



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Maestría en Finanzas

Trabajo Final de Graduación:

Valuación de Red Robin Gourmet Burgers Inc.

Autor: Agustín Mario Gomez Beret

DNI: 32.475.671

Mentor: Alejandro Loizaga

Buenos Aires, Abril de 2019

Índice:

I. Glosario	4
II. Resumen ejecutivo	6
III. Descripción del negocio	7
Introducción.....	7
Historia.....	7
Estrategia.	8
Análisis del negocio de la firma.....	10
IV. Breve análisis del contexto macroeconómico de los Estados Unidos	19
Marcha de la economía y proyecciones para el futuro.....	20
Reforma impositiva.....	22
Conclusiones del contexto macroeconómico de los Estados Unidos.....	22
V. Descripción y análisis de la industria	24
La industria de los restaurantes en Estados Unidos.....	24
Segmentos en los cuales se divide la industria.....	26
Factores que crean valor.....	29
Costos de la industria.....	30
Tendencias de consumo.....	33
Desafíos que enfrenta la industria.....	34
Líderes de la industria.....	38
El segmento de comida informal.....	43
VI. Análisis de la competencia y posicionamiento competitivo	48
Competidores directos de Red Robin.....	48
Posicionamiento competitivo.....	54
Desempeño relativo de las acciones de Red Robin.....	59
VII. Análisis Financiero	61
Ratios de liquidez.....	61
Ratio corriente.....	62

Ratio de acidez.....	63
Ratios crediticios.....	65
Ratio de deuda y estructura de capital.....	65
Ratio de cobertura de intereses.....	68
Ratios de administración de activos.....	69
Días de inventarios, cuentas a cobrar y cuentas a pagar.....	69
Días de capital de trabajo.....	72
Rotación de activos fijos.....	73
Ratios de Rentabilidad.....	74
Ratios propios de la Industria.....	80
Resumen del análisis financiero.....	82
VIII. Valuación.....	83
A. Valuación por Flujos de Fondos Descontados.....	83
Estimaciones del modelo de valuación.....	85
Costo de la deuda.....	86
Costo del equity.....	87
Tasa libre de riesgo.....	88
Cálculo del Beta de la compañía.....	88
Rendimiento esperado del mercado y Prima de Riesgo.....	91
Cálculo del costo del equity.....	91
Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC).....	92
Proyecciones del Estado de Resultados y otras variables contables.....	92
Escenario base.....	94
Escenario optimista.....	109
Escenario pesimista.....	112
Valuación bajo el escenario base.....	116
Valuación bajo el escenario optimista.....	117
Valuación bajo el escenario pesimista.....	118
Análisis de sensibilidad.....	119

B. Valuación por múltiplos.....	121
C. Resumen de las Valuaciones Realizadas.....	125
IX. Conclusiones.....	126
X. Bibliografía.....	127
XI. Anexos.....	129

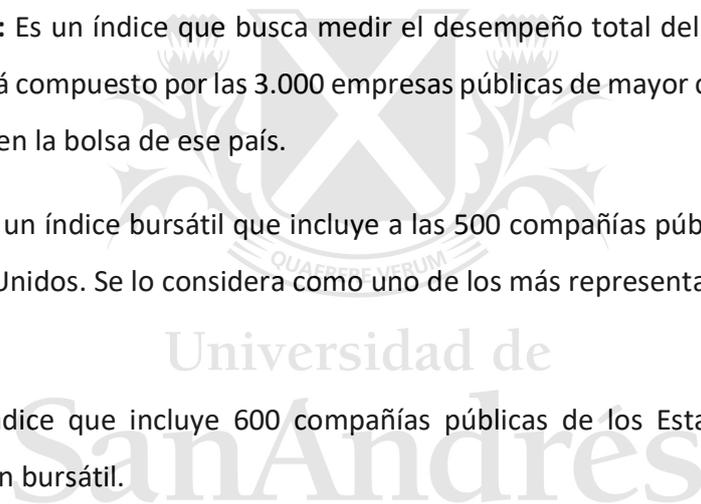


Universidad de
San Andrés

I. Glosario

- **CAGR:** siglas en inglés que refieren a *Compounded Annual Growth of Rate*. Refiere a la tasa anual compuesta de crecimiento.
- **Casual Dining:** Subsegmento de comida informal dentro del segmento de servicio completo en la industria de los restaurantes.
- **CapEx:** acrónimo en inglés para *Capital Expenditures*. Refiere a las inversiones de capital de la compañía.
- **CAPM:** siglas en inglés que refieren a *Capital Asset Pricing Model*. Se trata de un modelo de valuación de activos financieros desarrollado por Sharpe, Litner y Mossin de forma independiente, basados en trabajos anteriores de Markowitz. Mediante una fórmula, este modelo nos permite estimar el rendimiento requerido por los inversores de un determinado activo.
- **Delivery:** Sistema de entrega de pedidos a domicilio.
- **EBIT:** Siglas en inglés que para *Earnings Before Interest and Taxes*, que refiere a ingresos antes de intereses e impuestos.
- **EBITDA:** Siglas en inglés para *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, refiere a ingresos antes de intereses e impuestos, pero adicionando además el monto correspondiente a depreciaciones y amortizaciones.
- **Enterprise Value:** Término en inglés que refiere al valor de la firma y equivale al valor de mercado del paquete accionario más la deuda financiera menos el exceso de caja.
- **Fast Casual:** Subsegmento de comida rápida informal dentro del segmento de servicio limitado en la industria de los restaurantes. Se caracteriza por ofrecer productos de mayor calidad que los Fast Food tradicionales.

- **Fast Food:** Subsegmento de comida informal dentro del segmento de servicio limitado en la industria de los restaurantes. Se caracteriza por preparar y servir alimentos de manera rápida en locales especializados y a un bajo precio.
- **Fine Dining:** Subsegmento de comida formal dentro del segmento de servicio completo en la industria de los restaurantes.
- **Meal Kit:** Servicio de entrega de alimentos a domicilio. A diferencia de la tradicional entrega a domicilio de restaurantes, se caracteriza por entregar en puerta una caja que contiene todos los alimentos en crudo para cocinar, junto con una receta e instructivo de cómo cocinarlos.
- **Russel 3000:** Es un índice que busca medir el desempeño total del mercado de Estados Unidos y está compuesto por las 3.000 empresas públicas de mayor capitalización bursátil que cotizan en la bolsa de ese país.
- **S&P 500:** Es un índice bursátil que incluye a las 500 compañías públicas más grandes de los Estados Unidos. Se lo considera como uno de los más representativos de la economía de ese país.
- **S&P 600:** Índice que incluye 600 compañías públicas de los Estados Unidos de baja capitalización bursátil.
- **S&P 600 Restaurants:** Subíndice que mide el desempeño de la industria de los restaurantes que están dentro del índice S&P 600. Cuenta con 11 componentes.
- **WACC:** Siglas en inglés para *Weighted Average Cost of Capital*, que refiere al costo promedio ponderado del capital.



II. Resumen ejecutivo

El presente trabajo tiene como objeto determinar el valor presente de la compañía estadounidense Red Robin Gourmet Burgers Inc., como así también el de sus acciones, al 31 de diciembre de 2018.

Para ello, se implementaron dos metodologías distintas. Por un lado, se utilizó el modelo de flujos de fondos descontados, el cual propone una valuación en términos absolutos donde se intenta estimar el valor intrínseco de la firma.

Por otra parte, se realizó la valuación de la empresa por múltiplos comparables, la cual supone una valuación relativa de la compañía a partir del valor que el mercado le asigna a activos similares.

Dado que nos encontramos ante la aplicación de modelos teóricos, no se buscó un valor único y exacto (ya que sería imposible de determinar), sino que lo que se ha hecho es definir un rango de valor tanto para la firma como para su capital accionario.

El trabajo se ha dividido en distintos capítulos: por un lado, se analizó el contexto macro y micro en el cual opera la firma, las variables que le dan valor, y sus perspectivas para el futuro. Luego, se realizó la valuación mediante las metodologías seleccionadas.

En cuanto a los resultados obtenidos, mediante la valuación por flujos de fondos descontados se obtuvo como resultado un rango entre 620 y 1.616 millones de dólares para el valor de la firma, con un valor para el escenario base de 1.016 millones de dólares. Por su parte, el valor de las acciones de la compañía se estimó entre 34,2 y 110,8 dólares, con un valor para el escenario base de 64,7 dólares por acción.

Asimismo, mediante la metodología de la valuación por múltiplos se obtuvo un rango de valor de la firma entre 608 y 1.128 millones de dólares, y entre 33,3 y 73,3 dólares para sus acciones.

Como conclusión, teniendo en cuenta el contexto de la compañía, la industria y la economía de Estados Unidos, como así también los resultados de los métodos de valuación utilizados, se

estimó el valor de la compañía al 31 de diciembre de 2018 en un rango de entre 620 y 1.140 millones de dólares, y el de sus acciones entre 34 y 74 dólares.

III. Descripción del negocio

Introducción

Red Robin Gourmet Burgers, Inc. es una compañía estadounidense que desarrolla, opera y franquicia una cadena de restaurantes pertenecientes al segmento de comida informal, con locales ubicados en Estados Unidos y Canadá.

En los apartados siguientes se analizarán los distintos aspectos del negocio de la firma, lo que nos dará el primer marco de estudio necesario para luego proceder a realizar la valuación de la misma.

Historia

La historia de esta cadena de restaurantes comienza en la década de 1940 con la apertura de un restaurante llamado “La Taberna de Sam” (“*Sam’s Tavern*” en inglés), cerca de la Universidad de Washington, ubicado en la ciudad de Seattle, estado de Washington, Estados Unidos.

Su dueño, cantaba en un cuarteto y una de sus canciones favoritas hablaba sobre un petirrojo colorado.

Tanto le gustaba la canción, que finalmente cambió el nombre del restaurante por el de “*Sam’s Red Robin*” (“El petirrojo rojo de Sam”, en español).

Hacia 1969, el emprendedor Garry Kingen compró el restaurante y cambió nuevamente el nombre por el de “*Red Robin*” (“El petirrojo rojo”, en español), con el objetivo de transformarlo eventualmente en una cadena.

El primer restaurante de Red Robin tenía 1.200 pies cuadrados y servía principalmente a los estudiantes de la Universidad de Washington. Al principio, continuó funcionando como una

taberna, pero luego se incorporaron hamburguesas en el menú, lo que hizo que las ventas aumentaran significativamente.

Diez años después, en 1979, Red Robin abrió su primera franquicia en Yakima, Washington, siendo el Grupo Snyder, liderado por Michael y Steve Snyder, el primer franquiciado.

En 1985, Garry Kingen vendió la parte mayoritaria de la empresa al grupo Skylark de Japón, quedando como socio minoritario hasta 1995.

Luego de años de mala administración y desempeño por parte de Skylark, Kingen tomó nuevamente el control de la firma junto con Michael Snyder.

Para el año 2000, cuando la compañía abrió su restaurante número 150, Red Robin se fusionó con el Grupo Snyder, transformándose Michael Snyder en el nuevo CEO de la nueva firma.

Finalmente, en 2002, las acciones de Red Robin comenzaron a cotizar en la bolsa de valores de Estados Unidos (más precisamente en el *Nasdaq*¹) bajo la sigla RRGB.²

En los años siguientes la compañía siguió expandiéndose, llegando a operar al día de hoy 573 restaurantes entre locales propios y franquicias.

Estrategia

Como punto de partida, es menester destacar que la especialidad de los restaurantes Red Robin son las hamburguesas.

Aquí tenemos un rasgo diferencial de la empresa, ya que es una de las pocas cadenas de hamburgueserías que opera dentro del segmento de comida informal, es decir, con servicio de mesa. En general, los restaurantes que ofrecen esta clase de alimentos suelen ubicarse dentro de las categorías de comida rápida o rápida informal.

¹ Es la segunda bolsa de valores más grande de los Estados Unidos.

² https://en.wikipedia.org/wiki/Red_Robin

Por su parte, la firma busca diferenciarse de la competencia focalizándose en brindar calidad, servicio y valor agregado a sus clientes.

Para destacarse en términos de calidad, Red Robin ofrece una amplia variedad de deliciosas hamburguesas, las cuales son altamente personalizables por los clientes.

Con respecto al servicio, el objetivo de la empresa es atraer a personas de todas las edades, servir la comida y la bebida de manera rápida, de forma tal que los clientes puedan pasar más tiempo disfrutando y menos esperando.

También, la firma pretende agregar valor con distintos rangos de precios para sus productos y otros agregados, como sus famosas papas fritas sin fondo (es decir, con posibilidad de repetir la porción sin cargo de manera ilimitada) que se pueden pedir con cada comida.³

La compañía basa su estrategia de negocios en cuatro ejes centrales⁴:

- Generar compromiso entre sus trabajadores, promoviendo su retención, el desarrollo de grandes líderes y equipos de trabajo.
- Evolucionar para dar un mejor servicio a las familias de ingresos medios, buscando de manera continua brindar la mejor combinación de calidad, cantidad y buenos precios. Asimismo, la empresa hace hincapié en su programa de fidelización, que busca generar lazos con sus clientes con el objetivo de aumentar el tráfico de comensales en sus restaurantes en el largo plazo.
- Recuperar ventajas operativas, focalizando los esfuerzos en servir excelentes hamburguesas, altamente personalizables y de manera rápida.
- Mejorar la rentabilidad de la compañía (y de sus restaurantes), buscando aumentar el valor de los accionistas. Esto incluye optimizar la estructura de capital, realizar inversiones de manera inteligente, refranquiciar determinados restaurantes y mejorar el margen EBITDA a través de un sistemático aumento de ventas y un manejo eficiente de los costos.

³ Fuente: Reporte anual 10-K de la compañía para el año 2018.

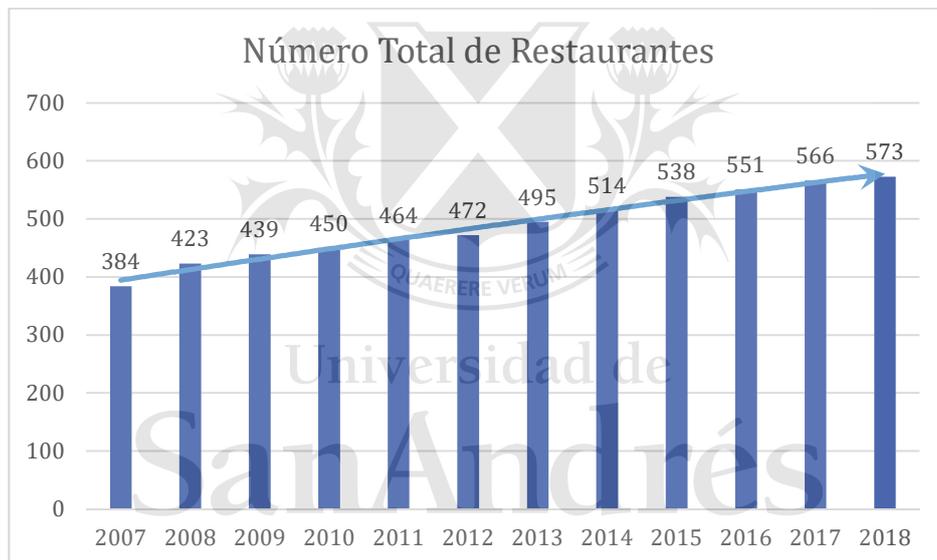
⁴ Fuente: Reporte anual 10-K de la compañía para el año 2018.

Análisis del negocio de la firma

Al 31 de diciembre de 2018, Red Robin tenía 573 restaurantes, de los cuales 484 eran propiedad de la empresa, mientras que los 89 restantes eran operados bajo la modalidad de franquicias. Dichos locales, se encontraban ubicados en 44 estados de Estados Unidos y en 2 provincias de Canadá⁵.

En los dos gráficos siguientes podemos ver el crecimiento que ha tenido la cadena Red Robin en cuanto al número de establecimientos.

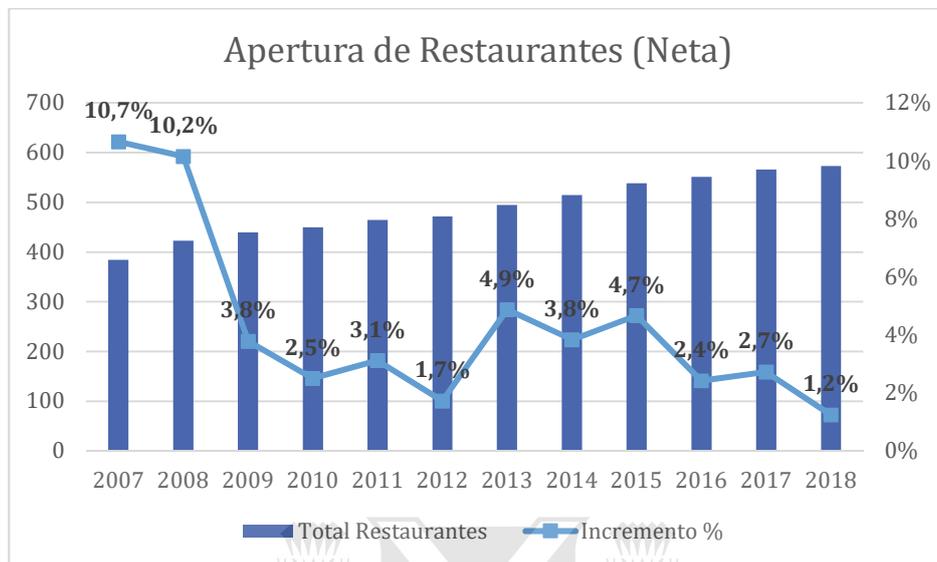
Gráfico N°1: Número total de Restaurantes Red Robin - Evolución a lo largo del tiempo



Fuente: Reportes anuales de la compañía para los años 2007-2018.

⁵ La firma opera 18 restaurantes propios en este país.

Gráfico N°2: Apertura anual de restaurantes (neta)



Fuente: Reportes anuales de la compañía para los años 2007-2018.

Como se puede observar, el crecimiento en el número de locales se ha ido desacelerando en los últimos años.

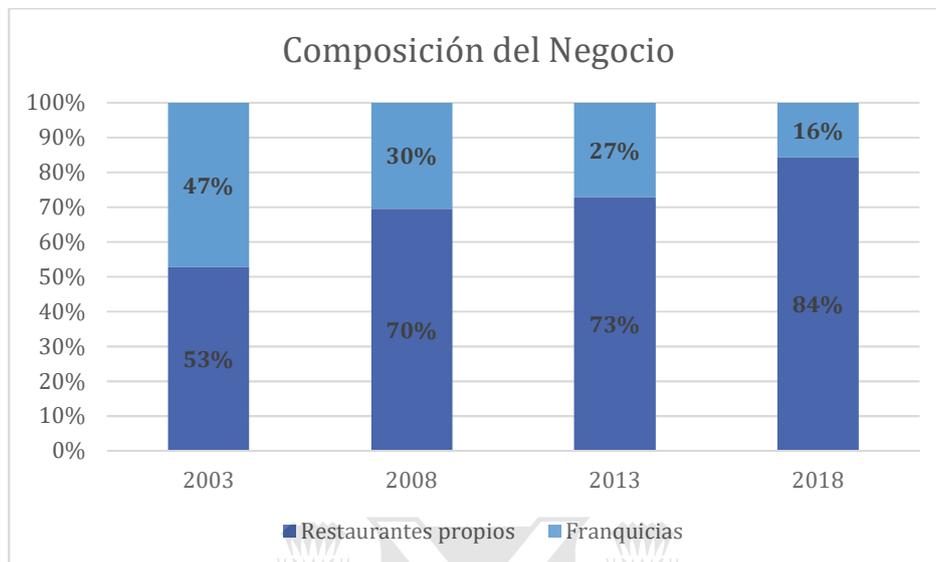
A mayor abundamiento, si tomamos los datos de la compañía para el período 2002 – 2018, se destacan dos etapas de crecimiento de la cantidad de restaurantes bastante definidas.

Entre 2002 y 2008 aproximadamente, la firma se expandió a gran velocidad. Para tener una idea, en estos años, el número total de restaurantes creció a una tasa anual compuesta del 13,87%.

