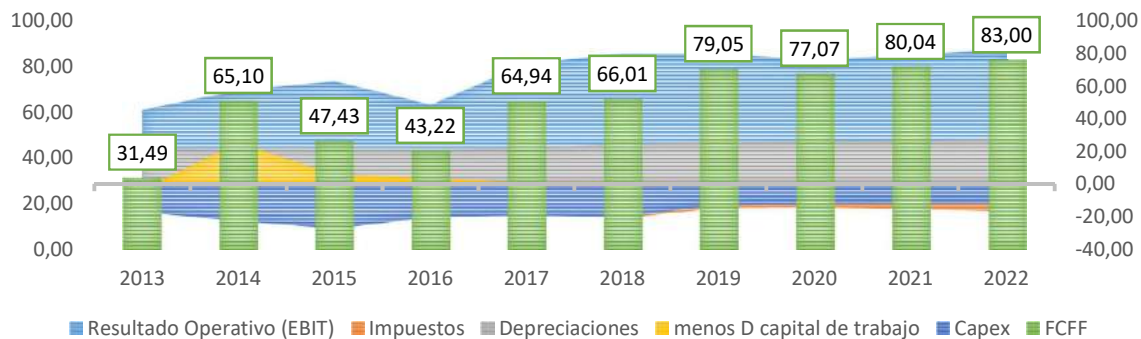
Tabla N°15

Período	Resultado Operativo (EBIT) (1)	Impuestos (2)	D&A (3)	Capital de Trabajo (4)	Capex (5)	FCFF (1-2+3-4-5)	VP FCFF
2012	47,05	17,21	23,72				
2013	45,71	16,47	22,18	3,10	16,82		
2014	57,69	17,75	21,47	-25,76	22,08		
2015	63,27	16,04	21,22	-5,96	26,98		
2016	48,79	11,53	21,50	-4,21	19,75		
2017	73,86	12,79	22,30	-0,38	18,81		
2018*	79,85	20,45	24,96	-1,31	19,67	66,01	61,35
2019*	79,84	14,10	25,73	0,23	12,21	79,05	68,29
2020*	76,10	13,82	26,40	-0,02	11,64	77,07	61,88
2021*	79,03	14,87	27,09	-0,34	11,55	80,04	59,73
2022*	82,91	16,11	27,80	0,15	11,44	83,00	57,57
*Proyectado				Valor Terminal		1.309,12	908,07
¹ Deuda de Mercado al 28-10-2018				Valor de la Firma		1.694,28	1.216,90
² Cantidad de acciones al 28-10-2018				Menos Feuda¹			-318,24
³ Cotización al 28-10-2018				Valor Equity			898,66
Fuente: https://finance.yahoo.com/quote/DENN/				/Nro de Acciones²			63,39
				Valor por Acción			\$ 14,18
				Valor de Mercado³			\$ 14,29
						Downside	-1%

Finalmente, en el Gráfico N° 49 podremos ver la evolución del FCFF proyectado y sus componentes.

Gráfico N°49

EVOLUCION FCFF PROYECTADO EN MILLONES DE USD



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

Valuación relativa

Luego de determinar el valor del equity para los tres escenarios mediante el uso del Método de Flujos descontados, puntualmente el Flujo de fondos libre para la firma, procederemos a aplicar un Método adicional llamado Valuación relativa.

En valuación relativa, el valor de un activo se deriva del precio de activos comparables, estandarizados usando una variable común, como puede ser Ganancias, Flujo de fondos, valor de libros, o Ingresos³⁵.

Existen por lo menos dos caminos para dar con los múltiplos apropiados para valorar una firma:

- 1) Fundamentals: El primer enfoque relaciona los múltiplos con los fundamentals de la firma a ser valuada: como, por ejemplo: Tasa de crecimiento en ganancias y Flujos de fondos, Ratios de pago y riesgo.
- 2) Comparables: Este enfoque estima los múltiplos para una firma mirando a firmas comparables. La clave es poder definir qué empresas pueden ser consideradas como comparables.

Valuaremos Denny's Corporation a través de los comparables, y para ello primero deberemos analizar algunas firmas que pueden llegar a tener similitudes y por lo tanto consideradas como comparables.

Dentro de las compañías pertenecientes al segmento de Family Dining analizaremos a Cracker Barrel Old Country y IHOP (Dine Brands), ya que son las únicas, además de Denny's, que cotizan en bolsa.

Además, incorporaremos algunas otras empresas comparables en relación a la cantidad de locales, expansión geográfica, información financiera, como Texas roadhouse, Bloomin' brands, Darden restaurantes y The Cheesecake Factory, que, si bien pertenecen al segmento Casual Dining, se

³⁵ Damodaran, Aswath. Damodaran on Valuation: Security analysis for investment and corporate finance (1994)

encuentran en el rango de ventas de Denny's, dentro de los USD 2000/3500 MM anuales en facturación, de acuerdo al último reporte de Top 500 Chain Restaurants Report.

Analizamos los principales competidores, como Cracker Barrel Old Country y Dine Brands, además de agregar otras compañías, que, si bien no se encuentran dentro del segmento de Comidas familiares, comparten un mismo modelo de negocios basado en un alto porcentaje de locales franquiciados (más del 85%).