Entre 2009 y 2018, si bien continuó el crecimiento, este se desaceleró notablemente: en este intervalo de tiempo la cantidad total de establecimientos creció a una tasa anual compuesta del 3%.

En cuanto al modelo de negocio, la firma ha ido cambiando la composición entre franquicias y locales propios a lo largo del tiempo.

Gráfico N°3: Composición del negocio de Red Robin - Restaurantes propios vs Franquicias



Fuente: Reportes anuales de la compañía para los años 2003-2018.

En los últimos 15 años pasó de un negocio compuesto por casi un 50% de franquicias y locales propios, a uno donde predominan los establecimientos propios, los que en la actualidad representan cerca del 84% del total de restaurantes.

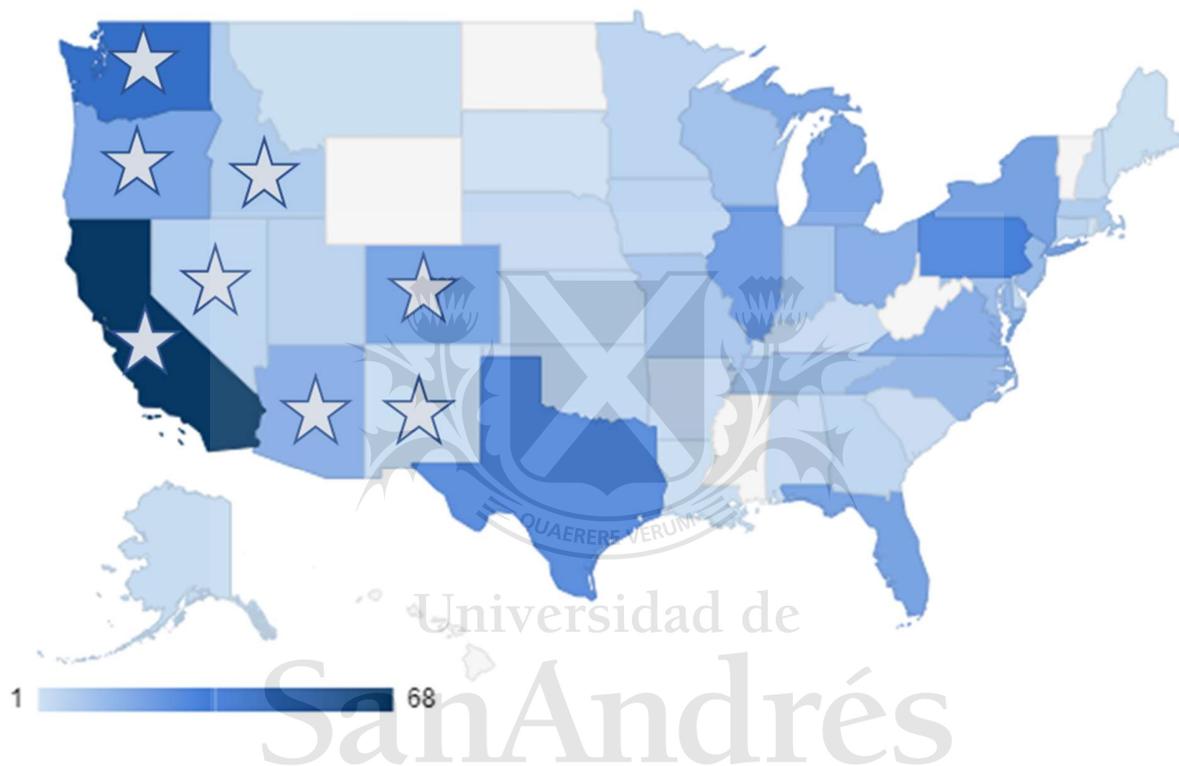
El número total de franquicias ha ido variando a lo largo del tiempo. En 2002, Red Robin contaba con 98 franquicias, para alcanzar un pico de 139 en 2006 y luego caer llegando a 2018 con 89 locales franquiciados.

De este modo, la compañía pasó de tener un modelo mixto entre franquicias y restaurantes propios a uno con gran preponderancia de los últimos por sobre los primeros.

A mayor abundamiento, la baja en el número de franquicias a partir de 2011 se explica en parte mediante la adquisición de estos establecimientos por parte de la firma (es decir, muchos locales que funcionaban como franquicias pasaron a ser propiedad de Red Robin), lo cual muestra una clara voluntad del management de aumentar la nómina de restaurantes propios en detrimento de los locales franquiciados durante ese período.

Con respecto a la ubicación geográfica de sus restaurantes, si bien Red Robin tiene presencia en 44 estados, el 37,4% de sus restaurantes (que representan a su vez el 45,1% de sus ingresos) se encuentran concentrados en 8 estados de la región oeste de los Estados Unidos⁶.

Gráfico 4: Distribución geográfica de los restaurantes Red Robin



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos del sitio web oficial de Red Robin.

Nota: El mapa muestra la densidad de locales Red Robin en los diferentes estados de los Estados Unidos. Las estrellas en el gráfico denotan los estados que conforman el área con mayor concentración de restaurantes Red Robin. No se incluyen en el gráfico los restaurantes ubicados en Canadá⁷.

En cuanto a la situación actual, en 2018 las ventas en los restaurantes de Red Robin cayeron 3,6% en relación con el año anterior (en términos nominales USD 48,9 millones de dólares menos que en 2017), totalizando ventas (de restaurantes propios) por USD 1.316 millones de dólares.

⁶ Los 8 estados mencionados son los siguientes: Arizona, California, Colorado, Nevada, Oregon, Idaho, Nuevo México, y Washington. Fuente: reporte anual de la compañía para el año 2018.

⁷ Para más información se acompaña como Anexo N° 2 el listado completo de cantidad de restaurantes para cada estado, según la información disponible en el sitio web de la compañía.

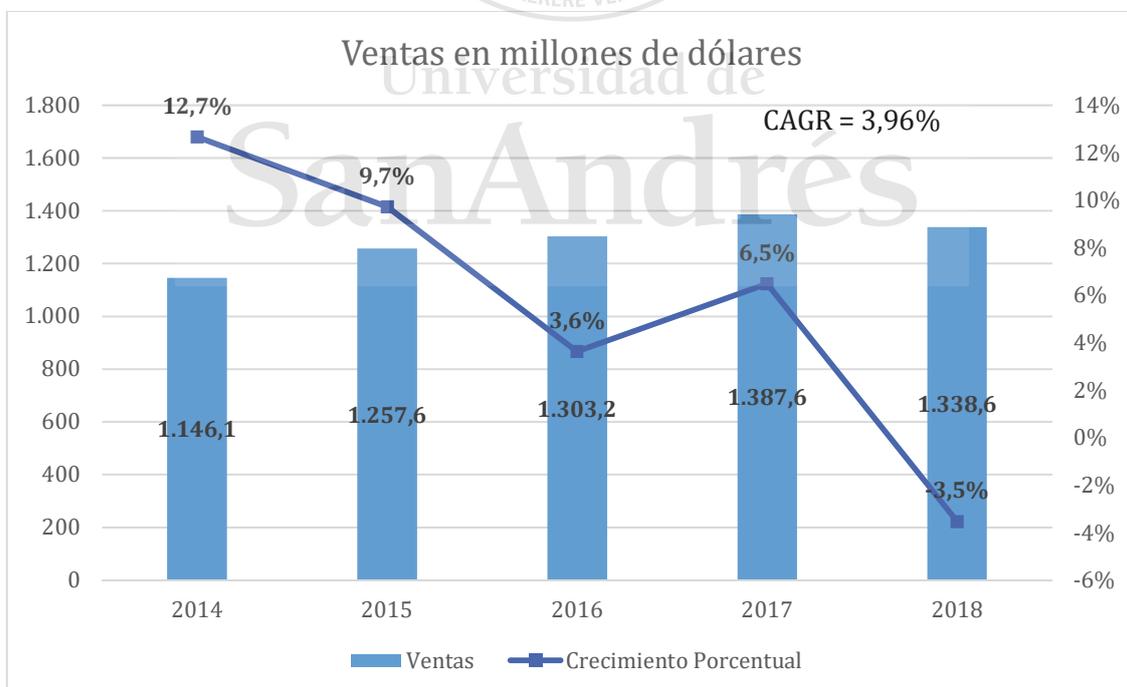
Cabe destacar que el año fiscal de 2018 tuvo 52 semanas, en tanto 2017 fue un año fiscal de 53 semanas.

La semana menos del último año explica un decrecimiento de las ventas de 32,6 millones de dólares. Por otra parte, hubo una caída de -2,6% en las ventas en locales comparables, lo que significó una baja en términos nominales de 33,7 millones de dólares, mientras que por cierres de restaurantes se perdieron 5,3 millones de dólares. Ello estuvo compensado por un incremento en las ventas de 22,7 millones provenientes de nuevos restaurantes abiertos el último año.

En cuanto a las ventas totales, las mismas tuvieron una baja de 49 millones de dólares, casi en su totalidad explicada por los factores antes mencionados. Además, los ingresos por franquicias cayeron 272 mil dólares, mientras que las ventas por rubro otros (que incluye principalmente ingresos por tarjetas de regalo) aumentaron 120 mil dólares.

El monto total de ventas brutas que tuvo la firma en 2018 fue de USD 1.338,6 millones de dólares.

Gráfico N° 5: Ventas brutas totales en millones de dólares

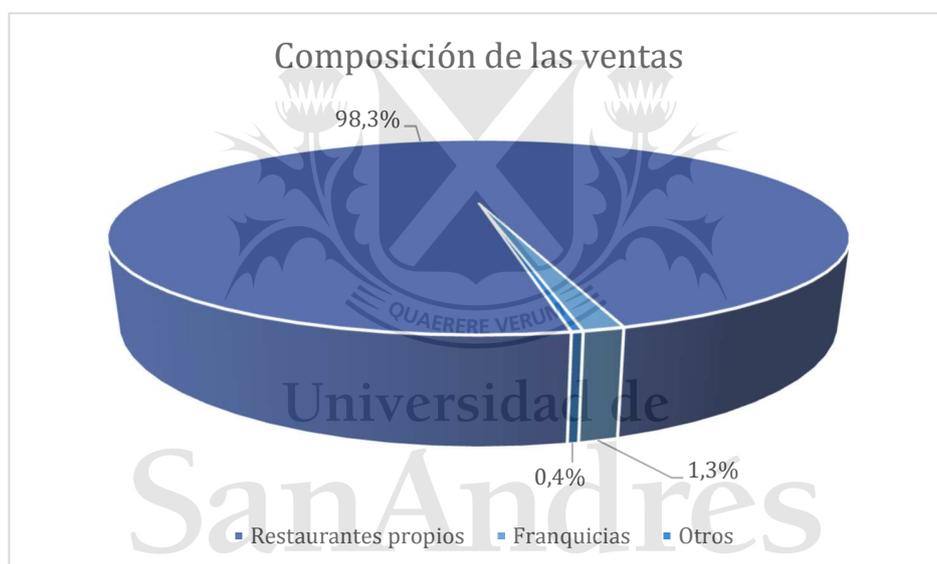


Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de los años fiscales de 2014 a 2018.

Como se puede observar, si bien las ventas crecieron en los últimos 5 años a una tasa anual compuesta del 3,96%, hay una desaceleración en el crecimiento de las ventas, llegando a 2018 con una caída de las mismas.

En cuanto a cómo se componen los ingresos que obtiene la firma, las ventas en locales propios de Red Robin representaron en 2018 el 98,3% de los ingresos, mientras que las regalías provenientes de franquicias aportaron el 1,3%, y otros ingresos adicionales representaron sólo el 0,4%.

Gráfico N° 6: Composición de las ventas



Fuente: Elaboración propia en base al reporte anual del año 2018.

En otro orden de ideas, con respecto a los costos operativos⁸, es importante destacar que, si bien el monto nominal disminuyó con respecto al año anterior, medidos en términos relativos respecto de las ventas totales, en 2018 los mismos aumentaron 130 puntos básicos comparados con 2017.

⁸ Nota: Cuando en este trabajo me refiero a los costos operativos, me estoy refiriendo a costos operativos de los restaurantes. Se incluyen en esta categoría los costos de alimentos, costos laborales, alquileres y costos relacionados (pero no se incluyen aquí otros rubros como depreciaciones o costos de ventas, generales y de administración, por ejemplo). De idéntica manera, al hablar de margen operativo, estaré refiriéndome al margen de la firma relativo a estos costos.

De este modo, mientras que en 2017 representaron el 78,3% de las ventas brutas, en 2018 significaron el 79,6%.

Este incremento en los costos en el último año se debió principalmente a mayores costos de alquileres, alimentos y otros costos operativos, mientras que parcialmente fueron compensados por una baja en los costos laborales como porcentaje de las ventas totales⁹.

Los costos operativos crecieron los últimos 5 años a una tasa anual compuesta del 4,7% (es decir, a un ritmo mayor que las ventas), lo que explica el empobrecimiento del margen operativo de la firma en el último tiempo.

Con respecto a la composición de los costos operativos, en 2018 el costo de las ventas representó el 29% de éstos, los costos laborales el 43%, el costo de alquileres el 11% y otros costos el 17%.

Gráfico N° 7: Composición de los costos operativos (como porcentaje de ventas totales)

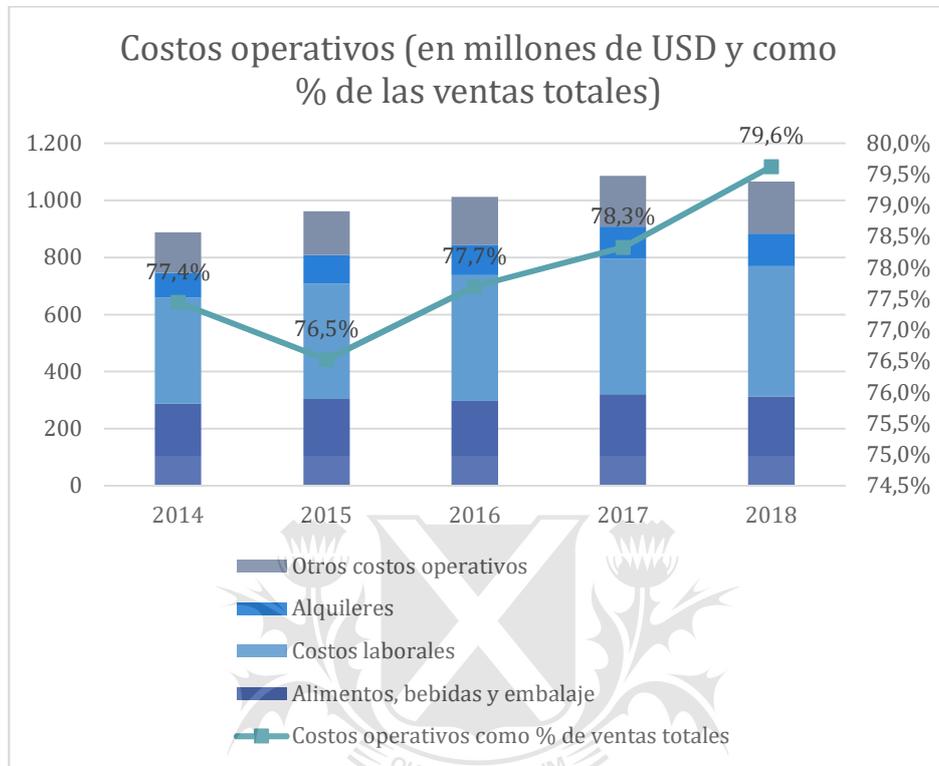


Fuente: Elaboración propia en base al reporte anual del año 2018.

Si analizamos su evolución en los últimos 5 años en su relación con las ventas totales, podemos ver que desde 2015 estos costos vienen aumentando de manera constante.

⁹ Fuente: Reporte anual de la compañía para el año 2018.

Gráfico N° 8: Costos Operativos de Restaurantes sobre Ventas Totales

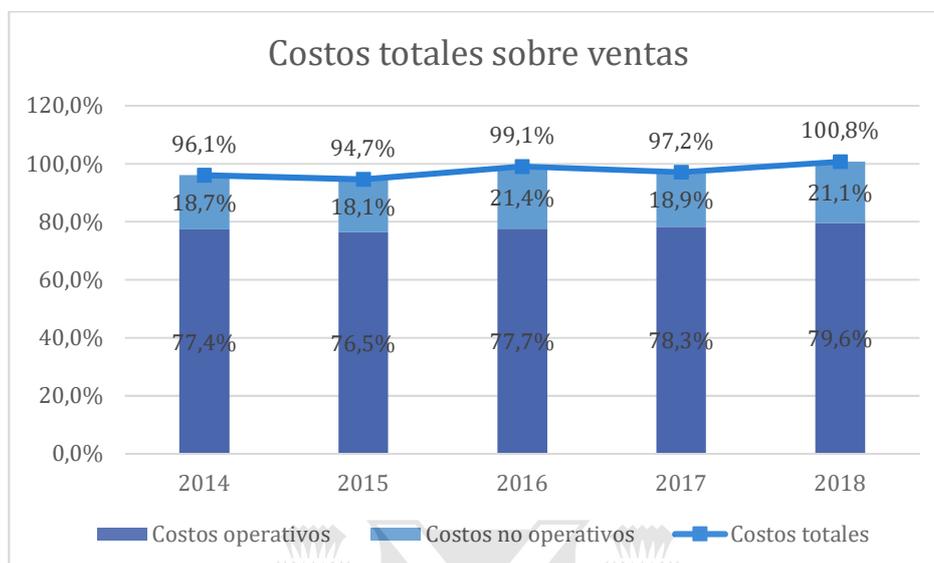


Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la compañía.

Nota: El eje vertical izquierdo representa los valores de las columnas mientras que el eje vertical derecho representa los valores porcentuales de la línea de costos totales.

Universidad de
San Andrés

Gráfico N° 9: Costos Totales sobre Ventas Totales



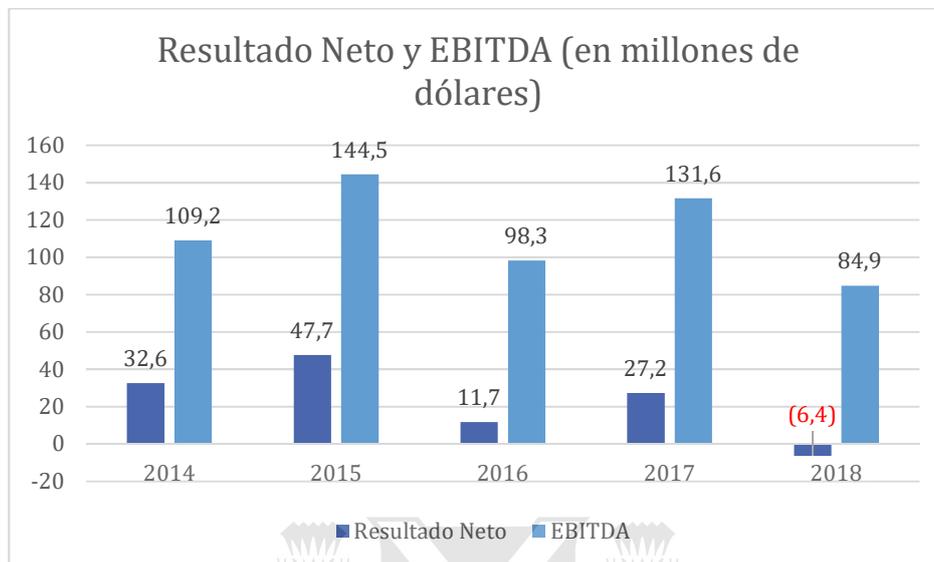
Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la compañía.

Continuando con el análisis, en el año fiscal de 2018, Red Robin tuvo pérdidas netas por USD 6,4 millones de dólares, lo que representa una fuerte caída en comparación con los USD 27,2 millones de dólares obtenidos como ingresos netos en 2017.

Si tomamos la medida conocida como EBITDA¹⁰ (que corresponde a ingresos operativos más amortizaciones y depreciaciones), que mide la capacidad de la firma para generar flujos de fondos, el último año fue de USD 84,9 millones de dólares, mientras que en el ejercicio fiscal anterior había sido de USD 131,6 millones de dólares.

¹⁰ Ver glosario para un detalle completo de su significado.

Gráfico N° 10: Resultado neto y EBITDA (en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales para los años 2014 a 2018.

Por último, y como comentario adicional, resulta relevante destacar que al 31 de diciembre de 2018 la firma tenía una capitalización bursátil aproximada de 346 millones de dólares.

IV. Breve análisis del contexto macroeconómico de los Estados Unidos

Unidos

Antes de iniciar el análisis de la industria y de los competidores de Red Robin, entiendo pertinente realizar algunos comentarios sobre el marco macroeconómico y las perspectivas de largo plazo de Estados Unidos.

Red Robin tiene casi la totalidad de sus operaciones en este país, con el agregado de algunos pocos restaurantes en Canadá.

Además, cabe tener presente que la industria de los restaurantes en la cual la firma se desenvuelve, es sumamente cíclica, por lo que hay una alta correlación entre el desempeño de esta industria y la marcha general de la economía.

Por este motivo, hay dos factores principales que resulta menester tener en cuenta.

Por un lado, las variables y perspectivas económicas norteamericanas para los próximos años afectarán las proyecciones de ventas futuras de Red Robin.

Por otra parte, a la hora de valuar a la firma bajo el modelo de flujo de fondos descontados, las estimaciones de crecimiento de largo plazo de la economía en general significarán un parámetro máximo para la estimación del flujo terminal (es decir, la estimación de la tasa de crecimiento de la firma a perpetuidad).

Marcha de la economía y proyecciones para el futuro

En términos generales, la economía de los Estados Unidos muestra señales de buena salud, con un crecimiento estable de su producto bruto interno, inflación dentro de los parámetros esperados y con algunos de sus indicadores más importantes en sus mejores niveles históricos.

De acuerdo con información obtenida del Fondo Monetario Internacional, el producto bruto interno estadounidense ha crecido en términos reales un 2,2% en 2017 y un 2,9% en 2018, esperando un aumento del PBI de 2,3% para 2019.¹¹

En el caso de la inflación la misma fue de 2,2% en 2017, y de 2% en 2018, mientras que se espera esté en la zona de 2,7% para 2019¹².

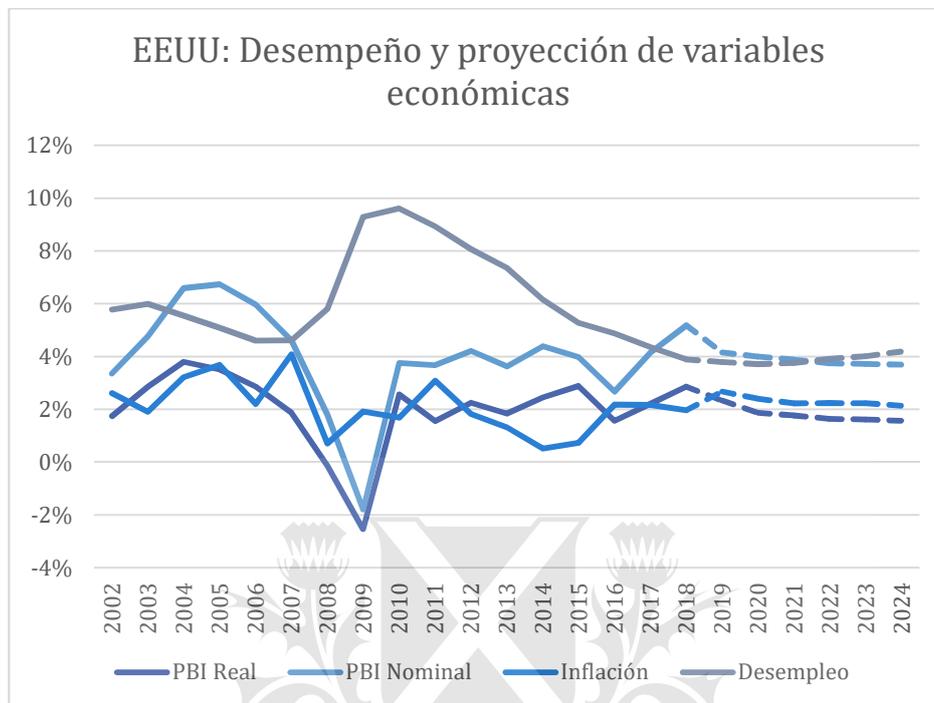
Además, cabe señalar que el desempleo se encuentra en niveles mínimos históricos. Como veremos luego, esta variable en niveles tan bajos supone un problema para la industria de los restaurantes.

En el gráfico debajo podemos ver el desempeño de algunas de las variables que considero de relevancia y las proyecciones que hace de las mismas el Fondo Monetario Internacional para los próximos años.

¹¹ Información obtenida del Fondo Monetario Internacional. Fuente: <https://www.imf.org>

¹² Fuente: <https://www.imf.org>

Gráfico N° 11: Desempeño y Proyección de Variables Económicas de EEUU.



Fuente: Elaboración propia en base a datos y proyecciones del Fondo Monetario Internacional¹³.

En función de los datos y estimaciones presentadas, y a los fines del presente trabajo, se estima en un 2% el crecimiento del PBI en términos reales y en un 4% en términos nominales, como estimación del crecimiento de la economía de Estados Unidos a futuro.

Esta última es la que utilizaremos como tasa de referencia de largo plazo para la valuación de Red Robin, teniendo en cuenta que la compañía bajo análisis podrá crecer a perpetuidad a una tasa menor, pero no a una tasa mayor.

Por su parte, vale la pena tener presente que la inflación esperada a futuro ronda el 2,2%, la tasa de desempleo se proyecta en torno al 4%, y que la población tiene una tasa de crecimiento de largo plazo que el FMI estima en 0,68%.

¹³ Pueden consultarse los datos y las estimaciones en el sitio web del Fondo Monetario Internacional: <https://www.imf.org>

Reforma impositiva

El 22 de diciembre de 2017 entró en vigencia la reforma fiscal propiciada por el gobierno de Donald Trump (sancionada bajo el nombre “Ley de Trabajo y Reducción de Impuestos”).

La norma introdujo importantes cambios en materia impositiva. Como punto saliente de la reforma, se redujo la tasa de impuesto a las ganancias para empresas del 35% al 21%.

Esto sin dudas tendrá un impacto directo al momento de calcular la tasa marginal del impuesto a las ganancias que se aplicará sobre los ingresos proyectados de la firma, por lo que será analizado con mayor detenimiento en el apartado correspondiente.

Conclusiones del contexto macroeconómico de Estados Unidos

La economía de los Estados Unidos se muestra saludable y con buenas perspectivas para el futuro cercano.

A los fines del presente trabajo, ello trae dos consecuencias medulares. Por un lado, afecta positivamente las perspectivas de crecimiento de la compañía a analizar.

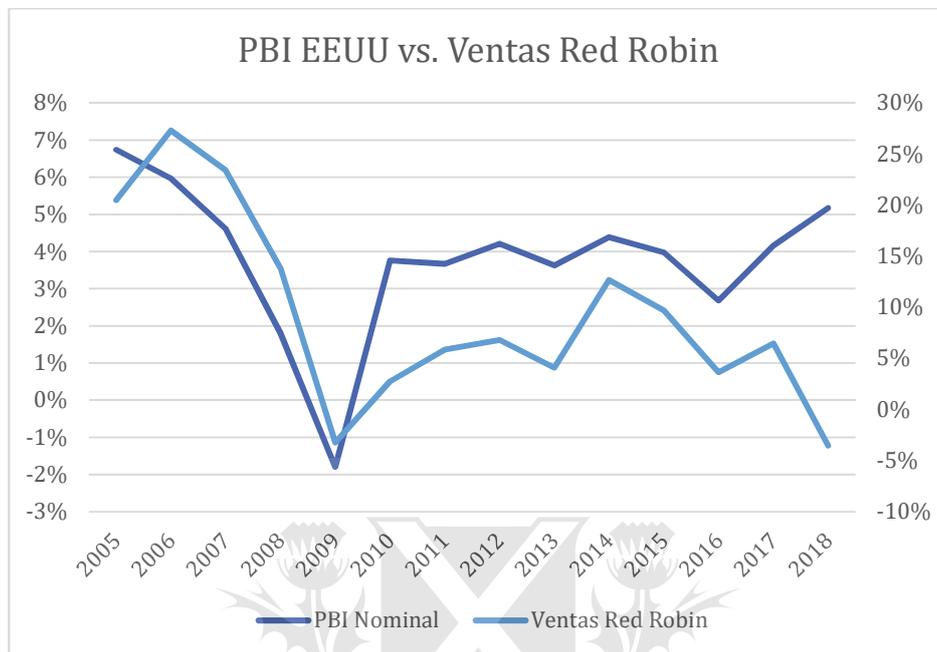
Como podemos ver en el gráfico que acompaño debajo, si analizamos la evolución de las ventas de la empresa en relación con el crecimiento de la economía estadounidense, vemos que existe una alta correlación entre las dos variables, con excepción de lo ocurrido en el 2018.

En rigor de verdad, existe una alta correlación entre la industria de los restaurantes en general y la economía de los Estados Unidos, ya que se trata de una industria muy cíclica.

Al respecto, analizado el periodo 2005-2018, el aumento del volumen de ventas de Red Robin demostró tener una correlación positiva de 0,55 con el crecimiento del producto bruto interno de Estados Unidos¹⁴.

¹⁴ Medido en términos nominales.

Gráfico N° 12: Correlación entre PBI nominal de EEUU y Ventas de Red Robin.



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos del Fondo Monetario Internacional y los reportes anuales presentados por la compañía.

La marcha de la economía estadounidense determina en gran medida las posibilidades de crecimiento tanto de la industria de los restaurantes en general como las de Red Robin.

Por tal motivo, resulta importante tener en cuenta las buenas perspectivas económicas para el futuro de Estados Unidos a la hora de realizar el trabajo de valuación de la firma.

Por otra parte, de las perspectivas analizadas hay también un aspecto negativo, y es que la tasa de desempleo se encuentra en niveles históricamente bajos, lo cual puede impactar negativamente en la estructura de costos de la firma.

Por último, teniendo en cuenta las proyecciones para el futuro analizadas en términos de crecimiento del producto bruto interno, inflación y crecimiento poblacional, la principal consecuencia que ello trae a nuestro trabajo es la imposibilidad de fijar tasas de crecimiento de largo plazo superiores al 4%, que es la tasa en la cual se estima el crecimiento en términos nominales de la economía estadounidense.

V. Descripción y análisis de la industria

El análisis realizado en este apartado tendrá como objetivo propiciar el contexto del sector donde opera la compañía bajo estudio.

El trabajo se limitará a presentar y analizar la industria de los restaurantes en los Estados Unidos, analizar los principales factores que agregan valor, determinar los líderes de la industria, como así también las tendencias, problemáticas y desafíos.

Adicionalmente, se estudiará el segmento de comida informal (*casual dining*) que es en el cual se desarrolla Red Robin.

La industria de los restaurantes en Estados Unidos

De acuerdo con datos de la Asociación Nacional de Restaurantes de Estados Unidos, en 2018 las ventas de la industria de los restaurantes se estimaron en USD 825 mil millones de dólares, lo que representa un aumento del 3,3% respecto del año anterior¹⁵.

Esta industria representa aproximadamente el 4% del producto bruto interno de los Estados Unidos¹⁶, y emplea a 15 millones de personas (cerca del 10% de la población económicamente activa)¹⁷.

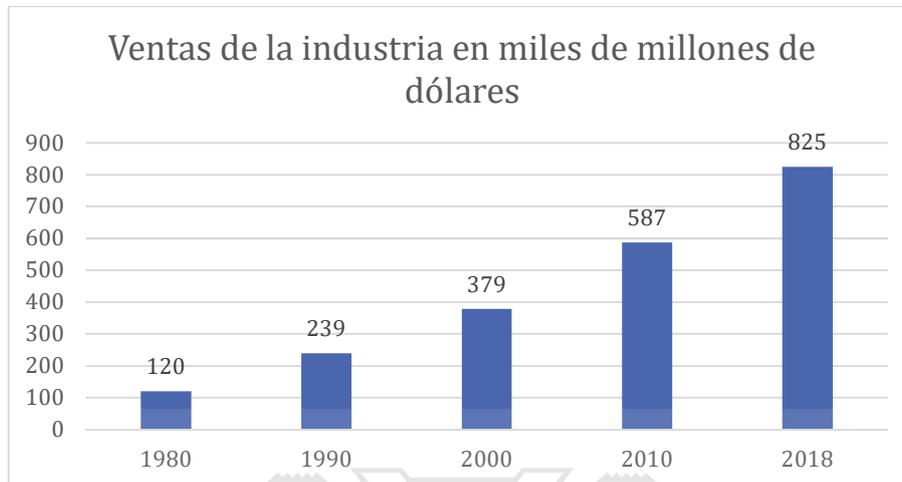
En los últimos 50 años, el volumen de ventas de la industria de los restaurantes ha aumentado significativamente, como podemos ver en el gráfico debajo.

¹⁵ Fuente: Asociación Nacional de Restaurantes de Estados Unidos.

¹⁶ Información obtenida del Fondo Monetario Internacional. Fuente: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/02/-weodata/index.aspx>

¹⁷ Fuente: Asociación Nacional de Restaurantes de Estados Unidos.

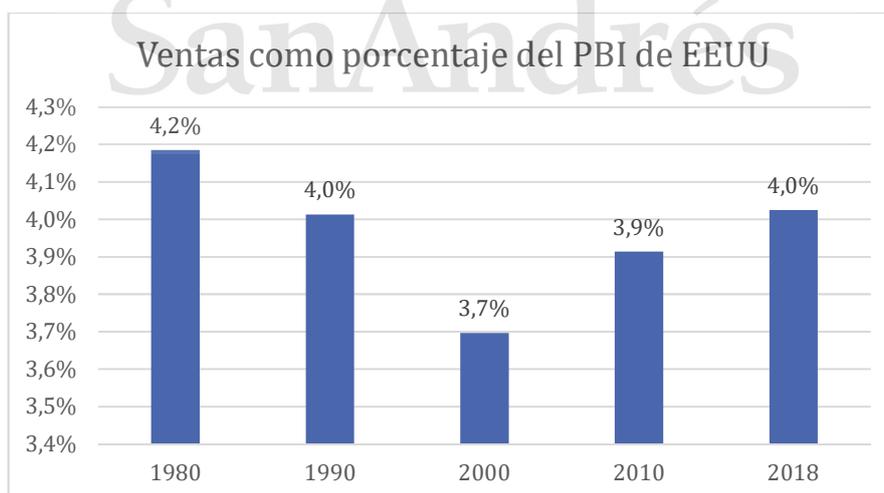
Gráfico N° 13: Industria de los Restaurantes en los Estados Unidos - Ventas en miles de millones de dólares



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de la Asociación Nacional de Restaurantes.

Sin embargo, un dato que resulta de gran relevancia, si analizamos el volumen de ventas en términos relativos al Producto Bruto Interno de la economía estadounidense, es que éste ha permanecido estable a lo largo del tiempo.

Gráfico N° 14: Industria de los Restaurantes - Ventas como porcentaje del PBI de EEUU



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de la Asociación Nacional de Restaurantes de los Estados Unidos y del Fondo Monetario Internacional.

Nota: Se toma el PBI en términos nominales (precios corrientes).

Esto nos deja dos conclusiones: por un lado, que estamos en presencia de una industria madura (como era de esperar), y por otro, que las proyecciones de largo plazo no deberían desviarse mucho de la marcha general de la economía norteamericana.

El volumen de ventas en términos nominales ha aumentado mucho, pero también lo ha hecho la economía de este país.

Ahora bien, según la Oficina de Estadísticas del Trabajo, dependiente del Departamento de Trabajo de los Estados Unidos, el número total de establecimientos restaurantes privados al tercer trimestre de 2018 era de 643.414¹⁸.

Tomando los datos poblacionales del Fondo Monetario Internacional, ello implica decir que en los Estados Unidos hay un restaurante cada 509 personas aproximadamente.

Para tener una idea de la importancia relativa de este dato, vale la pena tener presente que el Reino Unido tiene aproximadamente un restaurante cada 787 personas, y Alemania, uno cada 1138.¹⁹

Esto nos indica la elevada densidad de establecimientos por persona que tiene Estados Unidos.

Segmentos en los cuales se divide la industria

Existen un sinnúmero de clasificaciones posibles para realizar en la industria de los restaurantes, ya sea según las características de los establecimientos, según la organización de las compañías que pertenecen a la industria, según el tipo de comida, el rango de precios, o según el servicio que ofrecen, entre otros.

En esta sección me detendré únicamente en aquellas que entiendo tienen relevancia para el presente trabajo.

¹⁸ Fuente: <https://www.bls.gov/iag/tgs/iag722.htm#iag722bdmcew.f.p>

¹⁹ Elaboración propia con datos de 2016. En el caso de Alemania se miden los restaurantes registrados frente al Impuesto al Valor Agregado. Fuentes: <https://www.statista.com/statistics/298871/number-of-restaurants-in-the-united-kingdom/>
<http://www.worldometers.info/world-population/uk-population/>
<https://www.statista.com/statistics/564083/number-of-vat-restaurants-germany/>
<http://www.worldometers.info/world-population/germany-population/>

En primer lugar, debemos comenzar distinguiendo según se trata de restaurantes independientes o cadenas de restaurantes.

Luego, dentro de las cadenas de restaurantes, cabe distinguir según el modelo de negocios que adopten. En términos generales hay dos predominantes: cadenas de restaurantes de locales propios y negocios de franquicias.

En el caso de cadenas de locales propios, la compañía invierte su capital en abrir nuevos restaurantes y obtiene como ganancia la totalidad del dinero que ingresa en el establecimiento (aunque también deberá afrontar por sí misma todos los gastos relacionados).

En el modelo de franquicias, en cambio, la firma vende el concepto, la marca, y las especificaciones para producir los mismos productos que en las demás tiendas, y a cambio cobra derechos regularmente (en general, suele ser un porcentaje de las ventas del local franquiciado).

Normalmente, las compañías que tienen cadenas de restaurantes tienen tanto locales propios como unidades franquiciadas. Sin embargo, es habitual que haya una inclinación hacia una de las dos estructuras de negocios.

Por ejemplo, tanto McDonald's como Red Robin tienen tanto restaurantes propios como franquicias. No obstante, el principal negocio de la primera son las franquicias, mientras que en la segunda predominan los locales propios.

Al respecto, cabe notar que de la totalidad de restaurantes McDonald's existentes, el 92% son franquicias mientras que el 8% restante son restaurantes propios. En el caso de Red Robin, el 84% de sus establecimientos son propios, mientras que las franquicias representan sólo el 16% del total de locales²⁰.

En cuanto a los tipos de servicio ofrecidos dentro de los establecimientos, hay una principal clasificación que entiendo de gran relevancia: podemos dividir a los restaurantes entre los que ofrecen servicio completo (o con servicio de mesa), cuya característica principal es la presencia

²⁰ Cálculos propios elaborados con datos obtenidos de los reportes fiscales anuales de McDonald's Corp. (año 2017) y Red Robin (para el año 2018).

de meseros que toman las órdenes a los comensales que se encuentran ubicados en mesas y sillas, y los que ofrecen un servicio limitado, donde la característica central es que las órdenes de comida se realizan en una barra o mostrador, por donde además (generalmente) se les entrega la comida a los clientes, quienes luego la llevan a sus mesas, (es decir, no hay servicio de mesero en mesa).

En este punto, resulta menester realizar una aclaración antes de continuar. La clasificación aceptada y receptada de manera prácticamente unánime es la que se ha comentado en el párrafo anterior. Las subdivisiones que haré dentro de los segmentos de servicio completo y servicio limitado son una elaboración personal en función de lo recopilado en distintas fuentes, por lo que es posible encontrar otras que difieran de la presentada en este trabajo.²¹

Hecha la aclaración, podemos entonces clasificar a los restaurantes de servicio limitado entre restaurantes de comida rápida (conocidos en inglés con los nombres *fast food* o *quick service*) y restaurantes rápidos informales (llamados en inglés *fast casual*).

Por otra parte, los restaurantes de servicio completo pueden dividirse a su vez entre de comida informal (*casual food* en inglés) y formales (en inglés se los conoce como *fine dining*).