Dentro de los drivers a analizar, tomamos los siguientes, teniendo en cuenta la industria y el segmento en donde se desarrolla la actividad de Denny's Corporation.

- Enterprise Value/EBITDA.
- Porcentaje de Locales Propios y Franquicias.
- Variación interanual Ventas mismos locales.
- Apertura de Nuevos Locales.
- Variación de Ingresos Anuales.
- Variación de EBITDA interanual.

El múltiplo que utilizaremos para esta valuación será el Enterprise Value/EBITDA.

El Enterprise Value (EV) nos muestra el valor total de una empresa. Su cálculo se forma el precio de la acción multiplicado por acciones en circulación, además de la deuda, neto del efectivo total. El EBITDA mide la generación de fondos de la empresa sin tener en cuenta la carga financiera, ni impuestos ni amortizaciones, es decir, sólo considera la actividad productiva de la empresa.

A continuación, puede apreciarse cada uno de estos indicadores en forma comparativa.

Tabla N°16

Compañías comparables	Múltiplo EV/EBITDA	% Franquicias	Var. Ventas mismos Locales	Apertura Nuevos Locales	Var. Ventas	Var. EBITDA
Cracker Barrel Old Country	10,49 X	0,0%	0,2%	1,4%	0,5%	11,7%
Dine brands	14,61 X	89,8%	-0,1%	3,0%	-7,5%	-18,6%
The Wendy's Company	4,91 X	94,9%	2,0%	1,5%	-32,4%	-22,7%
Jack in the box	9,82 X	87,7%	0,5%	-0,2%	-2,8%	9,5%
Papa John's	18,49 X	85,7%	0,4%	2,0%	4,1%	-7,5%
Sonic	15,66 X	94,0%	-3,3%	1,0%	-21,3%	-0,6%
Domino's Pizza	24,73 X	97,4%	5,6%	7,6%	12,8%	29,4%
Texas roadhouse, Inc.	15,42 X	15,8%	4,5%	6,2%	11,5%	9,8%
Bloomin' brands, Inc.	7,81 X	19,5%	0,5%	-1,8%	-0,9%	3,1%
Darden restaurants, Inc.	12,79 X	3,9%	2,3%	2,9%	12,7%	13,7%
Media	14,70 X	91,6%	0,8%	2,5%	-7,9%	-1,7%
Denny's Corporation	12,07 X	90%	1,00%	0,1%	4,3%	2,3%

Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de las compañías.

En base a los múltiplos obtenidos para cada una de las compañías comparables, determinamos que con un rango de valores de 11 a 17 veces el valor del EBITDA de Denny's nos permitirá conocer el Enterprise Value.

Análisis de sensibilidad

Tomando como base el EBITDA determinado para el primer año proyectado (2018) tanto para el escenario pesimista como para el optimista, es que se realizó un análisis de sensibilidad para determinar el impacto en el valor de la compañía y de la acción ante cambios en el EBITDA y en el múltiplo EV/EBITDA.

En la tabla N°17 puede observarse una matriz en donde vemos distintos valores de EBITDA ante cambios en el múltiplo, que va en un rango de 09 X EBITDA a 15 X EBITDA, producto de los valores de EBITDA y cada uno de los valores de los múltiplos, obteniendo de esa manera el Valor de la Firma, que luego de restarle la deuda de mercado y la posición de Cash, da el valor del equity. Luego de realizados estos cálculos, determinamos el valor de la compañía entre USD 525,75 MM y USD 1258,99 MM.

Tabla N°17

EBITDA	9 X	10 X	11 X	12 X	13 X	14 X	15 X
93,22	525,75	618,97	712,20	805,42	898,64	991,86	1.085,09
96,12	551,84	647,96	744,08	840,20	936,32	1.032,44	1.128,56
99,02	577,92	676,94	775,96	874,98	974,00	1.073,02	1.172,04
101,92	604,01	705,93	807,84	909,76	1.011,68	1.113,60	1.215,52
104,82	630,09	734,91	839,73	944,54	1.049,36	1.154,18	1.258,99

Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

Por otro lado, ya en la tabla N°18 procederemos a calcular el valor de la acción ante variaciones en el EBITDA y en el múltiplo, dividiendo el valor obtenido en la tabla N°17 por el número de acciones en circulación de la firma.

De esta forma podremos ver que el precio de la acción mediante el uso del método de los comparables nos determina un valor de la acción que va entre USD 8,29 a USD 19,86.