Los restaurantes de comida rápida se caracterizan por ofrecer, entre otras cosas, un servicio rápido, menús estandarizados y precios bajos. Un ejemplo de restaurante de comida rápida puede ser McDonald's o Burger King.

Los restaurantes rápidos informales, por su parte, se diferencian de los anteriores por ofrecer productos de mayor calidad al consumidor. En general, ello también va acompañado de una experiencia más personalizada (por ejemplo, con menús adaptables para ajustarse a los requerimientos de los clientes).

Son versiones más sofisticadas de los clásicos locales de comida rápida. Por ello, también tienen precios en promedio más elevados que los anteriores. Dentro de este segmento es posible

²¹ Fuentes: <https://marketrealist.com/2014/12/overview-u-s-restaurant-industry>, https://en.wikipedia.org/wiki/Types_of_restaurants, <https://smallbusiness.chron.com/major-segments-restaurant-industry-25986.html>.

mencionar como ejemplos los restaurantes Shake Shack o Five Guys o, en el rubro de cafeterías, a Starbucks.

Respecto de los restaurantes de comida informal ofrecen productos y conceptos similares a los restaurantes rápidos informales pero la diferencia es que tienen servicio de mesa. Red Robin se encuentra dentro de esta categoría.

Por último, los restaurantes formales se caracterizan por ser todavía más sofisticados que los anteriores, incluyen servicio de mesa, pueden incluir algún código de vestimenta, y habitualmente se especializan en algún tipo de cocina en particular. Asimismo, tienen un precio más elevado que el segmento de comida informal.

En general, las grandes cadenas de restaurantes se estructuran bajo alguna de las primeras tres modalidades descritas, ya que este tipo de estructuras tienen en general conceptos moldeados y uniformes y procesos que hacen que sean más fácilmente escalables.

La importancia de poner de relieve estas clasificaciones de la industria es porque Red Robin es una cadena de restaurantes que opera en el segmento de comida informal.

De esta manera, los contenidos de este apartado dan el marco para tener en claro y definido el segmento en el cual opera la firma.

Factores que crean valor

Respecto de los factores que dan valor a los restaurantes, como es evidente, la venta de comida preparada a los clientes es el ingreso principal de estos comercios, aunque pueda haber otros ingresos paralelos y complementarios que agreguen valor a las firmas (como por ejemplo, los ingresos generados por otros servicios como tarjetas de regalos, o programas de fidelidad, entre otros).

Por su parte, variables como el precio del menú, la oferta gastronómica, el concepto, la calidad del producto y el servicio ofrecido, son las más relevantes dentro la industria.

Ahora bien, si hablamos de compañías que poseen cadenas de restaurantes, hay dos variables principales que determinan el crecimiento de las ventas: el aumento del número de locales y el aumento de ventas en locales comparables.

En rigor, de las dos anteriores la única que crea realmente valor para los accionistas es la segunda.

Una firma puede estar siendo mal administrada, tener márgenes que empeoran año tras año, ventas en locales comparables que disminuyen, pero continuar aumentando sus ventas brutas totales por una continua apertura de nuevos establecimientos.

Sin embargo, la apertura de nuevos locales no puede continuar indefinidamente como método válido de creación de valor, si no es acompañado por un mejoramiento de los márgenes de la firma y un aumento en ventas en locales comparables (al menos hasta que la empresa alcance su punto de madurez).

Además, vale la pena tener presente que los establecimientos con mejores ubicaciones son habitualmente los primeros en abrirse. Luego, cada local nuevo que se inaugura supone un desafío para la firma, ya que marginalmente cada vez es más difícil conseguir buenas ubicaciones, debiendo la empresa velar para que los restaurantes no se superpongan y no haya una canibalización de las ventas entre uno y otro.

Cuando en cambio la empresa logra aumentar las ventas en locales comparables, está creando valor genuino (de igual manera que si por ejemplo mejora sus márgenes).

En general, hay dos maneras en las cuales pueden aumentar las ventas en locales comparables: subiendo los precios y, por ende, aumentando en el monto promedio gastado por cliente, y elevando el tráfico de clientes en el local.

Dicho en términos sencillos: que vengan más clientes al restaurante y que gasten más dinero.

Costos de la industria

En términos de costos, hay dos variables fundamentales que tener en cuenta: el costo de los alimentos y los costos laborales.

Cierto es que hay una gran estructura de costos en la industria, y a los fines de nombrar sólo algunos, además de los ya referenciados, cabe considerar los costos de alquileres, impuestos, energía, publicidad y seguros, entre otros.

No obstante ello, los dos primeros que he nombrado son los que tienen una relevancia especial por llevarse la mayor parte de los costos operativos de un restaurante, como así también porque afectan directamente a dos variables esenciales del negocio: el producto y el servicio.

Tanto los costos de los alimentos y bebidas como los costos laborales suelen, en general, ubicarse en el rango de entre 25% y 40%, respecto del monto de ventas totales de un restaurante.

Sin embargo, lo importante es que en conjunto habitualmente estos costos representan aproximadamente el 60% de las ventas brutas de estos establecimientos. De hecho, se considera saludable que así sea, sin que sea de tanta relevancia qué porcentaje tiene cada uno de los rubros²².

Además de las fuentes citadas en este apartado en las notas al pie, para los fines de este trabajo se ha realizado un análisis de los reportes anuales del año 2017 de 19 compañías del sector, constatándose lo siguiente:

- Los costos de alimentos y bebidas representaron en promedio un 29,6% de las ventas de los restaurantes, con un rango que se ubicó entre 23% y 40%.
- Los costos laborales en promedio significaron un 31% de las ventas, con un rango entre 24% y 39%.
- Ambos costos, en conjunto, representaron en promedio un 60,6% de las ventas de los restaurantes, con un rango ubicado entre el 55% y el 65%.
- Por último, el margen operativo de los restaurantes analizados (a los costos antes referenciados se les agregaron los de alquileres y otros costos) fue en promedio del 18%, con un rango ubicado entre 15% y 27%.

²² Fuentes: <https://smallbusiness.chron.com/common-food-labor-cost-percentages-14700.html>, <https://upserve.com/-restaurant-insider/labor-cost-guidelines-restaurant/>. Además, se realizó un análisis propio de reportes anuales de 2017 de 19 compañías del sector.

Las compañías bajo análisis fueron las siguientes: McDonald's Corp., Yum! Brands Inc., Darden Restaurants Inc., Chipotle Mexican Grill Inc., Texas Roadhouse Inc., Cracker Barrel Old Country Store Inc., Wendys Co., Cheesecake Factory Inc., Jack in the Box Inc., Bloomin' Brands Inc., Wingstop Inc., Brinker International Inc., Shake Shack Inc., Sonic Corp., BJ's Restaurants Inc., Denny's Corp., El Pollo Loco Holdings Inc., Bojangles Inc., y Red Robin Gourmet Burgers Inc.

Se acompañan los resultados del estudio realizado como Anexo N° 1 del presente trabajo.

En general, los restaurantes que ofrecen un servicio completo tienen costos laborales más elevados y costos de alimentos más bajos, mientras que en los de comida rápida sucede al revés (esto siempre medido como porcentajes de las ventas del restaurante).

En este sentido, es importante destacar que el precio de los alimentos puede sufrir importantes variaciones en cortos períodos de tiempo. La oferta de insumos como carnes y vegetales depende de factores externos y ello puede hacer que el precio sufra fuertes variaciones en períodos cortos de tiempo.

Por otra parte, los costos laborales tienen un papel de gran relevancia en esta industria.

Uno de los puntos fundamentales en esta cuestión es la gran rotación que tiene el personal dentro de la industria, ya que, debemos tener presente que la mayoría de los empleados que trabajan en restaurantes son trabajadores sin (o con baja) cualificación profesional, cuyos salarios en general están cerca del salario mínimo legal.

Por ello, aumentos en los costos laborales (aumentos en el salario promedio, bajas tasas de desempleo y aumento en los salarios mínimos) pueden tener un gran impacto en la estructura de costos de las compañías que operan restaurantes.

Al respecto, debemos tener presente que a octubre de 2018 la tasa de desempleo de los Estados Unidos se ubicaba en 3,7%, el valor más bajo desde 1969 y, como hemos visto, según

proyecciones del Fondo Monetario Internacional, se espera la misma permanezca en la zona de 4% en los próximos años²³.

Esto sin dudas representa un desafío para la industria, porque la baja tasa de desempleo hace que cada vez sea más difícil conseguir nuevos trabajadores (considerando la alta rotación que tiene este rubro es todo un problema), y además pone presión para una suba de los salarios, lo que redundaría en aumentos de los costos laborales de los restaurantes.

Tendencias de consumo

A grandes rasgos, hay dos tendencias de consumo que vienen desarrollándose hace algún tiempo y tienen un impacto directo en la industria de los restaurantes.

Por un lado, la inclinación de los consumidores hacia productos percibidos como más saludables y, por otro, la preferencia de productos de mayor calidad o *premium* por sobre otros de menor calidad más baratos.

Sin lugar a dudas, la filosofía de una vida con hábitos más sanos está de moda. El consumo de alimentos considerados orgánicos y menos procesados aumenta día a día.

De igual manera, las personas cada vez se interesan más por conocer lo que están consumiendo, inclinándose hacia productos de mayor calidad, que se ajusten a sus necesidades y/o requerimientos (se prefieren experiencias personalizadas por sobre productos estandarizados), que cuiden el medio ambiente y su salud, estando dispuestas a pagar más por ellos si es necesario.

Estas dos tendencias, podrían en globarse en una única que comúnmente se llama consumo consciente, un rasgo que predomina especialmente en la generación *millennial*²⁴.

Esto está teniendo un impacto muy fuerte en las industrias relacionadas con el consumo.

²³ Ver lo consignado en el apartado IV.i al respecto.

²⁴ Se denomina generación *millennial* a las personas nacidas durante la década de 1980 y primeros años de la década de 1990.

En lo que respecta a los restaurantes, la influencia de estas nuevas tendencias de consumo puede ser un factor relevante para explicar, por ejemplo, el mayor crecimiento que ha tenido en los últimos años el segmento de restaurantes rápidos informales por sobre el de comida rápida²⁵.

Al respecto, cabe notar que, dentro del segmento de servicio limitado, los restaurantes rápidos informales aumentaron significativamente su cuota de mercado respecto de los de comida rápida. Mientras que en 2007 representaban sólo el 7% de las ventas, en 2016 las mismas aumentaron hasta el 18% del total de las ventas del segmento²⁶.

Volviendo a la tendencia general descrita en este punto, ésta no es en sí misma un desafío para la industria (los cuales analizaré a continuación), pero es un indicador claro de hacia donde se está moviendo el mercado, y las firmas que mejor se adapten serán las que tengan más probabilidades de tener éxito en el futuro.

Desafíos que enfrenta la industria

Sabido es que la industria de los restaurantes en los Estados Unidos es una de las de mayor competencia dentro de la economía de este país.

Como si fuera poco, la competencia es cada vez más intensa y las opciones que tienen los consumidores a la hora de elegir qué comer son cada vez más amplias.

En este apartado, veremos algunos de los desafíos más destacados a los cuales se enfrentan las compañías que integran este sector.

Aumento de la brecha de precios entre comer en casa y comer en restaurantes

En primer lugar, cabe destacar que uno de los problemas que atraviesa la industria de los restaurantes en la actualidad, es que los costos de comer en casa bajaron comparados en términos relativos con los precios de los restaurantes, que aumentaron de manera constante en el último tiempo y a un ritmo más alto que los antes referidos.

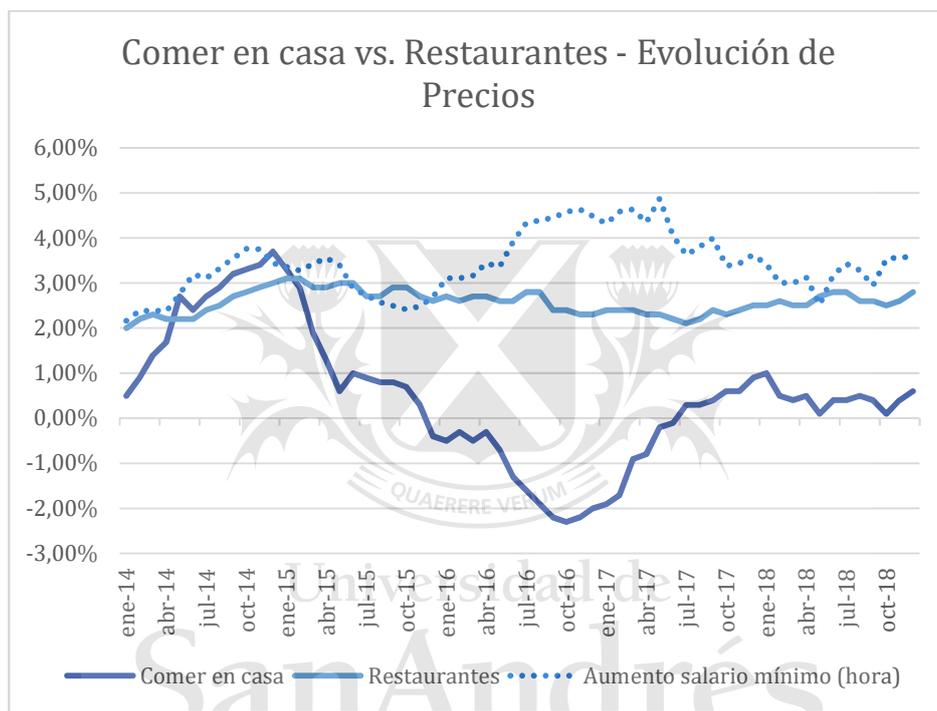
²⁵ Fuente: <https://www.regalsprings.com/foodservice/5-trends-driving-fast-casual-sales/>

²⁶ Fuente: Asociación Nacional de Restaurantes de Estados Unidos. Se pueden consultar los datos en el siguiente enlace: https://www.restaurant.org/Downloads/Events/FCIC/17_SHOW_PPT_5-4-compressed

Esto hizo que aumente la brecha entre comer en casa y comer afuera. Dicho de otro modo, cada vez sale más caro comer en restaurantes en comparación con comer en el hogar.

Puntualmente, como se puede observar en el gráfico debajo, a partir de febrero de 2015, la brecha comenzó a ampliarse, y continúa haciéndolo aún en la actualidad.

Gráfico N° 15: Evolución de Precios entre Comer en Casa y en Restaurantes



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos²⁷.

Nota: Evolución de los precios en cambios porcentuales medido el mes de referencia en relación con el mismo mes del año anterior (es decir, cada mes representa la variación anual). La evolución del salario mínimo por hora corresponde a la variación del salario mínimo promedio para la industria de la hotelería y ocio (dentro de la cual se encuentran los restaurantes).

Incluso, entre diciembre de 2015 y julio de 2017 hubo una baja en los precios de comer en casa, y a partir de allí han aumentado pero a un ritmo menor que el precio en restaurantes. Por el contrario, los precios de comer afuera han aumentado de manera bastante estable y continua en todo este tiempo.

²⁷ Pueden consultarse los datos aquí: <https://www.bls.gov/cpi/tables/supplemental-files/home.htm>

A título de ejemplo, si en septiembre de 2014 gastábamos USD 100 dólares en comer en un restaurante o comiendo en casa (imaginando sólo a modo ilustrativo que en ese momento los costos hubieran sido idénticos), en septiembre de 2018 habiéramos gastado USD 110,7 dólares por comer en el mismo restaurante y USD 99,4 dólares comiendo en casa.

La explicación a esto la encontramos en el aumento del salario mínimo promedio, que en el gráfico N° 14 está representado con una línea punteada.

Esto representa un serio problema para la industria de los restaurantes, ya que desde el punto de vista de los precios, cada vez resulta más atractivo quedarse a comer en el hogar.

Tendencia de preferir comer comida de restaurantes en casa

Por otra parte, e independientemente del precio, hay una tendencia en los consumidores a preferir comer en sus hogares.

Cada vez más la gente prefiere comer la comida de un restaurante pero en sus casas (ya sea mediante las modalidades de envíos a domicilio, retiro en el local, o nuevos servicios como los *meal kits*²⁸).

Esto ha traído como consecuencia un aumento en la demanda de comidas precocidas en tiendas y supermercados, e incluso el desarrollo de nuevas industrias como los llamados *meal kits* los cuales vienen a satisfacer la demanda cada vez mayor por comer comida elaborada y de calidad, pero en casa.²⁹

Respecto a los restaurantes, esta tendencia se ha observado en un fuerte aumento del número de pedidos a domicilio y órdenes para retirar en el local, lo cual supone un gran desafío para toda la industria.

²⁸ Ver glosario para una definición del término.

²⁹ Fuente: <https://www.modernrestaurantmanagement.com/the-state-of-the-restaurant-industry-infographic/>

Cambios tecnológicos

En otro orden de ideas, los cambios tecnológicos de los últimos años han cambiado la forma en que los consumidores se relacionan con los proveedores de bienes y servicios.

En el caso de los restaurantes, como tantas otras industrias, la manera en la cual se relacionan con las nuevas tecnologías y las redes sociales cumple un papel fundamental en el desarrollo del negocio³⁰.

Tengamos presente que en la actualidad internet es la principal fuente para buscar casi cualquier cosa, entre las que se encuentran, por ejemplo, recomendaciones de lugares para comer.

En tal sentido, de acuerdo con una encuesta realizada por la Asociación Nacional de Restaurantes de los Estados Unidos, cuatro de cada cinco operadores de restaurantes piensan que la tecnología ayuda a aumentar las ventas, mejorar la productividad, y que su uso provee una ventaja competitiva dentro de la industria³¹.

Por otra parte, otra encuesta realizada por la misma entidad, mostró que el 66% de los encuestados piensa que la tecnología aumenta la comodidad de un restaurante, y el 61% que mejora la velocidad del servicio (en el rango etéreo de 18-34 los resultados fueron de 76% y 68% para cada rubro, respectivamente)³².

Hoy en día, es imposible pensar en un local gastronómico, y mucho menos en una cadena, que no tenga presencia en redes sociales e interactúe con sus clientes por intermedio de las nuevas plataformas disponibles.

Esto trae aparejada una nueva estructura de costos, y la necesidad de contar con un equipo especialmente avocado al manejo de las plataformas digitales y las nuevas tecnologías.

³⁰ Fuente: <https://www.astutesolutions.com/industry-insights/restaurant-industry>

³¹ Fuente: Asociación Nacional de Restaurantes de los Estados Unidos, Encuesta sobre Tecnología de los Restaurantes para el año 2016. Puede consultarse la fuente en el siguiente enlace: <https://www.restaurant.org/Downloads/Events/FCIC/Fast-Casual-Show-State-of-Industry-Presentation-Ma>

³² Fuente: Asociación Nacional de Restaurantes de los Estados Unidos, Encuesta sobre Tecnología de los Consumidores para el año 2016. Puede consultarse la fuente en el siguiente enlace: <https://www.restaurant.org/Downloads/Events/FCIC/Fast-Casual-Show-State-of-Industry-Presentation-Ma>

Como ya se ha dicho, no es el fin de este trabajo hacer un análisis exhaustivo de cada uno de los puntos, sino poner de manifiesto algunos factores clave y que pueden afectar el rendimiento y las perspectivas de crecimiento de una cadena de restaurantes en el futuro.

Líderes de la industria

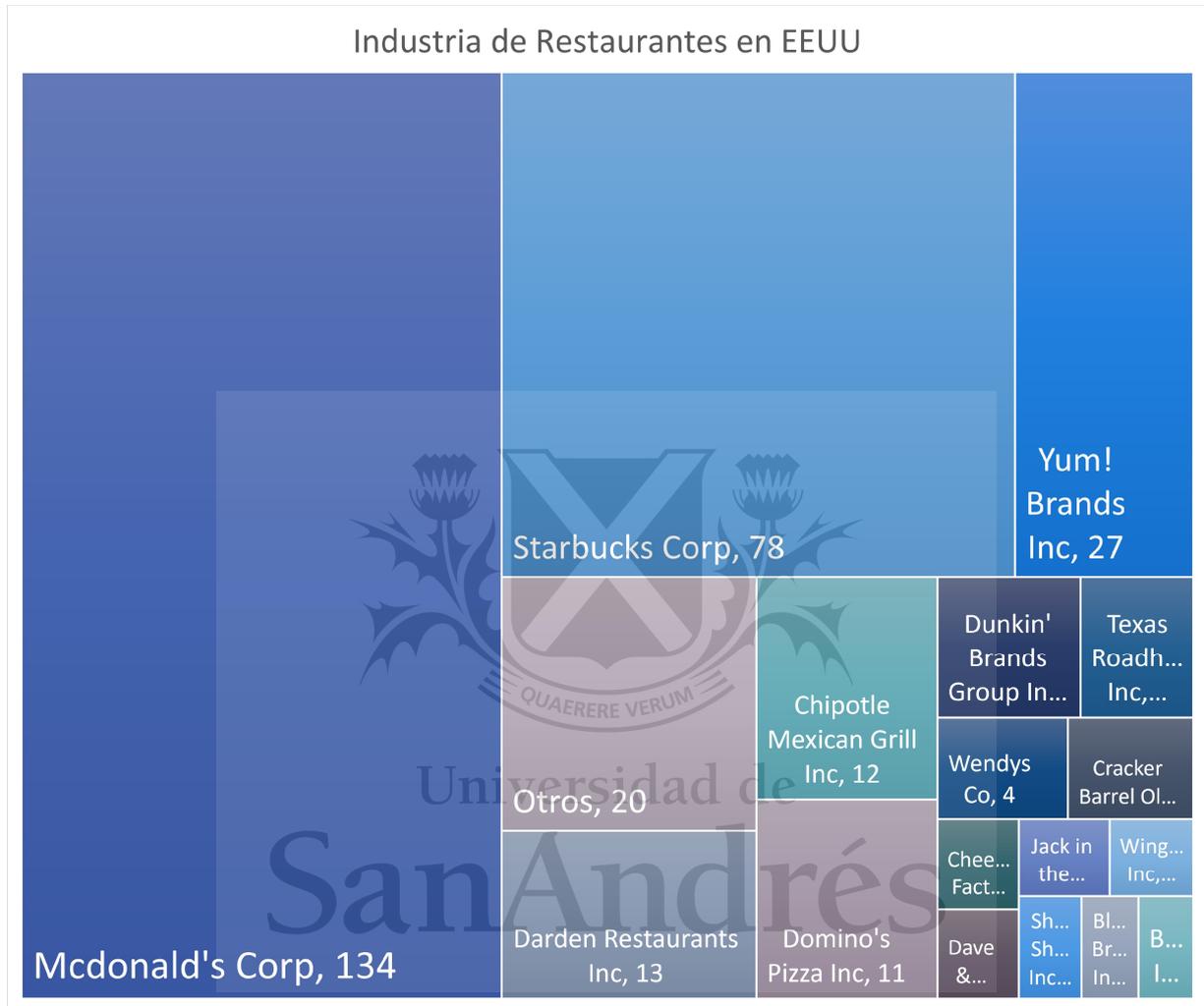
En este apartado se intentará identificar y describir brevemente a los líderes de la industria de los restaurantes en los Estados Unidos.

Para comenzar, en el gráfico de jerarquía que se encuentra debajo, podemos ver los líderes de la industria, según su capitalización bursátil al 4 de noviembre de 2018.

Cabe destacar que aquí se contemplan únicamente compañías que cotizan en la bolsa de valores.



Gráfico N° 16: Líderes de la industria de los restaurantes en los Estados Unidos según su capitalización bursátil



Fuente: Thomson Reuters Eikon (según datos obtenidos al 04/11/2018).

Nota: El número que acompaña al nombre de cada compañía corresponde a la capitalización bursátil de la firma, la cual está indicada es en miles de millones de dólares.

Tal y como se puede apreciar, McDonald's es el gran dominador de la industria, con un tamaño muy superior al de cualquiera de sus competidores.

Si excluimos a Starbucks, la capitalización bursátil de este gigante de la comida rápida es mayor a la de todas las demás firmas de la industria de los restaurantes que cotizan en bolsa, juntas.

McDonald's es conocido en todo el mundo por sus famosas hamburguesas. Es el restaurante más icónico del segmento de comida rápida.

Si bien cuenta tanto con locales propios como con franquicias, este último configura el modelo principal de su negocio.

En la actualidad, McDonald's cuenta con 37.241 restaurantes (34.108 franquicias y 3.133 propios) en todo el mundo, y más de 14.000 sólo en los Estados Unidos.

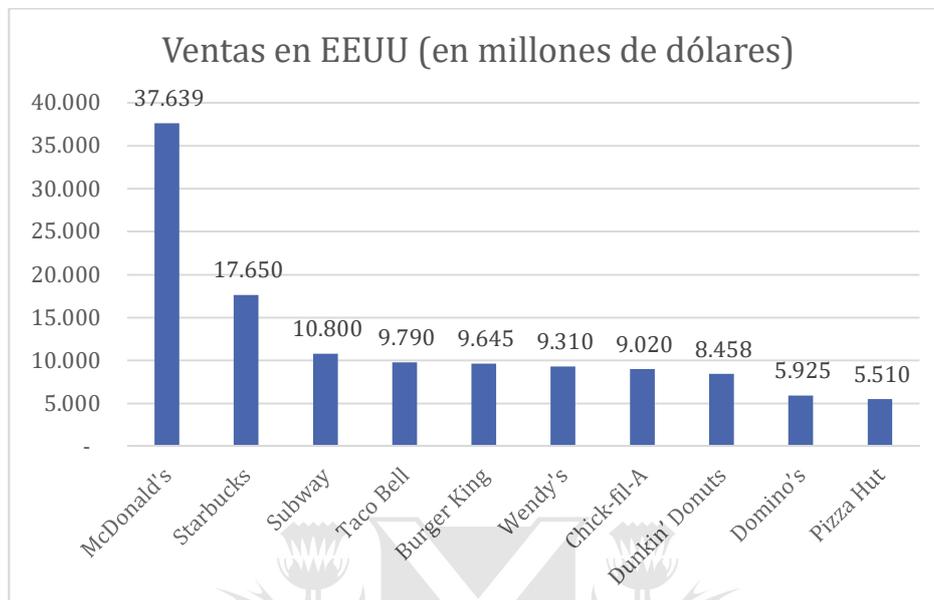
En 2017, la firma tuvo ingresos globales por 22.820 millones de dólares, de los cuales 12.719 millones provinieron de locales propios y 10.101 millones de franquicias.

Respecto de sus restaurantes ubicados en los Estados Unidos, la compañía ese mismo año reportó ingresos totales (sumando los ingresos por franquicias como por locales propios) por 8.006 millones de dólares.

Si analizamos el volumen de ventas de los restaurantes McDonald's (es decir, las ventas totales de los restaurantes propios y las ventas de las franquicias), estos generaron ventas por 90.910 millones de dólares en todo el mundo en 2017, y 37.639 millones en los Estados Unidos.

Al respecto, en el gráfico debajo podemos observar las ventas totales de los restaurantes de los líderes de la industria. Cabe destacar que se incluyen ventas tanto de locales propios como de franquicias (por lo que no necesariamente ello coincide con los ingresos de la firma).

Gráfico N° 17: Ventas en los Estados Unidos



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de los reportes anuales de las compañías, con excepción de Subway, cuyos datos se obtuvieron de su sitio web.

Tanto por capitalización bursátil como por volumen de ventas de sus establecimientos, Starbucks es la segunda cadena más importante de la industria.

Fundada en Seattle, Estados Unidos, en 1971, es hoy en día la cadena de cafeterías más popular a nivel mundial, y cuenta con más de 27.300 locales en 75 países (casi 14.000 de ellos están ubicados en los Estados Unidos).

En cuanto al modelo de negocios, se puede decir que se trata de un modelo mixto de franquicias y locales propios.

Si tomamos como referencia el último reporte anual de la empresa (2017), el 51% de las cafeterías de Starbucks son franquicias mientras que el 49% restante son establecimientos operados directamente por la compañía.

Como dato de interés, en los Estados Unidos Starbucks posee un 59% de locales propios y un 41% de cafeterías operadas bajo la modalidad de franquicias.

Asimismo, en 2017 las bebidas representaron el 73% de sus ventas, los alimentos el 20% y otros (como productos empaquetados y accesorios) el 7%.

Ahora bien, no obstante lo comentado antes, ni McDonald's ni Starbucks son las compañías con más locales en los Estados Unidos.

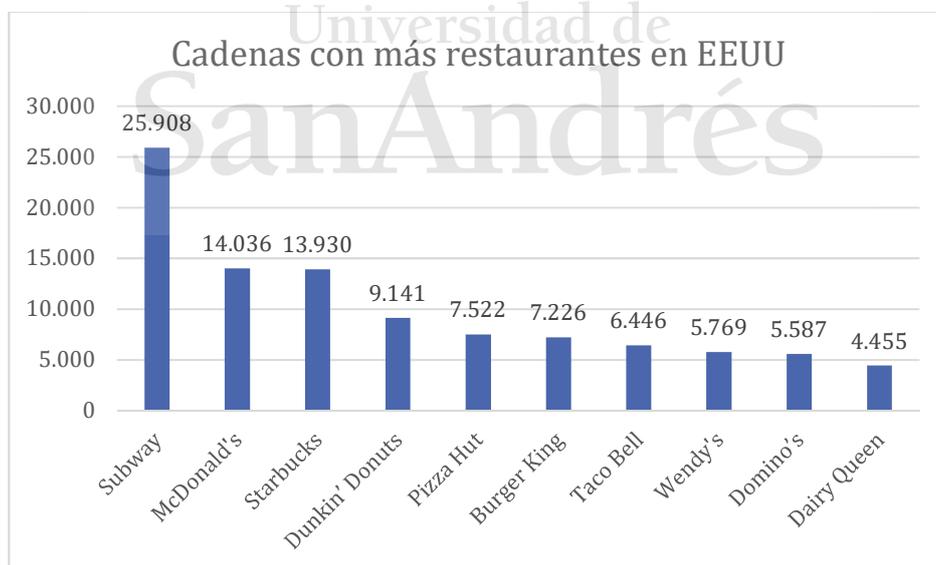
La cadena que cuenta con más establecimientos en este país es Subway, que tiene cerca de 25.000 restaurantes en suelo estadounidense y casi 43.000 en todo el mundo.

Sin embargo, cabe señalar que esta compañía no cotiza en bolsa por lo que no hay datos públicos sobre sus estados contables y financieros.

No obstante, es posible destacar que se trata de un negocio completamente de franquicias, siendo que la firma no posee locales propios.

En el gráfico debajo podemos ver las cadenas de restaurantes con más locales en los Estados Unidos.

Gráfico Nº 18: Cadenas con más Restaurantes en los Estados Unidos



Fuente: <https://www.restaurantbusinessonline.com/top-500-chains>

Otro gran competidor en la industria que es menester destacar es YUM! Brands Inc. Esta compañía es dueña de tres cadenas de restaurantes muy importantes tanto en los Estados Unidos como a nivel mundial: KFC, Taco Bell y Pizza Hut.

Si tenemos en cuenta las tres cadenas agregadas, YUM! Brands tiene más de 18.000 restaurantes en Estados Unidos y un volumen de ventas de 19.717 millones de dólares.

Ello no es un dato menor, ya que en total la firma tiene en territorio estadounidense más locales que McDonald's y un volumen de ventas superior a Starbucks.

El modelo de negocio de YUM! Brands es casi exclusivamente de franquicias, donde para 2017 el 97% de los restaurantes eran operados bajo esta modalidad.

Ahora bien, si vemos la capitalización bursátil de esta empresa, podremos observar que es la tercera compañía más importante de la industria, pero con un tamaño mucho menor que McDonald's o Starbucks.

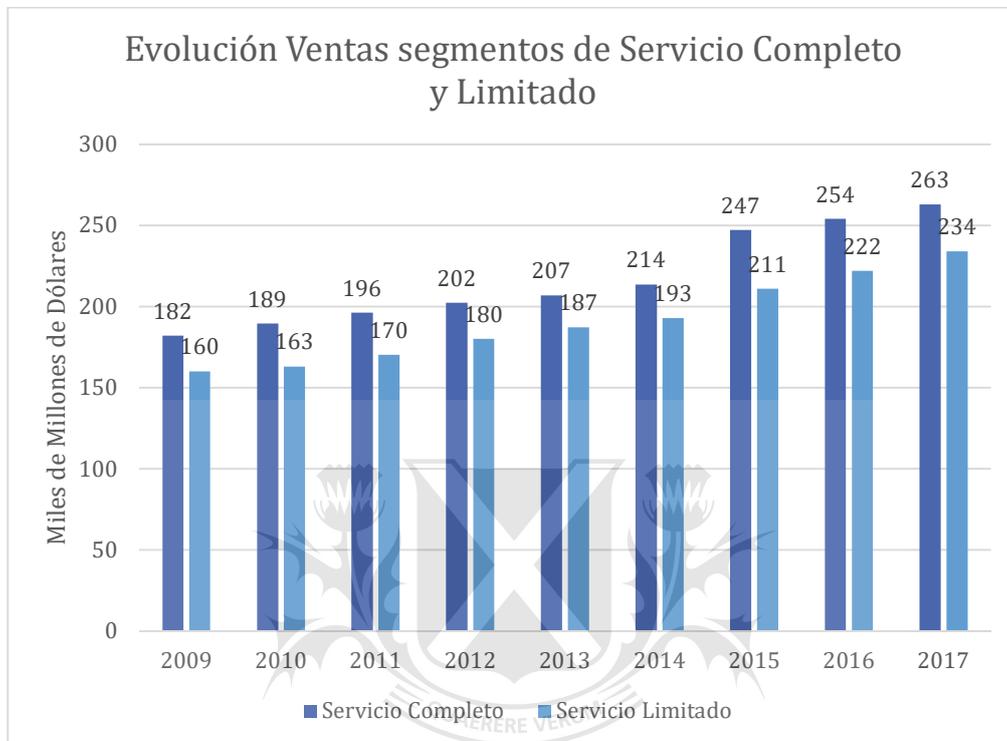
Esto se debe principalmente al volumen de ingresos que tiene la compañía en comparación con las otras dos: mientras McDonald's y Starbucks han reportado ventas en 2017 superiores a 22.000 millones de dólares, en el caso de YUM! Brands se reportaron ventas por 5.878 millones ese mismo año.

El segmento de comida informal

Como hemos visto antes en este trabajo, según el tipo de servicio que ofrecen, los restaurantes pueden dividirse en servicio completo y limitado.

Antes de adentrarnos en el subsegmento propio de Red Robin, vale tener presente la evolución de las ventas de los dos grandes tipos de restaurantes antes mencionados.

Gráfico 19: Evolución de ventas para los segmentos de Servicio Completo y Servicio Limitado en miles de millones de dólares



Fuente: Elaboración propia con datos de Statista³³.

Nota: Los datos para el año 2017 son estimados.

Para el periodo 2009-2017, las ventas de los restaurantes de servicio completo crecieron a una tasa anual compuesta de 4,7%, mientras que las de los establecimientos de servicio limitado lo hicieron en un 4,9%.

Sin embargo, si vemos la tendencia de los últimos tres años, esta diferencia se amplía aun más, lo que muestra una fuerte desaceleración en el crecimiento de ventas del sector de servicio completo.

Al respecto, entre 2015-2017, las ventas de este segmento crecieron a una tasa anual compuesta de 3,2%, mientras que las de servicio limitado crecieron 5,3%.

³³ Fuente: www.statista.com

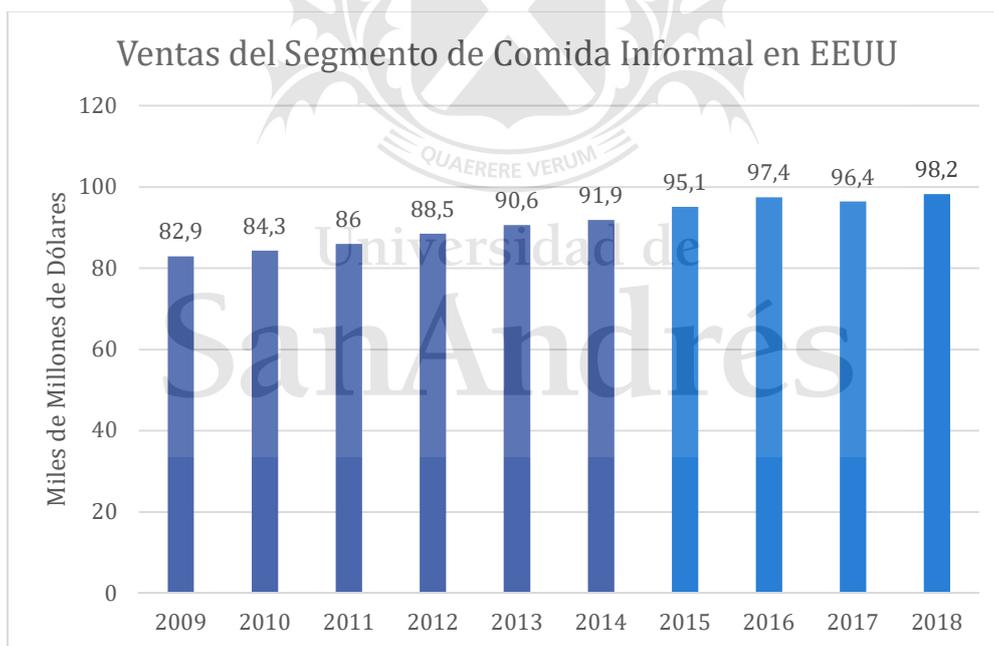
Por su parte, y como ya hemos visto, los establecimientos de servicio completo pueden subdividirse entre de comida informal y formales.

Los restaurantes de comida informal se caracterizan por ofrecer productos y conceptos similares a los restaurantes rápidos informales pero la diferencia es que tienen servicio de mesa. Red Robin se encuentra dentro de esta categoría.

Se estima que en 2017, el 19% de las ventas generadas por las 500 cadenas de restaurantes más importantes, se generaron dentro del segmento de comida informal.³⁴

Por otra parte, y tomando como referencia otra fuente, debajo podemos ver la evolución de las ventas de los restaurantes de comida informal en los Estados Unidos a lo largo de los años.

Gráfico N° 20: Ventas del segmento en los Estados Unidos en miles de millones de dólares



Fuente: Elaboración propia con datos del portal Statista³⁵.

Nota: A partir del año 2015 se trata de valores proyectados.

³⁴ Fuente: <https://www.modernrestaurantmanagement.com/the-state-of-the-restaurant-industry-infographic/>

³⁵ Se puede consultar la información en: <https://www.statista.com/statistics/512753/casual-restaurant-segment-us-revenue/>

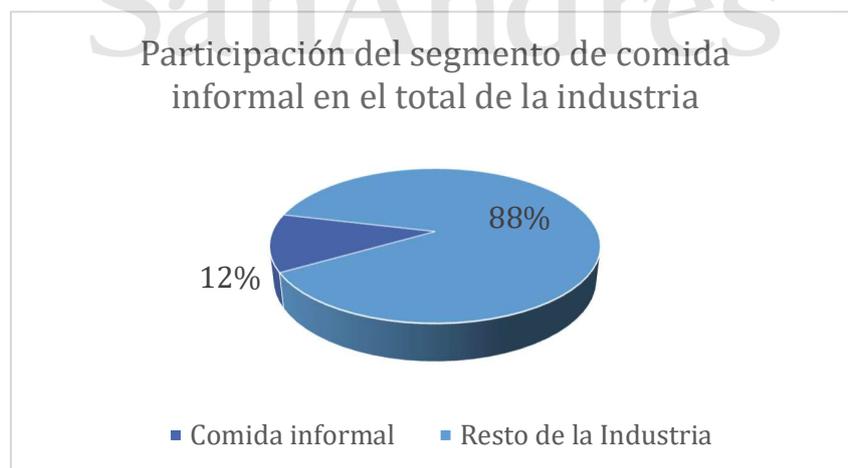
Si bien los datos proporcionados no están actualizados, ya que a partir de 2015 lo que se dan son estimaciones, nos sirve para tener una noción del volumen de ventas generado por este segmento.