Tabla N°18

EBITDA	9 X	10 X	11 X	12 X	13 X	14 X	15 X
93,22	8,29	9,76	11,24	12,71	14,18	15,65	17,12
96,12	8,71	10,22	11,74	13,25	14,77	16,29	17,80
99,02	9,12	10,68	12,24	13,80	15,37	16,93	18,49

101,92	9,53	11,14	12,74	14,35	15,96	17,57	19,18
104,82	9,94	11,59	13,25	14,90	16,55	18,21	19,86

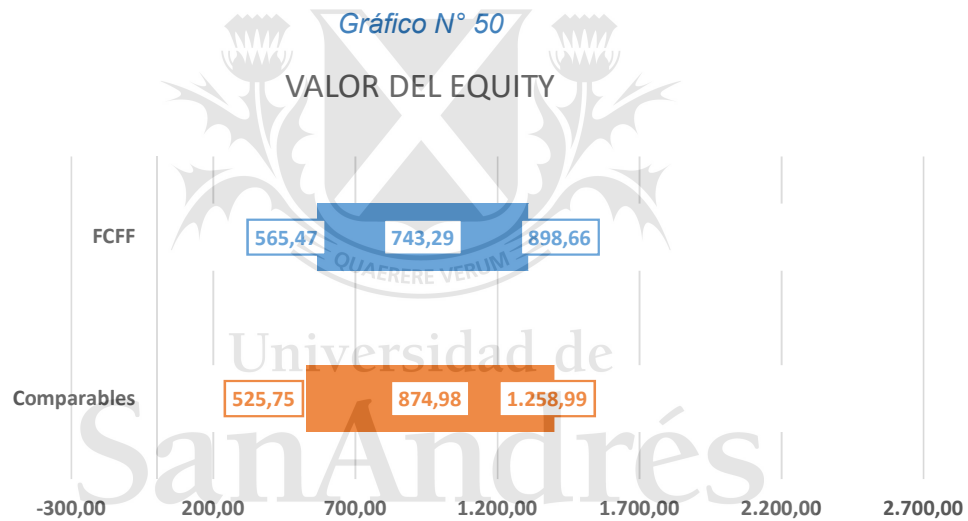
Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

Resumen de las valuaciones obtenidas

En el gráfico N°50 se puede apreciar los resultados obtenidos tanto para el método de flujo de fondos descontado, como para el método de comparables.

Podemos apreciar que el límite inferior del método de flujos descontados para la determinación del Valor de la firma es de USD 565,47 MM, un valor intermedio generado en el escenario base de USD 743,29 MM y un límite superior de USD 898,66.

En relación al método de comparables, el límite inferior se encontrará en USD 525,75 MM, con un punto medio en USD 874,98 y un límite superior en USD 1258,99 MM.



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.

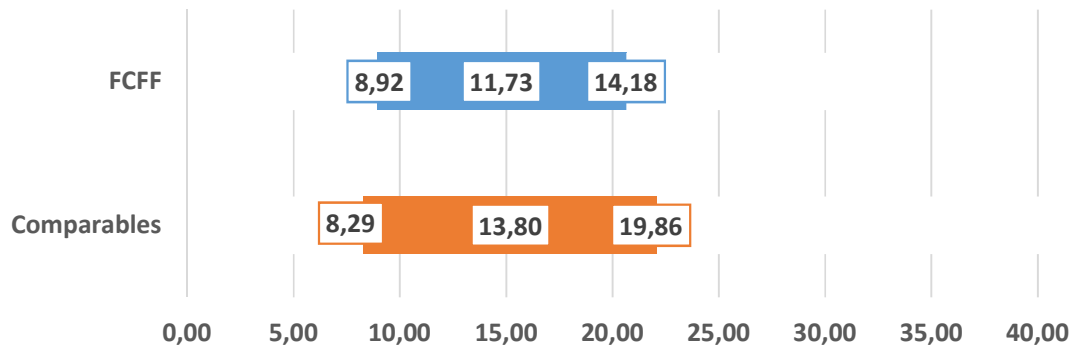
Por otro lado, en el gráfico N°51, podemos ver los mismos límites que planteados en el gráfico anterior, solamente que ahora será el valor de la acción el estimado.

Vemos entonces, que, el límite inferior para el FCFF será de USD 8,92, con un límite superior en USD 11,73, y con un valor del escenario base de USD 14,18.

Para el caso del Método de comparables, el límite inferior será USD 8,29 el punto medio USD 13,80 y el límite superior USD 19,86.

Gráfico N° 51

VALOR DE LA ACCION



Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de Denny's Corporation.



Universidad de
San Andrés

Conclusión

Tomando los puntos intermedios de ambos métodos podemos concluir que el valor de la acción de Denny's Corporation debería encontrarse entre los USD 11,73 y los USD 13,80. O visto desde el Valor de la compañía, podemos decir que el mismo debería encontrarse entre el rango de USD 743,29 MM y USD 874,98 MM.

Si consideramos la cotización de mercado de la acción de Denny's Corporation al 23 de noviembre de 2018, la cual es igual a USD 16,89, y la comparamos con los valores determinados mediante ambas valuaciones, podemos concluir que su valor de mercado debería tender a la baja entre un 22% y un 43%, hasta alcanzar los valores medios determinados.