Tomando la información contenida en el gráfico anterior, si tomamos el periodo 2009-2018, se proyectaba que las ventas del segmento de comida informal crecieran a una tasa compuesta anual de 1,90% y de tan sólo 1,1% si tomamos 2015-2018.

Por otra parte, y atento la escasez de datos actualizados, si tomamos como estimador del desempeño del sector de comida informal las ventas agregadas de Red Robin y sus competidores³⁶ la tasa anual compuesta de crecimiento de ventas para 2015-2018 fue de 3,9%, con un aumento de 2% de ventas en 2017, y de 4,9% en 2018.

Ahora bien, tomando datos de la Asociación Nacional de Restaurantes de los Estados Unidos, para 2017, las ventas del sector de comida informal representaron el 12% de las ventas totales de la industria de los restaurantes, y el 37% de las ventas generadas por los restaurantes de servicio completo.

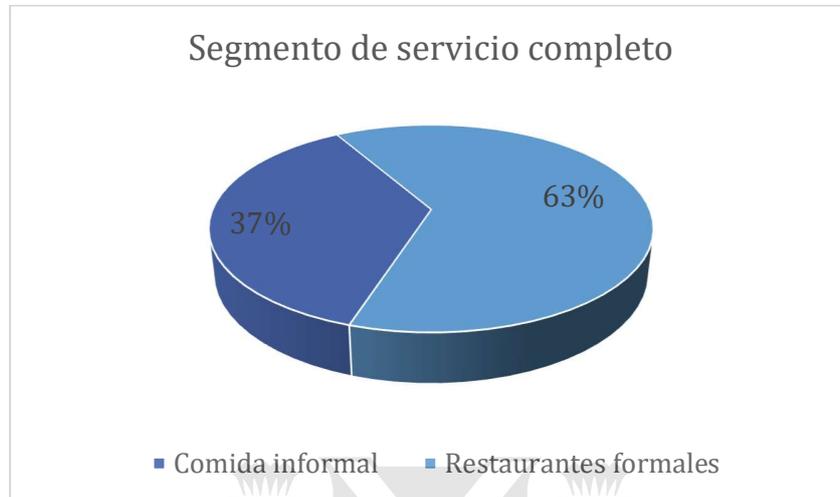
Gráfico N° 21: Participación del segmento de comida informal en el total de la industria de los restaurantes



Fuente: Elaboración propia con datos de la Asociación Nacional de Restaurantes.

³⁶ Ver en el capítulo correspondiente a la competencia los competidores seleccionados como óptimos.

Gráfico N° 22: Participación del segmento de comida informal en el segmento de servicio completo



Fuente: Elaboración propia con datos de la Asociación Nacional de Restaurantes.

En términos generales, el principal problema que tiene este segmento es que compite en gran medida con los restaurantes rápidos informales, con propuestas muchas veces similares, pero con costos laborales en promedio mayores por brindar servicio de mesa.

Del estudio realizado para los fines del presente trabajo, donde se analizaron los costos de 19 compañías de restaurantes que cotizan en la bolsa de Estados Unidos³⁷, puede verse claramente como las que pertenecen al segmento de comida informal tienen costos laborales más altos, que se ubican en general por encima del 30% de las ventas, en el rango de 30%-35% (Ver por ejemplo, los costos para Darden Restaurants, Texas Roadhouse, Cracker Barrel, Cheesecake Factory, Brinker International, BJ's Restaurants, Denny's Corp y la propia Red Robin, en comparación con compañías rápidas informales como Shake Shack o Chipotle).

De las compañías que cotizan en bolsa, el líder de la comida informal es Darden Restaurants Inc., que al 4 de noviembre de 2018 poseía una capitalización bursátil de 12.900 millones de dólares y que para el ejercicio fiscal de 2018 reportó ventas totales por 8.080 millones de dólares.

³⁷ Al respecto, puede consultarse el Anexo N° 1 que se acompaña al final del documento.

En la siguiente sección, correspondiente a análisis de la competencia, se estudiarán los principales competidores de Red Robin que operan dentro de este segmento.

VI. Análisis de la Competencia y posicionamiento competitivo

Competidores directos de Red Robin

Si bien la compañía bajo análisis, Red Robin, se desempeña dentro del segmento de servicio completo, y más específicamente dentro del subsegmento de comida informal, como comentario preliminar es menester destacar que la industria de los restaurantes es altamente competitiva.

No sólo enfrentan competencia de sus competidores directos (otros restaurantes de las mismas características), sino que tienen además muchos competidores “indirectos” (restaurantes de otros segmentos y otras posibilidades para comprar alimentos).

Así, los clientes pueden decidir comer en un restaurante de comida informal, en uno de comida rápida, en uno formal, comprar la comida en el supermercado, ordenar por delivery o suscribirse a un servicio de *meal kit*, entre otras posibilidades.

Ahora bien, en este apartado me centraré en los competidores directos de Red Robin.

Para ello, he seleccionado como competidores a restaurantes que pertenecen al segmento de comida informal de los Estados Unidos.

Más específicamente, se han buscado y seleccionado compañías con características similares a Red Robin: que operen cadenas de restaurantes de servicio limitado (y en especial dentro del segmento de comida informal), en las que su modelo principal de negocios sea la explotación de locales propios y cuyas ventas se originen mayormente en los Estados Unidos.

Asimismo, se han seleccionado compañías que tengan una cantidad relevante de establecimientos (al menos 90 restaurantes) y una capitalización bursátil mayor a 300 millones de dólares.

Por otra parte, se han eliminado del análisis algunas compañías que operan cadenas de restaurantes por considerar que no resultan adecuados competidores de Red Robin.

En este sentido, y a título ejemplificativo, algunas empresas que han quedado fuera son:

Dine Brands Global Inc.: Se trata de una firma que explota las cadenas de restaurantes “Applebees”. Fue excluida por tener un modelo de negocio basado únicamente en franquicias.

Cracker Barrel Old Country Store Inc.: En este caso nos encontramos con una compañía que opera establecimientos que son restaurantes informales que además tienen tiendas de regalos incorporados. Se lo ha excluido dado que sus ventas se generan sólo en parte por el servicio que brindan sus restaurantes.

Dave & Buster’s Inc.: La firma opera locales que son restaurantes y salones de juegos, incorporados en un mismo establecimiento, por lo que no ha sido considerada como un competidor adecuado.

Ruth’s Hospitality Group: No ha sido incluida pues esta firma opera únicamente restaurantes formales.

Así las cosas, los competidores considerados directos y seleccionados para comparar con Red Robin han sido ocho: **Darden Restaurants Inc., Texas Roadhouse Inc., The Cheesecake Factory Inc., Brinker International Inc., Bloomin’ Brands Inc., BJ’s Restaurants Inc., y Chuy’s Holdings Inc.**

En conjunto, serán llamados “competidores”, “competidores directos” o “competencia” y tendrán un rol relevante en el análisis comparado de la firma en estudio a lo largo del presente trabajo.

A continuación procederé a realizar una descripción de cada uno de ellos.

Darden Restaurants Inc.

Fundada en 1968 y con la sede de sus negocios en Orlando, Florida, la compañía opera 8 cadenas de restaurantes distintas, y cuenta en total con cerca de 1.700 establecimientos de servicio completo en los Estados Unidos y Canadá.

La marca insignia de Darden es Olive Garden, la cadena de restaurantes de comida italiana más grande de los Estados Unidos (con 840 establecimientos), y representa casi el 50% de los locales totales que tiene la firma y el 55% de las ventas brutas.

Es importante destacar que la firma opera principalmente restaurantes propios (ese es su modelo de negocio) y que todas sus cadenas pertenecen al segmento de servicio completo (pero también, la empresa cuenta con 78 franquicias ubicadas en distintas partes del mundo).

Asimismo, sólo dos de sus ocho marcas pertenecen a la categoría de comida formal, mientras que el resto opera en el segmento de comida informal.

Este último, representa más del 95% de la cantidad de restaurantes que opera Darden y más del 92% de sus ventas.

En 2018, Darden Restaurants generó ventas por 8.080 millones de dólares e ingresos netos por 596 millones, empleando a cerca de 180.000 personas en Estados Unidos y Canadá.³⁸

Para diciembre de 2018 tenía una capitalización bursátil cercana a los 12.390 millones de dólares, por lo que nos encontramos con la compañía de restaurantes de servicio completo más grande de los Estados Unidos.

Texas Roadhouse Inc.

Es una empresa estadounidense que opera restaurantes de servicio completo en los Estados Unidos y otros siete países, aunque el primero configura el eje de su negocio.

Al 26 de Diciembre de 2017, la compañía operaba 549 restaurantes, de los cuales 532 se encuentran en los Estados Unidos.

³⁸ Fuentes: Información obtenida del reporte anual presentado por la firma para el año 2017 y de su sitio web: www.darden.com

Del total de restaurantes, Texas Roadhouse posee 462 que son propios y 87 que son explotados bajo la modalidad de franquicias.

Además de la cadena de restaurantes que lleva el mismo nombre que la firma, Texas Roadhouse opera la marca Bubba's 33, aunque del total de establecimientos, sólo 20 locales pertenecen a esta marca.

En 2017, la compañía reportó ventas totales por casi 2.220 millones de dólares, donde más del 99% de los ingresos provino de restaurantes propios, por lo que el negocio de franquicias es marginal para Texas Roadhouse.³⁹

A fines de 2018, la firma contaba con una capitalización bursátil de 4.300 mil millones de dólares.

The Cheesecake Factory Inc.

Nació en 1972 como una pequeña panadería en Los Ángeles. Con el tiempo, desarrolló su marca insignia, "The Cheesecake Factory", convirtiéndose en una de las cadenas de restaurantes de servicio completo más importantes de los Estados Unidos, reconocida especialmente por sus famosos postres.

Al 28 de febrero de 2018, la compañía operaba un total de 214 restaurantes: 199 de ellos bajo la marca "The Cheesecake Factory", 13 establecimientos de la cadena "Brand Lux Cafe", y 2 restaurantes "RockSugar Southeast Asian Kitchen".

Asimismo, existen fuera de los Estados Unidos otros 20 restaurantes de la marca "The Cheesecake Factory", que son operados por terceros bajo acuerdos de licencias en distintos países.

The Cheesecake Factory, que en diciembre de 2018 contaba con una capitalización bursátil de 2.010 millones de dólares, basa su modelo de negocios en la explotación de restaurantes propios.

³⁹ Fuentes: Información obtenida del reporte anual presentado por la firma para el año 2017 y de su sitio web: <https://www.texasroadhouse.com/>

Por su parte, para el año fiscal de 2017, la empresa reportó ventas por 2,26 mil millones de dólares⁴⁰, de las cuales el 91% proviene de los restaurantes “The Cheesecake Factory”.⁴¹

Brinker International Inc.

Brinker es una compañía estadounidense que fue fundada en 1975 en Dallas, Texas, y que opera, entre restaurantes propios y franquicias, más de 1600 restaurantes de comida informal.

Actualmente, la firma explota dos cadenas de restaurantes: “Chili’s Grill & Bar”, dedicado a la comida Tex-Mex, y “Maggiano’s Little Italy”, de comida italiana.

De los 1674 restaurantes que la empresa operaba al 28 de junio de 2017, el 60% (1003) correspondían a establecimientos propios, mientras que el 40% (671) restante son explotados bajo la modalidad de franquicia.

Asimismo, del total de restaurantes, sólo 52 corresponden a la marca “Maggiano’s Little Italy”, por lo que “Chili’s Grill & Bar” constituye la cadena principal que opera la firma y su fuente principal de ingresos.

Por otra parte, cabe agregar que para el año fiscal de 2017, la compañía reportó ventas brutas por 3,15 mil millones de dólares, de los cuales los ingresos por locales propios representaron más del 97% de las ventas (por lo que en términos de ingresos, las franquicias representan una pequeña parte del negocio -menos del 3% de los ingresos-).⁴²

Al 31 de diciembre de 2018, Brinker International tenía una capitalización bursátil de 1.700 millones de dólares.⁴³

Por último, vale la pena señalar que sólo 14 restaurantes del total se encuentran ubicados fuera de los Estados Unidos, por lo que la mayor parte de sus ingresos se generan en este país.

⁴⁰ Fuente: <https://www.macrotrends.net>.

⁴¹ Fuentes: Información obtenida del reporte anual presentado por la firma para el año 2017 y de su sitio web: <https://www.thecheesecakefactory.com/>

⁴² Información obtenida del reporte anual presentado por la firma para el año 2017.

⁴³ Fuente: <https://www.macrotrends.net>.

Bloomin' Brands Inc.

Se trata de una firma estadounidense que opera 1.199 restaurantes propios y 290 franquicias en los Estados Unidos e internacionalmente.

El segmento de restaurantes localizados en los Estados Unidos representa casi el 90% de los establecimientos propios y el 57% de las franquicias.

En términos de ingresos, los locales propios aportan 98,9% de las ventas brutas de la compañía.

Bloomin' Brands opera cuatro cadenas de restaurantes distintas: "Outback Steakhouse", restaurante informal dedicado a la carne y sabores australianos; "Carrabba's Italian Grill", cadena informal de comida italiana; "Bonefish Grill", cuyas especialidades son los pescados y mariscos, y "Fleming's Prime Steakhouse & Wine Bar", dedicado a las carnes y los vinos.

Principalmente, la empresa se dedica al segmento de comida informal. De sus cadenas de restaurantes, sólo "Fleming's" opera restaurantes formales, mientras que las otras tres pertenecen al segmento informal.

Para el año fiscal de 2017, la firma reportó ingresos por 4.213 mil millones de dólares, siendo que el 89% de las ventas provienen de los locales situados en los Estados Unidos.⁴⁴

A diciembre de 2018, Bloomin' Brands tenía una capitalización bursátil de 1.700 mil millones de dólares.⁴⁵

BJ's Restaurants Inc.

Se trata de una compañía que opera restaurantes informales en los Estados Unidos, bajo una única marca ("BJ's"). Fue fundada en 1978, cuando abrió el primer restaurante "BJ's", y para finales de 2017, explotaba 197 restaurantes en 26 estados distintos.

⁴⁴ Información obtenida del reporte anual presentado por la firma para el año 2017.

⁴⁵ Fuente: <https://www.macrotrends.net>.

Si bien comenzó como una pizzería, actualmente los restaurantes de la firma ofrecen un amplio menú, caracterizándose además por ofrecer una gran variedad de cervezas artesanales para beber.

Es importante destacar que la totalidad de los restaurantes son propiedad de la empresa, y que el 100% de los ingresos se generan dentro de los Estados Unidos.

En su reporte fiscal para el año 2017, BJ's Restaurants informó ventas brutas por 1.032 millones de dólares⁴⁶, teniendo para fines de 2018 una capitalización bursátil cercana a los 1.000 millones de dólares.⁴⁷

Chuy's Holdings Inc.

Chuy's fue fundada en 1982 y es una cadena de restaurantes de servicio completo dedicados a la comida Mexicana y Tex-Mex. La firma opera 91 restaurantes bajo esta marca en 19 estados de los Estados Unidos.

La compañía opera restaurantes propios, no explotando locales bajo la modalidad de franquicias.

Según el reporte anual presentado para el año 2017, la firma informó ventas brutas anuales por casi 370 millones de dólares, y un ingreso neto de 28,96 millones.

Asimismo, Chuy's contaba con una capitalización bursátil aproximada de 300 millones de dólares al 31 de diciembre de 2018.

Posicionamiento competitivo

En el apartado que antecede, se determinaron los competidores directos (que se entienden como más adecuados por sus características) de Red Robin y se realizó una breve descripción de cada uno de ellos.

⁴⁶ Información obtenida del reporte anual presentado por la firma para el año 2017.

⁴⁷ Fuente: <https://www.macrotrends.net>.

En esta sección analizaremos el desempeño y el posicionamiento de la firma bajo análisis en relación con estos competidores.

Para comenzar, en el gráfico debajo podemos ver el volumen de ventas totales de Red Robin y sus competidores para el último año.

Gráfico N° 23: Ventas de los competidores en millones de dólares



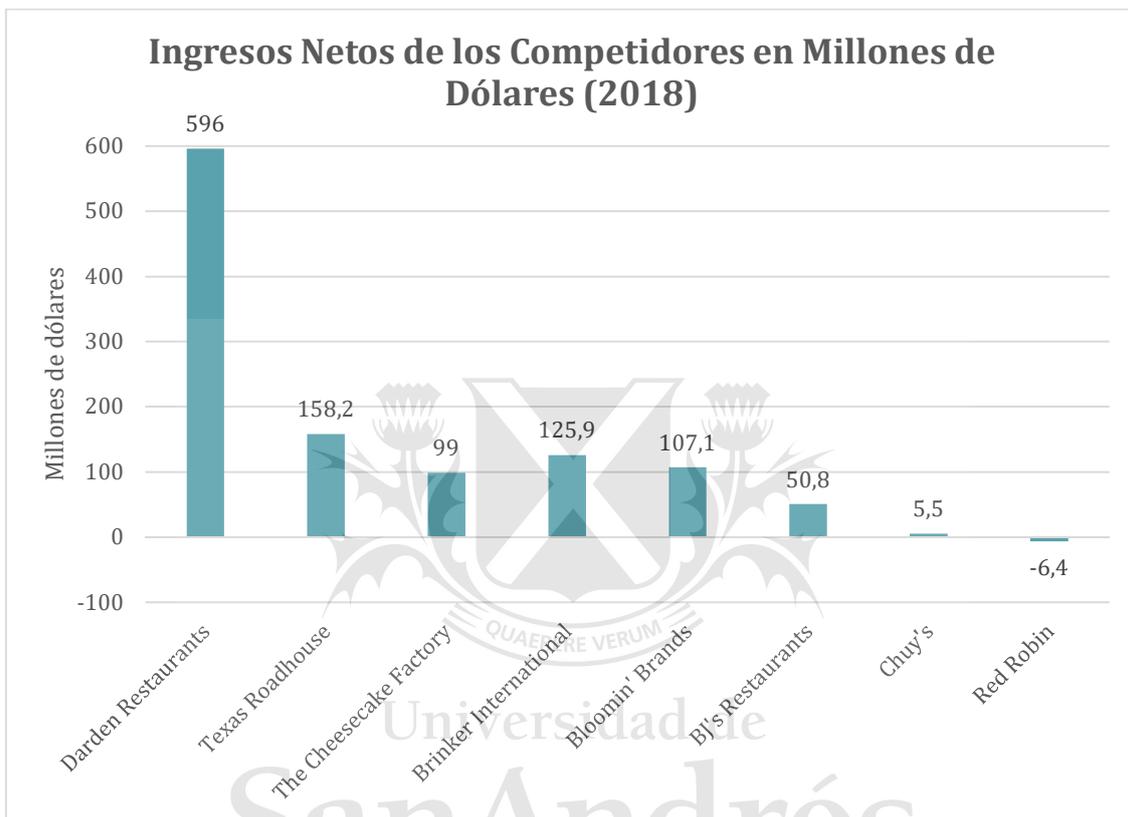
Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de las compañías bajo estudio y la terminal Thomson Reuters Eikon.

Tal y como se puede observar, Darden Restaurants es la empresa líder en ventas brutas, seguida por Bloomin' Brands, Brinker International y The Cheesecake Factory. Red Robin, por su parte, se encuentra entre las firmas con menor volumen de ventas.

En cuanto a la evolución de las ventas en el período 2014-2018, Chuy's ha sido el de mayor crecimiento de ventas con una tasa anual compuesta de 12,9%, seguido por Texas Roadhouse (11,6%), BJ's Restaurants (7,2%), Darden Restaurantes (6,5%), The Cheesecake Factory (4,2%), Red Robin (4%), Brinker International (1,9%), y Bloomin' Brands (-1,8%).

Ahora bien, en el próximo gráfico podremos apreciar los ingresos netos del mismo grupo de empresas.