Universidad de
San Andrés

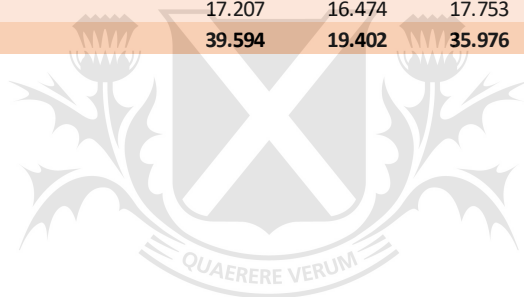
Anexos: Cuadros y Tablas

Anexo I Estado de Situación Patrimonial Histórico de Denny's (en miles de USD)

Estado de Situación Patrimonial					
Activos corrientes:	2017	2016	2015	2014	2013
Caja y Equivalentes	4.983	2.592	1.671	3.074	2.943
Cuentas por cobrar	21.384	19.841	16.552	18.059	17.321
Inventarios	3.134	3.046	3.117	2.952	2.881
Activos mantenidos para la venta	-	1.020	931	-	-
Impuestos Diferidos por activos	-	-	-	24.310	23.264
Otros activos corrientes	11.788	9.408	14.143	7.676	7.417
Total Activos Corrientes	41.289	35.907	36.414	56.071	53.826
Propiedades	139.856	133.102	124.816	109.777	105.620
Goodwill	38.269	35.233	33.454	31.451	31.451
Activos Intangibles	57.109	54.493	46.074	46.278	47.925
Costos Financieros diferidos	2.942	1.936	2.529	1.614	2.097
Impuestos Diferidos por activos	16.945	17.683	29.159	19.252	28.290
Otros activos no corrientes	27.372	27.797	24.591	25.415	26.568
Total Activos No corrientes	282.493	270.244	260.623	233.787	241.951
Total Activos	323.782	306.151	297.037	289.858	295.777
Pasivo y Patrimonio neto					
Pasivo Corriente	2017	2016	2015	2014	2013
Vencimientos Corrientes de Deudas LP	-	-	-	4.125	3.000
Arrendamientos Financieros	3.168	3.285	3.246	3.609	4.150
Cuentas por pagar	32.487	25.289	20.759	13.250	14.237
Otros pasivos corrientes	59.246	64.796	77.548	59.432	52.698
Total Pasivos corrientes	94.901	93.370	101.553	80.416	74.085
Pasivos No corrientes:					
Deudas a largo Plazo	259.000	218.500	195.000	135.875	150.000
Arrendamientos Financieros	27.054	23.806	17.499	15.204	15.923
Pasivos por reclamos de seguros	12.236	14.853	15.949	18.005	18.249
Otros pasivos no corrientes	27.951	26.734	27.631	38.775	29.089
Total Pasivos No corrientes	326.241	283.893	256.079	207.859	213.261
Total Pasivos	421.142	377.263	357.632	288.275	287.346
Patrimonio Neto					
Acciones Comunes	1.077	1.071	1.065	1.058	1.050
Pago adicional en capital	594.166	577.951	565.364	571.674	567.505
Deficit	- 334.661	- 382.843	- 402.245	- 438.221	- 470.946
Otras Pérdidas Acumuladas	- 2.316	- 1.407	- 23.777	- 24.602	- 16.842
Patrimonio Neto antes de Treasury Stock	258.266	194.772	140.407	109.909	80.767
Treasury Stock	- 355.626	- 265.884	- 201.002	- 108.326	- 72.336
Deficit de Patrimonio Neto	- 97.360	- 71.112	- 60.595	1.583	8.431
Total Pasivos y Patrimonio neto	323.782	306.151	297.037	289.858	295.777

Anexo II Estado de Resultados Histórico de Denny's (en miles de USD)

Estado de Resultados					
	2.017	2.016	2.015	2.014	2.013
Ingresos:					
Ventas de Restaurantes propios	390.352	367.310	353.073	334.684	328.334
Ingresos por franquicias y licencias	138.817	139.638	138.220	137.611	134.259
Total de Ingresos Operativos	529.169	506.948	491.293	472.295	462.593
Costo de ventas de Restaurantes propios					
Costo de los productos	97.825	90.487	89.660	86.825	85.540
Trabajo	153.037	142.823	136.626	133.280	131.305
Ocupación	20.802	19.557	20.443	20.845	21.519
Otros gastos operativos	53.049	49.229	47.628	47.858	45.192
Total de Costos de Ventas de Restaurantes propios	324.713	302.096	294.357	288.808	283.556
Costos de las franquicias y licencias	39.294	40.805	43.345	44.761	46.109
Gastos generales y de Administración	66.415	67.960	66.602	58.907	56.835
Depreciación y amortización	23.720	22.178	21.472	21.218	21.501
Otros gastos de operación	4.329	26.910	2.366	1.270	7.071
Total de Costos y Gastos operativos:	458.471	459.949	428.142	414.964	415.072
Ingresos operativos	70.698	46.999	63.151	57.331	47.521
Intereses	15.640	12.232	9.283	9.182	10.282
Otros Ingresos	- 1.743	- 1.109	139	- 612	1.139
Resultado antes de Impuestos	56.801	35.876	53.729	48.761	36.100
Impuestos	17.207	16.474	17.753	16.036	11.528
Resultado Neto	39.594	19.402	35.976	32.725	24.572



Universidad de
San Andrés

Anexo III Ranking de Restaurantes -Technomic's Top 500 Chain Restaurant Report.

Ranking	Cadena de Restaurant	Ventas en EEUU 2017 (USD 000,000)	Locales en EEUU 2017	Segmento	Categoría Menu
1	McDonald's	37.639,00	14.036,00	Quick Service	Burger
2	Starbucks	17.650,00	13.930,00	Quick Service	Coffee Cafe
3	Subway	10.800,00	25.908,00	Quick Service	Sandwich
4	Taco Bell	9.790,00	6.446,00	Quick Service	Mexican
5	Burger King	9.645,00	7.226,00	Quick Service	Burger
6	Wendy's	9.310,00	5.769,00	Quick Service	Burger
7	Chick-fil-A	9.020,00	2.261,00	Quick Service	Chicken
8	Dunkin' Donuts	8.458,00	9.141,00	Quick Service	Coffee Cafe
9	Domino's	5.925,00	5.587,00	Quick Service	Pizza
10	Pizza Hut	5.510,00	7.522,00	Quick Service	Pizza
11	Panera Bread	5.465,00	2.050,00	Fast Casual	Bakery Cafe
12	KFC	4.417,00	4.109,00	Quick Service	Chicken
13	Chipotle Mexican Grill	4.415,00	2.364,00	Fast Casual	Mexican
14	Sonic Drive-In	4.408,00	3.593,00	Quick Service	Burger
15	Applebee's	4.117,00	1.782,00	Casual Dining	Varied Menu
16	Olive Garden	3.938,00	845,00	Casual Dining	Italian/Pizza
17	Buffalo Wild Wings	3.833,00	1.206,00	Casual Dining	Sports Bar
18	Little Caesars	3.722,00	4.332,00	Quick Service	Pizza
19	Dairy Queen	3.643,00	4.455,00	Quick Service	Frozen Desserts
20	Arby's	3.634,00	3.283,00	Quick Service	Sandwich
21	Chili's Grill & Bar	3.527,00	1.252,00	Casual Dining	Varied Menu
22	Jack in the Box	3.469,00	2.251,00	Quick Service	Burger
23	IHOP	3.255,00	1.671,00	Family Dining	Family Style
24	Panda Express	3.114,00	2.011,00	Fast Casual	Asian
25	Popeyes Louisiana Kitchen	2.015,00	2.212,00	Quick Service	Chicken
26	Papa John's	2.009,00	3.314,00	Quick Service	Pizza
27	Denny's	2.693,00	1.607,00	Family Dining	Family Style
28	Outback Steakhouse	2.595,00	740,00	Casual Dining	Steak
29	Texas Roadhouse	2.476,00	510,00	Casual Dining	Steak
30	Jimmy John's Gourmet Sandwiches	2.358,00	2.819,00	Fast Casual	Sandwich
31	Cracker Barrel Old Country Store	2.351,00	645,00	Family Dining	Family Style
32	Hardee's	2.290,00	1.874,00	Quick Service	Burger
33	Red Lobster	2.290,00	677,00	Casual Dining	Seafood
34	Whataburger	2.278,00	821,00	Quick Service	Burger
35	The Cheesecake Factory	2.057,00	198,00	Casual Dining	Varied Menu
36	Zaxby's	1.933,00	899,00	Fast Casual	Chicken
37	Golden Corral	1.758,00	489,00	Quick Service	Family Casual

38	LongHorn Steakhouse	1.675,00	505,00	Casual Dining	Steak
39	Red Robin Gourmet Burgers and Brews	1.561,00	548,00	Casual Dining	Varied Menu
40	Carl's Jr.	1.527,00	1.157,00	Quick Service	Burger
41	Five Guys Burgers and Fries	1.436,00	1.321,00	Fast Casual	Burger
42	Culver's	1.426,00	641,00	Quick Service	Burger
43	TGI Fridays	1.400,00	458,00	Casual Dining	Varied Menu
44	Waffle House	1.334,00	191,00	Family Dining	Family Style
45	Bojangles' Famous Chicken 'N Biscuits	1.276,00	761,00	Quick Service	Chicken
46	Steak 'n Shake	1.087,00	1.027,00	Quick Service	Burger
47	Wingstop	1.047,00	1.027,00	Fast Casual	Chicken
48	BJ's Restaurant & Brewhouse	1.031,00	197,00	Casual Dining	Varied Menu
49	Jersey Mike's Subs	974,00	1.343,00	Fast Casual	Sandwich
50	Raising Cane's Chicken Fingers	966,00	352,00	Fast Casual	Chicken
51	Bob Evans	910,00	515,00	Family Dining	Varied Menu
52	In-N-Out Burger	908,00	331,00	Quick Service	Burger
53	Krispy Kreme	891,00	316,00	Quick Service	Specialty
54	P.F. Chang's	882,00	218,00	Casual Dining	Asian
55	Hooters	845,00	338,00	Casual Dining	Sports Bar
56	El Pollo Loco	839,00	473,00	Quick Service	Chicken
57	Papa Murphy's Pizza	832,00	1.483,00	Quick Service	Pizza
58	Ruby Tuesday	827,00	558,00	Casual Dining	Varied Menu
59	Qdoba Mexican Eats	822,00	726,00	Fast Casual	Mexican
60	Del Taco	783,00	564,00	Quick Service	Mexican
61	Church's Chicken	774,00	1.078,00	Quick Service	Chicken
62	Tim Hortons	760,00	705,00	Quick Service	Coffee Cafe
63	Cheddar's Scratch Kitchen	720,00	165,00	Casual Dining	Varied Menu
64	Moe's Southwest Grill	715,00	705,00	Fast Casual	Mexican
65	Firehouse Subs	715,00	1.088,00	Fast Casual	Sandwich
66	California Pizza Kitchen	695,00	204,00	Casual Dining	Italian/Pizza
67	Ruth's Chris Steak House	692,00	134,00	Fine Dining	Steak
68	Carrabba's Italian Grill	687,00	228,00	Casual Dining	Italian/Pizza
69	McAlister's Deli	656,00	409,00	Fast Casual	Sandwich
70	Jason's Deli	646,00	273,00	Fast Casual	Sandwich
71	Perkins Restaurant & Bakery	630,00	369,00	Family Dining	Family Style
72	Bonefish Grill	619,00	201,00	Casual Dining	Seafood
73	Dickey's Barbecue Pit	613,00	564,00	Fast Casual	Specialty
74	Baskin-Robbins	606,00	256,00	Quick Service	Frozen Desserts