Gráfico Nº 24: Ingresos netos de los competidores en millones de dólares



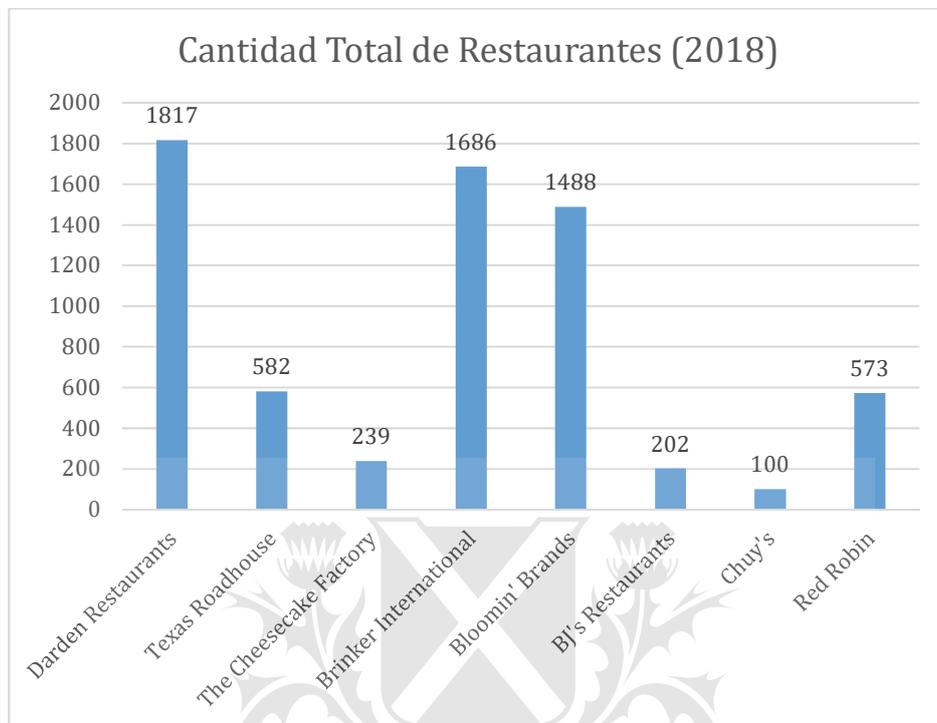
Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de las compañías bajo estudio y la terminal Thomson Reuters Eikon.

En términos de ingresos netos, Darden es nuevamente la compañía que lidera el segmento, aunque seguida en este caso por Texas Roadhouse, The Cheesecake Factory y Bloomin' Brands.

Red Robin es la peor compañía en términos de ingresos netos para el año 2018, con un resultado neto negativo de -6,4 millones de dólares.

Por otra parte, debajo podemos ver el posicionamiento de la firma en relación con la cantidad de establecimientos que opera.

Gráfico N° 25: Cantidad total de restaurantes en 2018



Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de las compañías bajo estudio.

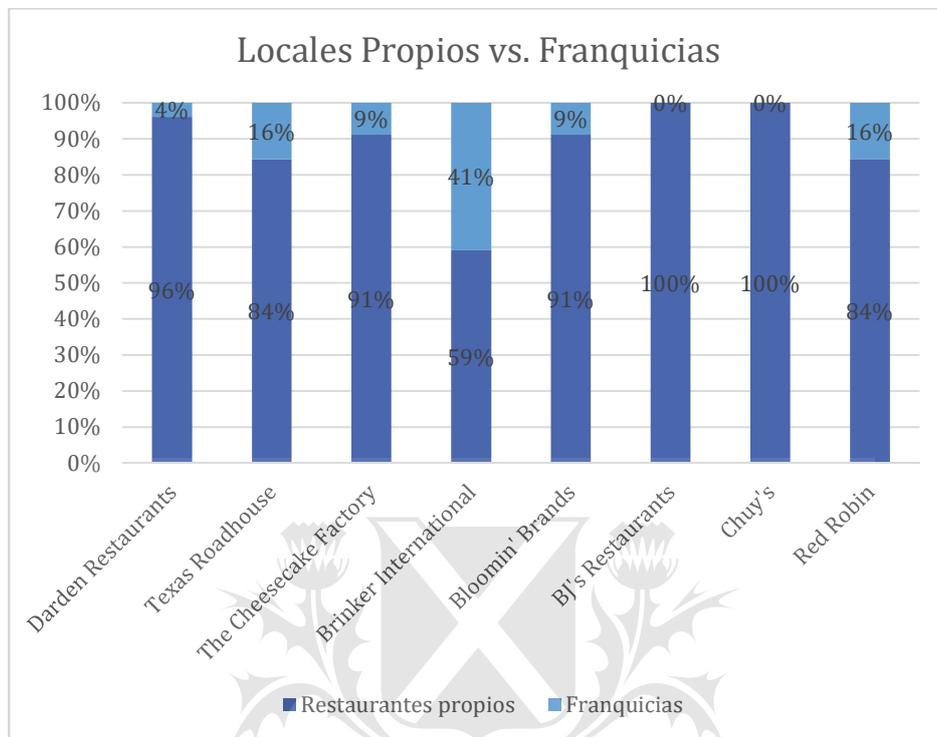
En términos de cantidad total de restaurantes, Red Robin se posiciona con un número relativamente alto de establecimientos.

Al respecto, la firma por ejemplo tiene más del doble de restaurantes que The Cheesecake Factory, aunque esta última la supera ampliamente en ventas totales e ingresos netos.

La compañía que más restaurantes tiene es Darden, seguida por Brinker International y Bloomin' Brands.

En la misma línea, cabe considerar la proporción de locales propios y franquicias que tiene cada compañía, para tener en cuenta cómo se estructura el modelo de negocio de cada una de ellas.

Gráfico N° 26: Locales propios vs. franquicias

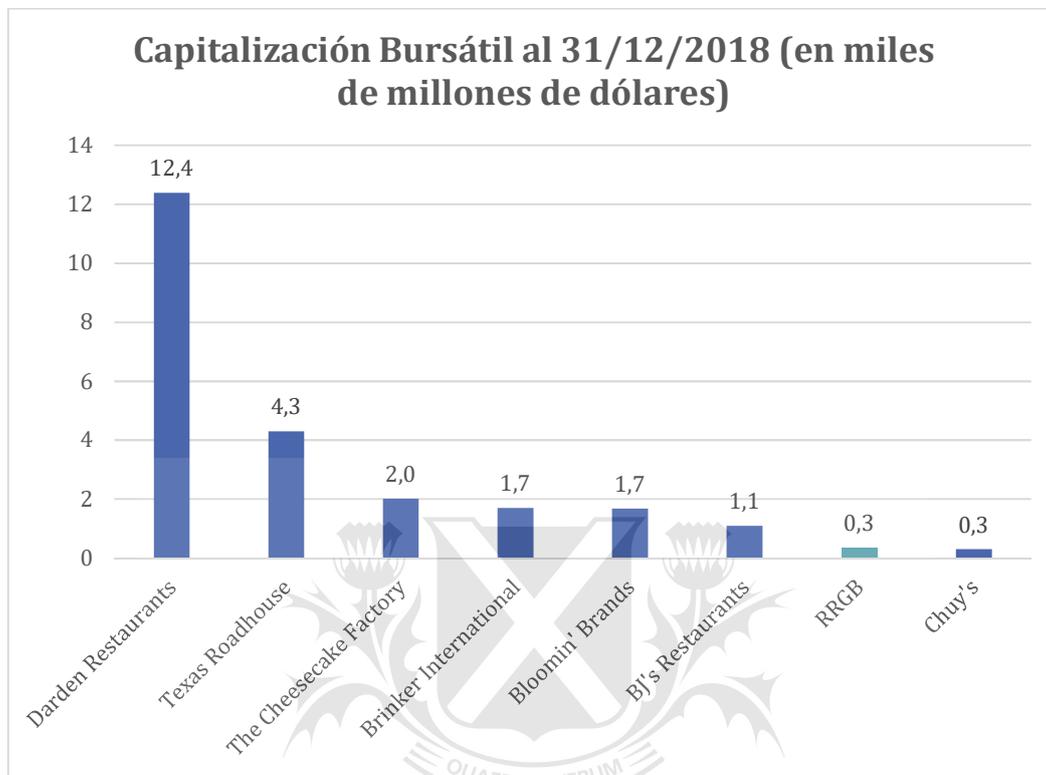


Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de las compañías bajo estudio.

Red Robin tiene una proporción de 84% restaurantes propios y 16% de franquicias. Si bien la composición varía entre las distintas cadenas, en general, y como ya se ha mencionado en el presente trabajo, todas las empresas bajo estudio en este apartado tienen como fuente principal de sus ingresos las ventas en locales propios.

Por último, y para terminar de definir la posición relativa en la que se encuentra Red Robin respecto de sus competidores, entiendo pertinente tomar como referencia la capitalización bursátil, ya que es una buena medida del valor y las expectativas de crecimiento que el mercado les asigna a cada uno de ellos.

Gráfico N° 27: Capitalización bursátil al 31/12/2018



Fuente: Elaboración propia con datos del portal Macrotrends⁴⁸.

De acuerdo con su capitalización bursátil, Darden Restaurants es la firma más valiosa, seguida por Texas Roadhouse, The Cheesecake Factory y Bloomin' Brands.

Red Robin, por su parte, es una compañía que posee una baja capitalización, con un valor similar al de BJ's Restaurants.

Desempeño relativo de las acciones de Red Robin

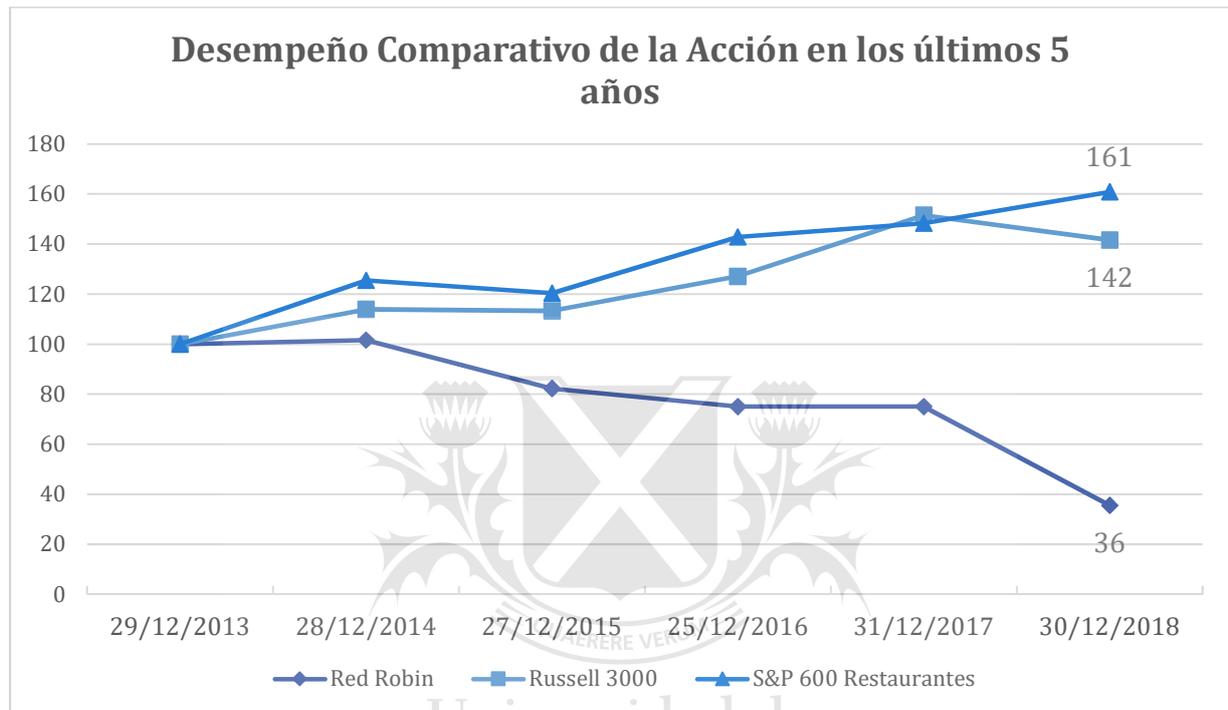
En este apartado, se analizará el rendimiento de las acciones de compañía en términos relativos con el mercado y la industria de los restaurantes.

Para ello, el gráfico debajo muestra el retorno acumulado para los inversores de la firma en los últimos 5 años, tomando como base una inversión de 100 dólares en acciones de la empresa (y

⁴⁸ Puede consultarse la información en: <https://www.macrotrends.net>

la reinversión de los dividendos), y comparando el rendimiento con los índices Russell 3000 y S&P 600 Restaurantes.

Gráfico N° 28: Desempeño Comparativo de la acción vs. Índices en los últimos 5 años



Fuente: Elaboración propia en base al reporte anual de la firma para el año 2018.

Como nota aclaratoria, vale la pena señalar que el índice Russell 3000 busca medir el desempeño del mercado (está compuesto por las 3.000 empresas de mayor capitalización bursátil que cotizan en la bolsa de los Estados Unidos), mientras que el subíndice S&P 600 Restaurantes mide el desempeño de los restaurantes (tiene once componentes, entre los que se encuentra Red Robin) que están dentro del índice S&P 600 (que contiene empresas de baja capitalización bursátil).

Al respecto, podemos ver que Red Robin tuvo un desempeño en todo el período muy inferior a los otros índices con los cuales se la compara, con una gran pérdida del valor de sus acciones en el año 2018.

Como conclusión de este punto, el mercado está valorando de manera negativa la marcha de la compañía en los últimos años.

VII. Análisis Financiero

El análisis de los ratios financieros de una compañía permite, por un lado, medir la situación relativa en la que se encuentra la firma en comparación con otras de su misma industria, y por el otro, evaluar las tendencias de la posición financiera de la empresa a lo largo del tiempo⁴⁹.

En este apartado, se realizará un análisis financiero de Red Robin Gourmet Burgers Inc. tomando datos de los reportes fiscales de los últimos 5 y/o 10 años de la compañía (según el caso), y se comparará la situación de la misma con la competencia.

Esto reviste una importancia fundamental, ya que nos permite detectar fortalezas y debilidades de la empresa que queremos valorar, como así también nos dará pautas de los indicadores que Red Robin debería mejorar de cara al futuro, algo que sin dudas tiene gran relevancia al momento de realizar las proyecciones de ventas, estructura de costos y márgenes, bajo el modelo de valuación de flujos de fondos descontados.

En particular, se trabajará sobre los ratios de liquidez, crediticios, administración y rotación de activos, rentabilidad y ratios propios de la industria (haciendo énfasis en el ratio de ventas de locales comparables).

Ratios de liquidez

Los ratios de liquidez analizan la capacidad de la compañía de hacer frente a sus obligaciones de corto plazo.

Para ello, se estudian los activos corrientes de la firma en relación con sus pasivos corrientes.

En términos generales, es esperable que los activos de corto plazo superen a los pasivos de corto plazo, en una medida que garanticen la capacidad de la empresa de afrontar sus obligaciones corrientes sin tener que padecer problemas de liquidez.

⁴⁹ BRIGHAM, Eugene F.; HOUSTON, Joel F. *Fundamentals of financial management*. Cengage Learning, 2012, page 89.

La extensión “deseada” en la cual los activos corrientes deben superar a los pasivos corrientes varía según la industria.

Tengamos presente que así como un ratio de liquidez que esté por debajo de la media de la industria puede marcar problemas de la firma para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo (problemas de liquidez), tener un ratio que esté muy por encima de la media puede ser también un problema, ya que puede denotar un manejo poco eficiente de sus activos corrientes (por ejemplo, que la compañía está acumulando demasiados inventarios).

Como veremos a continuación, el segmento en el que se desempeña Red Robin trabaja con ratios de liquidez inferiores a 1, lo que equivale a decir con pasivos corrientes que superan a los activos corrientes.

Ratio corriente

En este caso, se mide la extensión de los activos corrientes en función de sus pasivos de corto plazo, a los fines de determinar si la compañía está en condiciones de afrontar sus obligaciones corrientes.

Como he comentado antes, los parámetros entre los cuales es esperable que se desempeñe este ratio, varían según la industria.

La fórmula que representa el ratio descrito en el presente apartado es la siguiente:

$$\text{Ratio corriente} = \frac{\text{Activos corrientes}}{\text{Pasivos corrientes}}$$

Para 2018, el ratio corriente de Red Robin fue de 0,58 (es decir, que los pasivos corrientes superan a los activos corrientes), mientras que el mismo ratio para la industria fue de 0,99.⁵⁰

⁵⁰ Fuente: Thomson Reuters Eikon (<https://eikon.thomsonreuters.com/index.html>).

En principio, este dato mostraría que la firma se encuentra en una situación desfavorable respecto de la industria, ya que el número es sensiblemente inferior al promedio de aquélla.

Sin embargo, si tomamos los competidores de la firma⁵¹, veremos que en este caso tienen un ratio promedio de 0,53, lo cual muestra que Red Robin se encuentra por encima de la media.

Ratio de acidez

Este ratio es una variante del anterior. A diferencia del ratio corriente, y dado que los inventarios son los activos menos líquidos de los activos corrientes de una firma, en este se sustraen los mismos de los activos corrientes y luego se divide el resultado por los pasivos corrientes.

$$\text{Ratio de acidez} = \frac{\text{Activos corrientes} - \text{inventarios}}{\text{Pasivos corrientes}}$$

En este caso, del análisis de los estados contables surge que Red Robin tuvo para 2018 un ratio de acidez de 0,42, mientras que el promedio de la industria está en 0,87 y el promedio de sus competidores en 0,45.

Aquí sucede algo similar al caso anterior. Si limitamos el análisis a comparar la empresa con la totalidad de la industria, la conclusión sería que la firma tiene problemas de liquidez o al menos una posición desfavorable.

No obstante, si realizamos la comparación con sus competidores del segmento de comida informal, es posible observar que la situación de liquidez de Red Robin se encuentra dentro de valores razonables.

Recordemos que la industria de los restaurantes es muy amplia y contiene empresas con modelos de negocios muy diferentes, por lo que resulta más acertado comparar a la firma con otras que se encuentren dentro de su mismo segmento y posean características similares.

⁵¹ Cuando me refiero a los competidores hago referencia a los considerados directos y seleccionados en el capítulo pertinente para comparar con Red Robin. Ellos son los siguientes: **Darden Restaurants Inc., Texas Roadhouse Inc., The Cheesecake Factory Inc., Brinker International Inc., Bloomin' Brands Inc., BJ's Restaurants Inc., y Chuy's Holdings Inc.**

Por ello podríamos decir, en primer lugar, que las cadenas de restaurantes del segmento de comida informal tienden a trabajar con un ratio corriente menor a 1, o lo que es lo mismo, sus pasivos corrientes superan a sus activos corrientes. Esto implica también que estas empresas trabajan con un capital de trabajo negativo.

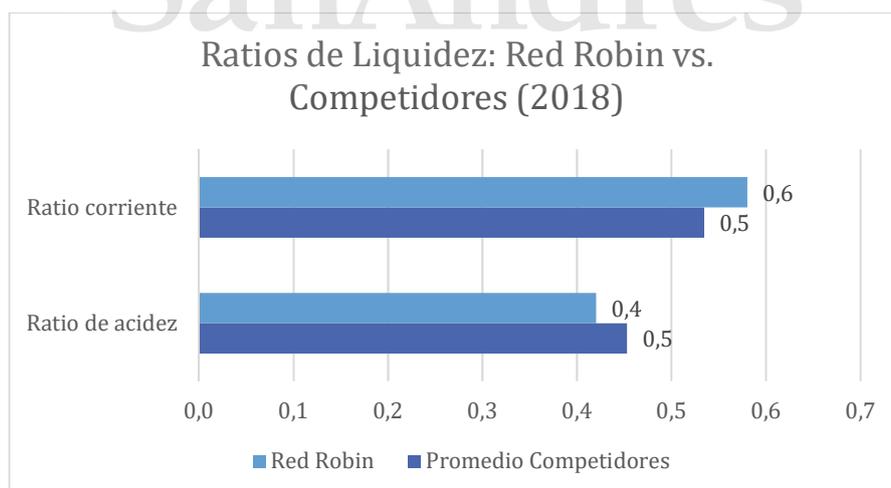
Por otra parte, en el caso puntual de Red Robin, del análisis comparativo con sus competidores el valor de este no sería particularmente alarmante, por lo mencionado en el párrafo anterior.