75	Logan's Roadhouse	596,00	212,00	Casual Dining	Steak
76	Boston Market	593,00	459,00	Fast Casual	Chicken
77	Auntie Anne's	559,00	1.309,00	Quick Service	Specialty
78	Captain D's Seafood Kitchen	553,00	531,00	Quick Service	Seafood
79	Checkers Drive-In Restaurantes	552,00	572,00	Quick Service	Burger
80	Marco's Pizza	549,00	967,00	Quick Service	Pizza
81	White Castle	547,00	381,00	Quick Service	Burger
82	Einstein Bros. Bagels	543,00	695,00	Fast Casual	Bakery Cafe
83	Yard House	530,00	67,00	Casual Dining	Varied Menu
84	Noodles & Co.	526,00	478,00	Fast Casual	Asian/Noodle
85	Jamba Juice	523,00	802,00	Quick Service	Specialty
86	Dave & Buster's	494,00	104,00	Casual Dining	Sports Bar
87	O'Charley's	490,00	213,00	Casual Dining	Varied Menu
88	Potbelly Sandwich Shop	459,00	476,00	Quick Service	Sandwich
89	Long John Silver's	455,00	940,00	Quick Service	Seafood
90	Mellow Mushroom	445,00	193,00	Casual Dining	Italian/Pizza
91	Round Table Pizza	444,00	429,00	Quick Service	Pizza
92	Cicis	439,00	444,00	Quick Service	Pizza
93	The Capital Grille	421,00	56,00	Fine Dining	Steak
94	Freddy's Frozen Custard & Steakburgers	411,00	281,00	Fast Casual	Burger
95	Maggiano's Little Italy	409,00	52,00	Casual Dining	Italian/Pizza
96	Hungry Howie's Pizza	403,00	552,00	Quick Service	Pizza
97	Chuck E. Cheese's	402,00	549,00	Quick Service	Pizza
98	Miller's Ale House	401,00	83,00	Casual Dining	Sports Bar
99	Famous Dave's	400,00	146,00	Casual Dining	Specialty
100	Krystal Co.	394,00	363,00	Quick Service	Burger

Anexo IV Prima de Riesgo por Año

Date updated:	5-ene-18
Created by:	Aswath Damodaran, adamodar@stem.nyu.edu
What is this data:	Implied Equity Risk Premiums (by year) S&P 500
Home Page:	http://www.damodaran.com
Data website:	http://www.stem.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.htm

Year	Earnings Yr	Dividend Yr	S&P 500	Earning	Dividend	Change in Earnin	Change in Divide	T.Bond Ro	Implied Premium (FCR)	Rendimiento Promedio
1960	5,34%	3,41%	58,11	3,10	1,98			2,76%		2,76%
1961	4,71%	2,85%	71,55	3,37	2,04	8,60%	2,91%	2,35%	2,92%	5,27%
1962	5,81%	3,40%	63,1	3,67	2,15	8,79%	5,21%	3,85%	3,56%	7,41%
1963	5,51%	3,13%	75,02	4,13	2,35	12,75%	9,45%	4,14%	3,38%	7,52%
1964	5,62%	3,05%	84,75	4,76	2,58	15,23%	10,08%	4,21%	3,31%	7,52%
1965	5,73%	3,06%	92,43	5,30	2,83	11,20%	9,42%	4,65%	3,32%	7,97%
1966	6,74%	3,59%	80,33	5,41	2,88	2,23%	1,96%	4,64%	3,68%	8,32%
1967	5,66%	3,09%	96,47	5,46	2,98	0,85%	3,37%	5,70%	3,20%	8,90%
1968	5,51%	2,93%	103,86	5,72	3,04	4,81%	2,09%	6,16%	3,00%	9,16%
1969	6,63%	3,52%	92,06	6,10	3,24	6,66%	6,49%	7,88%	3,74%	11,62%
1970	5,98%	3,46%	92,15	5,51	3,19	-9,72%	-1,61%	6,50%	3,41%	9,91%
1971	5,46%	3,10%	102,09	5,57	3,16	1,15%	-0,74%	5,89%	3,09%	8,98%
1972	5,23%	2,70%	118,05	6,17	3,19	10,76%	0,71%	6,41%	2,72%	9,13%
1973	8,16%	3,70%	97,55	7,96	3,61	28,93%	13,24%	6,90%	4,30%	11,20%
1974	13,64%	5,43%	68,56	9,35	3,72	17,48%	3,14%	7,40%	5,59%	12,99%
1975	8,55%	4,14%	90,19	7,71	3,73	-17,54%	0,30%	7,76%	4,13%	11,89%
1976	9,07%	3,93%	107,46	9,75	4,22	26,39%	13,10%	6,81%	4,55%	11,36%
1977	11,43%	5,11%	95,1	10,87	4,86	11,53%	15,07%	7,78%	5,92%	13,70%
1978	12,11%	5,39%	96,11	11,64	5,18	7,07%	6,60%	9,15%	5,72%	14,87%
1979	13,48%	5,53%	107,94	14,55	5,97	25,01%	15,23%	10,33%	6,45%	16,78%
1980	11,04%	4,74%	135,76	14,99	6,44	3,01%	7,81%	12,43%	5,03%	17,46%
1981	12,39%	5,57%	122,55	15,18	6,83	1,31%	6,08%	13,98%	5,73%	19,71%
1982	9,83%	4,93%	140,64	13,82	6,93	-8,95%	1,58%	10,47%	4,90%	15,37%
1983	8,06%	4,32%	164,93	13,29	7,12	-3,84%	2,76%	11,80%	4,31%	16,11%
1984	10,07%	4,68%	167,24	16,84	7,83	26,69%	9,85%	11,51%	5,11%	16,62%
1985	7,42%	3,88%	211,28	15,68	8,20	-6,91%	4,74%	8,99%	3,84%	12,83%
1986	5,96%	3,38%	242,17	14,43	8,19	-7,93%	-0,15%	7,22%	3,58%	10,80%
1987	6,49%	3,71%	247,08	16,04	9,17	11,10%	11,99%	8,86%	3,99%	12,85%
1988	8,20%	3,68%	277,72	24,12	10,22	50,42%	11,49%	9,14%	3,77%	12,91%
1989	6,80%	3,32%	353,4	24,32	11,73	0,83%	14,80%	7,93%	3,51%	11,44%
1990	6,58%	3,74%	330,22	22,65	12,35	-6,87%	5,26%	8,07%	3,89%	11,96%
1991	4,58%	3,11%	417,09	19,30	12,97	-14,79%	5,03%	6,70%	3,48%	10,18%
1992	4,16%	2,90%	435,71	20,87	12,64	8,13%	-2,59%	6,68%	3,55%	10,23%
1993	4,25%	2,72%	466,45	26,90	12,69	28,89%	0,41%	5,79%	3,17%	8,96%
1994	5,89%	2,91%	459,27	31,75	13,36	18,03%	5,34%	7,82%	3,55%	11,37%
1995	5,74%	2,30%	615,93	37,70	14,17	18,74%	6,00%	5,57%	3,29%	8,86%
1996	4,83%	2,01%	740,74	40,63	14,89	7,77%	5,10%	6,41%	3,20%	9,61%
1997	4,08%	1,60%	970,43	44,09	15,52	8,52%	4,25%	5,74%	2,73%	8,47%
1998	3,11%	1,32%	1229,23	44,27	16,20	0,41%	4,37%	4,65%	2,26%	6,91%
1999	3,07%	1,14%	1469,25	51,68	16,71	16,74%	3,16%	6,44%	2,05%	8,49%
2000	3,94%	1,23%	1320,28	56,13	16,27	8,61%	-2,65%	5,11%	2,87%	7,98%
2001	3,85%	1,37%	1148,09	38,85	15,74	-30,79%	-3,24%	5,05%	3,62%	8,67%
2002	5,23%	1,83%	879,82	46,04	16,08	18,51%	2,15%	3,81%	4,10%	7,91%
2003	4,87%	1,61%	1111,91	54,69	17,88	18,79%	11,19%	4,25%	3,69%	7,94%
2004	5,58%	1,60%	1211,92	67,68	19,407	23,75%	8,54%	4,22%	3,65%	7,87%
2005	5,47%	1,79%	1248,29	76,45	22,38	12,96%	15,32%	4,39%	4,08%	8,47%
2006	6,18%	1,77%	1418,3	87,72	25,05	14,74%	11,93%	4,70%	4,16%	8,86%
2007	5,62%	1,89%	1468,36	82,54	27,73	-5,91%	10,70%	4,02%	4,37%	8,39%
2008	7,24%	3,11%	903,25	65,39	28,05	-20,78%	1,15%	2,21%	6,43%	8,64%
2009	5,35%	2,00%	1115,10	59,65	22,31	-8,78%	-20,46%	3,84%	4,36%	8,20%
2010	6,65%	1,84%	1257,64	83,66	23,12	40,25%	3,63%	3,29%	5,20%	8,49%
2011	7,72%	2,07%	1257,60	97,05	26,02	16,01%	12,54%	1,88%	6,01%	7,89%
2012	7,18%	2,13%	1426,19	102,47	30,44	5,58%	16,99%	1,76%	5,78%	7,54%
2013	5,81%	1,96%	1848,36	107,45	36,28	4,86%	19,19%	3,04%	4,96%	8,00%
2014	5,49%	1,92%	2058,90	113,01	39,44	5,17%	8,71%	2,17%	5,78%	7,95%
2015	5,20%	2,11%	2043,94	106,32	43,16	-5,92%	9,43%	2,27%	6,12%	8,39%
2016	4,86%	2,01%	2238,83	108,86	45,03	2,39%	4,33%	2,45%	5,69%	8,14%
2017	4,67%	1,86%	2673,61	124,94	49,73	14,77%	10,44%	2,41%	5,08%	7,49%
								6,01%	4,16%	10,09%

Anexo V- Detalle de locales propios y franquiciados al 27 de diciembre 2017.

Estados Unidos	Compañía	Franquiciados/Licencias	Total
Alabama	—	6	6
Alaska	—	3	3
Arizona	10	74	84
Arkansas	—	8	8
California	63	335	398
Colorado	—	20	20
Connecticut	—	11	11
Delaware	—	1	1
District of Columbia	—	2	2
Florida	19	118	137
Georgia	1	21	22
Hawaii	2	3	5
Idaho	—	10	10
Illinois	7	50	57
Indiana	—	38	38
Iowa	—	3	3
Kansas	—	8	8
Kentucky	1	15	16
Louisiana	1	4	5
Maine	—	6	6
Maryland	4	19	23
Massachusetts	1	4	5
Michigan	4	17	21
Minnesota	—	18	18
Mississippi	—	5	5
Missouri	5	37	42
Montana	—	4	4
Nebraska	—	4	4
Nevada	6	28	34
New Hampshire	3	—	3
New Jersey	—	10	10
New Mexico	—	29	29
New York	1	54	55
North Carolina	—	30	30
North Dakota	—	4	4
Ohio	4	38	42
Oklahoma	—	15	15
Oregon	—	23	23
Pennsylvania	13	26	39
Rhode Island	—	5	5
South Carolina	3	13	16

South Dakota	—	3	3
Tennessee	—	8	8
Texas	19	176	195
Utah	—	30	30
Vermont	2	—	2
Virginia	9	18	27
Washington	—	44	44
West Virginia	—	3	3
Wisconsin	—	24	24
Wyoming	—	4	4
Total Domésticos	178	1429	1607

Internacionales	Compañía	Franquiados/Licencias	Total
Canada		73	73
Costa Rica		3	3
Curacao N.V.		1	1
Dominican Republic		3	3
El Salvador		1	1
Guam		2	2
Guatemala		1	1
Honduras		5	5
Mexico		10	10
New Zealand		7	7
Philippines		5	5
Puerto Rico		13	13
United Arab Emirates		3	3
United Kingdom		1	1
Total Internacionales		128	128
Total Domésticos	178	1429	1607
Total	178	1557	1735

	Restaurantes propios	Restaurantes franquiciados	Total
Inmuebles propios	38	54	92
Inmuebles alquilados	140	212	352
	178	266	444

Referencias Bibliográficas

Burns William. *Introduction to Financial Ratios and Financial Statement Analysis*. Harvard Business School, 2004.

Damodaran, Aswath. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance* / Aswath Damodaran. New York: John Wiley, 1994.

Fernández, Pablo. *Métodos de valoración de empresas*. Barcelona: Gestión 2000 S.A., 2016.

"Denny's Corporation SWOT Analysis." Denny's Corporation SWOT Analysis (July 23, 2018): 1-7. Business Source Premier, EBSCO host (accessed August 28, 2018).

"introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables"
<http://webprofesores.iese.edu/pabloFernandez/docs/FN-0462.pdf>

Nota Técnica de la División de investigación del IESE. Preparada por Cristina Badenes y José M. Santos, bajo la supervisión del Prof. Pablo Fernández, mayo 1999.

National Restaurant Association. Restaurant industry performance index in the United States from 2011 to 2017, by month. <https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/statistics/214747/us-restaurant-performance-index/> (accessed 10/14/18, 11:07 PM).

Restaurantes & Nightlife in the U.S. 2018. Statista Industry Report - NAICS Code 722 <https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/study/15829/industry-report--food-services-and-drinking-places/> (accessed 10/15/18, 10:01 PM).

Technomic's Top 500 Chain Restaurant Report www.restaurantbusinessonline.com/top-500-2018

An in-depth overview of the US restaurant industry By Adam Jones Dec 01, 2014. 08:29 PM <https://marketrealist.com/>

Marketline Company Profile DENN. PUBLICATION DATE: 23 Jul 2018 <https://www.marketline.com/>

Sitio Oficial National Restaurant Association: <http://www.restaurant.org/home>

Sitio Oficial Denny's Corporation: <https://www.dennys.com/>

Sitio Oficial Damodaran Online: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Base de datos Statista: <https://es.statista.com/>

Sitio Oficial Technomics: <https://www.restaurantbusinessonline.com/>

Sitio Oficial Marketrealist: <https://marketrealist.com/>

Sitio Oficial Marketline: <https://www.marketline.com/>

Sitio Oficial Yahoo Finance: <https://es-us.finanzas.yahoo.com/>

Sitio Oficial Competidores Cracker Barrel Old Country, Dine brands, Texas roadhouse, inc., Darden restaurantes, inc. y The cheesecake factory