Vale destacar que en el caso de las cadenas de restaurantes, al trabajar con alimentos deben mantener sus inventarios al mínimo, utilizando los mismos en una corta ventana de tiempo a los fines de mantener la calidad de los productos que sirven. Por otra parte, están constantemente generando efectivo de manera diaria, por lo cual eso les permite tener pasivos corrientes que superen a sus activos de corto plazo, y aún así hacer frente a sus obligaciones.

En conclusión, respecto de sus ratios de liquidez, la compañía se encuentra dentro de parámetros esperables.

En el gráfico debajo podremos ver la comparación de los ratios de liquidez de la compañía con el promedio de sus competidores para el año 2018.

Gráfico Nº 29: Ratios de Liquidez: Red Robin vs Competidores (2018)



Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de las compañías y datos obtenidos de la terminal Thomson Reuters

Eikon.

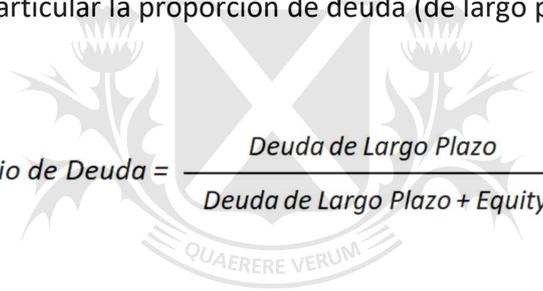
Como ya se ha mencionado, comparados con sus competidores, los ratios de liquidez de Red Robin no presentan signos de alarma.

Ratios crediticios

Los ratios crediticios buscan analizar la posición financiera de la empresa respecto de su deuda. En este caso se evalúa el nivel de endeudamiento, la administración de dicha deuda y la eventual capacidad de la firma de hacer frente a sus obligaciones a lo largo del tiempo.

Ratio de deuda y estructura de capital

El ratio de deuda busca analizar la extensión mediante la cual los recursos de la firma se financian con deuda, midiendo en particular la proporción de deuda (de largo plazo) respecto del total de los activos:


$$\text{Ratio de Deuda} = \frac{\text{Deuda de Largo Plazo}}{\text{Deuda de Largo Plazo} + \text{Equity}}$$

Como aclaración, es importante destacar que para el análisis de este ratio tomaremos el valor libros de la deuda de largo plazo y el valor de mercado (capitalización bursátil) del capital accionario (al último día hábil de cada ejercicio).

Asimismo, vale tener en cuenta que este ratio también nos está brindando información sobre la estructura de capital de la compañía (ya que lo que no esté financiado con deuda está financiado por los accionistas).

Según lo informado en su reporte anual y los datos del mercado, el ratio de deuda de Red Robin al (31/12/2018) era de 36%.

Dicho en otras palabras, para fines de ese año, la firma estaba financiada en un 36% con deuda y en un 64% con equity.

Para realizar el análisis comparativo de este ratio se analizó la información disponible de los competidores directos de la empresa. Al respecto, estos cuentan con un ratio de deuda promedio de 14,4% para el año 2018.⁵²

Lo que debemos tener presente en este punto es que estamos trabajando con un universo de compañías relativamente pequeño (se estudian 7 competidores), dentro de las cuales algunas firmas operan financiadas sin deuda o con niveles muy bajos. Eso hace que el promedio de la competencia sea más bajo que el de Red Robin.

En esta línea cabe señalar que Damodaran estima un ratio de deuda de 19,6%⁵³ para la industria de los restaurantes.

Otra variante para medir el nivel de deuda de la firma es utilizar el ratio deuda sobre equity, que sigue la siguiente fórmula:

$$\text{Apalancamiento Financiero} = \frac{\text{Deuda de Largo Plazo}}{\text{Equity}}$$

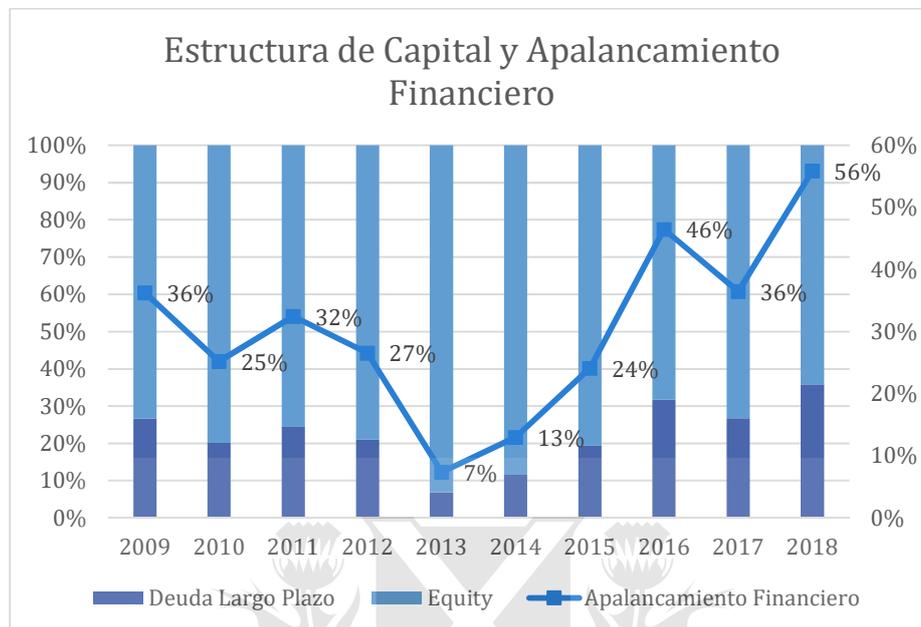
En este caso, se mide el nivel de apalancamiento de la firma en la relación directa entre deuda y equity. Para Red Robin, dicho ratio estuvo en 56% en 2018.

En el gráfico debajo podemos ver la evolución de la estructura de capital y el apalancamiento financiero de la empresa a lo largo del tiempo:

⁵² Nota: En el caso de Darden Restaurants el cálculo se realizó a Mayo de 2018, mientras que para Brinker International se hizo a Junio de 2018, ya que estas dos compañías tienen el cierre de su año fiscal en esos meses. Para el resto de los competidores el cálculo está hecho al 31 de Diciembre de 2018.

⁵³ Fuente: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html#capstru.

Gráfico N° 30: Estructura de Capital y Apalancamiento Financiero de Red Robin



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de los reportes anuales de la compañía y de la terminal Thomson Reuters Eikon.

Nota: Sobre el eje izquierdo del gráfico se representa la estructura de capital de la firma, mientras que el eje derecho expresa el nivel de apalancamiento financiero, ambos medidos en términos porcentuales.

Como se puede observar, entre 2009 y 2013 el ratio de deuda bajó fuertemente, luego volvió a crecer hasta llegar a 56% para 2018.

El ratio de deuda promedio para el período 2009-2018 fue de 22,4%, por lo que actualmente la firma se encuentra en valores superiores al mismo.

En conclusión, y en virtud de los comentarios vertidos en este apartado, los niveles de deuda de largo plazo que utiliza Red Robin se encuentran dentro de niveles algo elevados, tanto en comparación con sus competidores como con la industria en general.

Ratio de cobertura de intereses

El ratio de cobertura de intereses mide la capacidad de la firma de hacer frente a los pagos de los intereses de la deuda. Da una noción más precisa de la capacidad de la empresa de seguir tomando deuda, en función de los ingresos que tiene la compañía.

En este caso, cuanto mayor sea el nivel de este ratio, mayor la capacidad de pagar los servicios de la deuda y de seguir recurriendo a esta fuente de financiamiento.

Habitualmente, este ratio tiene dos variantes, las cuales se exponen a continuación:

$$\begin{aligned} \text{Cobertura de intereses} &= \frac{\text{EBIT}}{\text{Intereses}} \\ \text{Cobertura de intereses} &= \frac{\text{EBITDA}}{\text{Intereses}} \end{aligned}$$

La diferencia entre uno y otro es que en el segundo se toma la capacidad de generar flujos de fondos de la firma (EBITDA), por lo que a los fines del análisis resulta más adecuado que la otra variante.

Medido respecto del EBIT, el ratio de cobertura de intereses de Red Robin es de -1,0 (recordemos que la compañía reportó pérdidas en 2018).

El ratio de la industria, de acuerdo con Thomson Reuters es de 4,4⁵⁴. Si tomamos como punto de referencia los competidores con niveles comparables de deuda, podemos ver que Bloomin' Brands tiene un ratio de 3,2 mientras que Brinker International de 3,8⁵⁵.

Por otra parte, si medimos este ratio en función del EBITDA de la compañía, Red Robin tiene un ratio de cobertura de intereses de 7,9. En el caso de Bloomin' Brands este ratio es de 7,7 y para Brinker International es de 6,4⁵⁶.

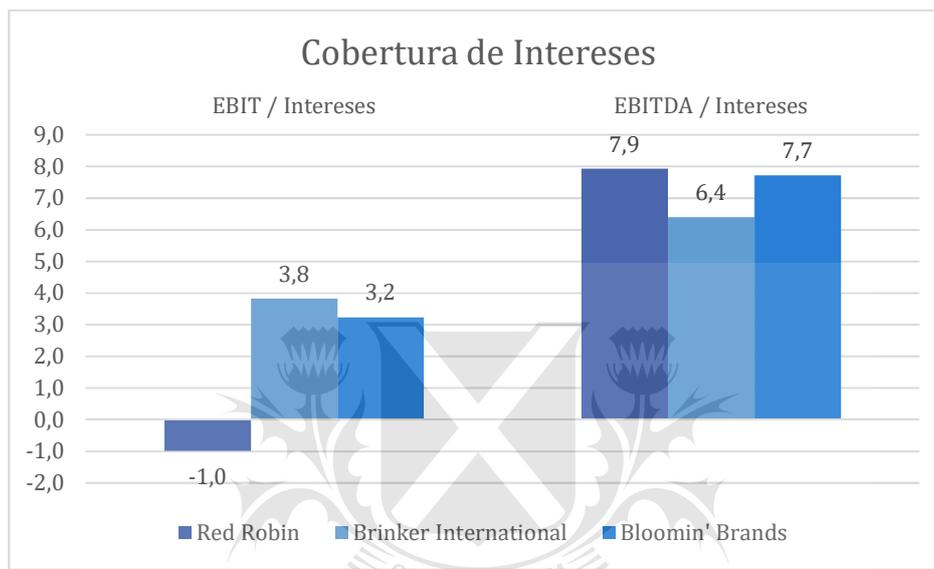
⁵⁴ Información obtenida de la terminal de Thomson Reuters Eikon (<https://eikon.thomsonreuters.com/index.html>).

⁵⁵ Fuente: Reportes anuales de las compañías para el año 2018.

⁵⁶ Fuente: Reportes anuales de las compañías para el año 2018.

Como se puede observar, medido según EBIT Red Robin tiene un ratio de cobertura de intereses negativo y por debajo de la industria y sus competidores, pero tomando EBITDA este ratio se encuentra en niveles más razonables.

Gráfico N° 31: Cobertura de Intereses - Red Robin



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de los reportes anuales de la compañía y de la terminal Thomson Reuters

Eikon.

Ratios de administración de activos

Este grupo de ratios se utiliza para analizar la eficiencia con la cual el *management* está administrando los activos de la empresa.

Días de inventarios, cuentas a cobrar y cuentas a pagar

Estos ratios miden la gestión que hace la firma de los elementos más importantes de sus activos y pasivos corrientes.

En primer lugar, el ratio de días de inventarios mide la cantidad de días que una compañía tiene para vender su mercadería (desde que esta ingresa en inventarios). Por ello, sirve como parámetro de la eficiencia con la cual el management administra aquéllos. Cuantos menos días tarde la firma en vender sus inventarios, más eficiente será el manejo de los mismos.

Si bien se puede encontrar con algunas variantes, la fórmula que utilizaremos para este ratio es la siguiente:

$$\text{Días de inventarios} = \frac{\text{Inventarios}}{\text{Costos de ventas} / 365}$$

Red Robin tiene un ratio de 9,4 días de inventarios, mientras que el promedio de la industria es de 9,7⁵⁷.

En este caso, la empresa tiene un ratio que se encuentra prácticamente en los mismos niveles que el de la industria.

Ahora bien, cabe tener presente a su vez que la mayor parte de los inventarios de los restaurantes son los propios alimentos. De ahí que lo esperable sea que en general este ratio tenga valores similares para la mayoría de este tipo de compañías.

Por su parte, el ratio de días de cuentas a cobrar mide los días promedio que tarda la firma en cobrar las ventas que realiza. Es decir, la cantidad de días que pasan, en promedio, entre que la compañía realiza una venta y percibe el dinero por ella.

$$\text{Días de cuentas a cobrar} = \frac{\text{Cuentas a cobrar}}{\text{Ventas} / 365}$$

La compañía en estudio tiene un ratio de días de cuentas a cobrar de 6,8 días. Por su parte, el promedio de la industria es de 18,8⁵⁸. Esta diferencia mostraría un manejo eficiente en el cobro de sus cuentas a cobrar.

Asimismo, el ratio de días de cuentas a pagar, mide la cantidad de días promedio que hay entre que la firma recibe los bienes y servicios de sus proveedores y realiza el pago de los mismos.

⁵⁷ Fuente: Thomson Reuters Eikon.

⁵⁸ Fuente: Thomson Reuters Eikon.

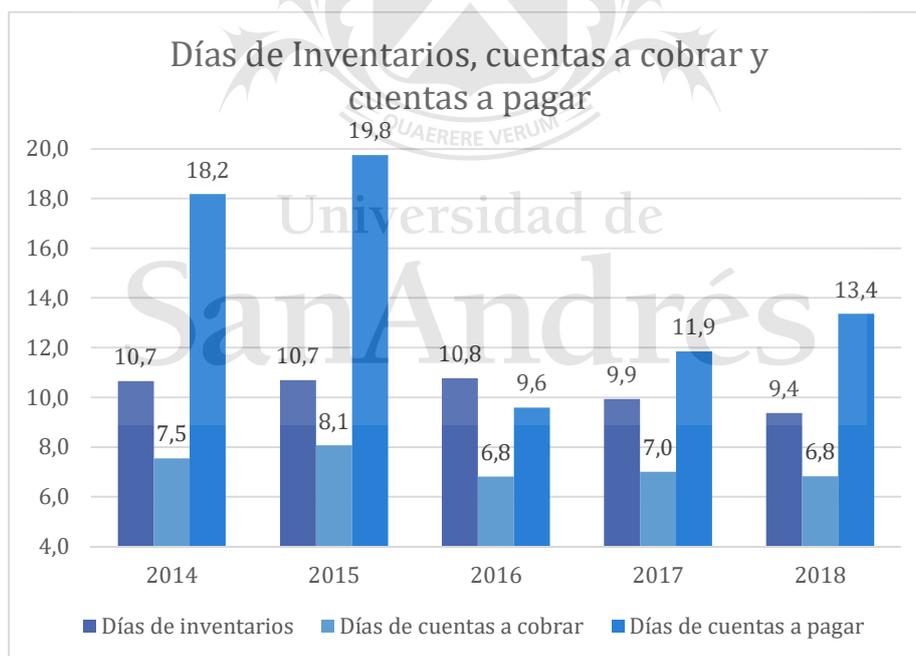
Es importante tener presente que este ratio nos brinda información sobre la medida en que la empresa se financia de sus proveedores.

$$\text{Días de cuentas a pagar} = \frac{\text{Cuentas a pagar}}{\text{Costos de ventas} / 365}$$

En el caso del ratio de días de cuentas a pagar, Red Robin tiene un ratio de 13,4 días, mientras que el promedio de la industria es de 28,9⁵⁹. Esto nos indicaría que la firma se financia de sus proveedores en menor medida que el resto de la industria.

En el gráfico siguiente podemos ver la evolución de los tres ratios antes descritos a lo largo del tiempo.

Gráfico Nº 32: Días de inventarios, cuentas a cobrar y cuentas a pagar



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de los reportes anuales de la compañía.

⁵⁹ Fuente: Thomson Reuters Eikon.

Como se puede observar, los ratios días de inventarios y cuentas a cobrar se mantuvieron estables aunque con una tendencia creciente (dato negativo, ya que en este caso menores niveles de estos ratios denotan una mayor eficiencia).

Por su parte, el ratio días de cuentas a pagar ha sido el más volátil en los últimos años.

Días de capital de trabajo

El ratio días de capital de trabajo mide la cantidad de días que la firma tarda en convertir el capital de trabajo en ventas. Asimismo, provee una medida de la eficiencia con la que la empresa gestiona el capital de trabajo.

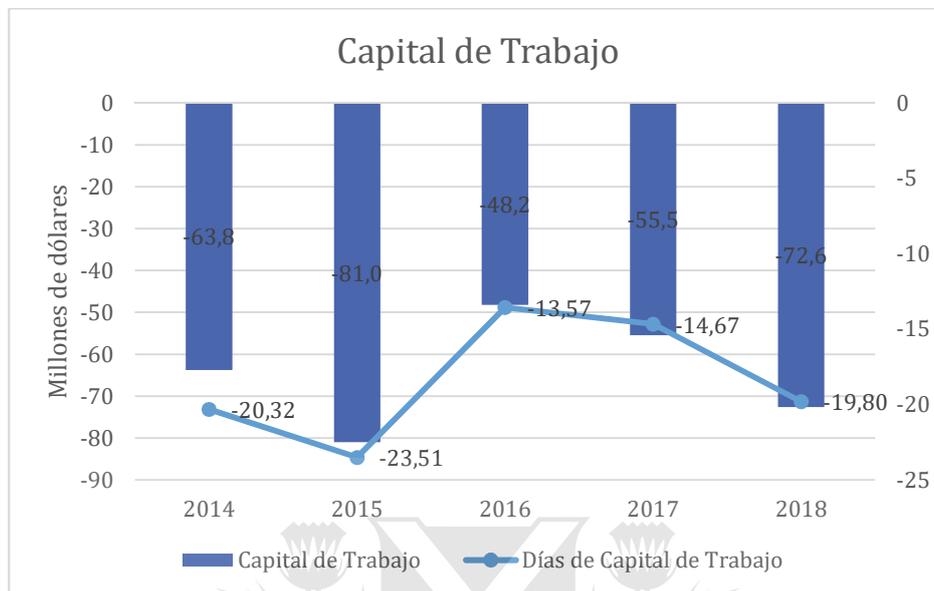
La fórmula de este ratio es la siguiente:

$$\text{Días de capital de trabajo} = \frac{\text{Capital de Trabajo}}{\text{Ventas} / 365}$$

Debido a que los clientes pagan en efectivo (u otros medios equiparables al pago a contado), y la rapidez con que los restaurantes deben vender sus inventarios, es común que las firmas de la industria trabajen con capital de trabajo negativo.

Ello hace que también sus días de capital sean negativos (en este caso, cuanto más negativo sea el ratio, mayor eficiencia denota en el manejo del capital de trabajo).

Gráfico N° 33: Capital de Trabajo - Red Robin



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de los reportes anuales de la compañía.

Nota: El eje izquierdo mide el capital de trabajo en millones de dólares mientras que el eje derecho representa el ratio días de capital de trabajo.

El hecho de que el ratio días de capital de trabajo se mantenga en terreno negativo denota eficiencia en el manejo del capital de trabajo, aunque este es un rasgo típico de la industria más que una característica de Red Robin.

Los mejores valores de este ratio observados para el periodo 2013-2015 van concordancia con el aumento en el ratio de días de cuentas a pagar (la firma logró una mayor financiación de los proveedores) en esos años.

Rotación de activos fijos

Este ratio mide la capacidad de generar ventas en función de los activos que posee la firma. Da una medida de la gestión de dichos activos.

$$\text{Rotación de Activos Fijos} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos fijos netos}}$$

Red Robin cuenta con un ratio de rotación de activos fijos de 2,37x.

Comparado con el promedio de sus competidores, que se encuentra en 2,76x, podemos ver que existe un manejo ineficiente de los activos fijos netos de la empresa, medido en términos relativos con la competencia.

Esto puede estar relacionado con que la firma ofrece un tipo de comida y un mix de precios más relacionado con el sector rápido informal que con el de comida informal donde opera (recordemos que se trata de una hamburguesería).

Ratios de Rentabilidad

Los ratios de rentabilidad miden la relación entre los ingresos generados y los recursos utilizados para tal fin.

Si bien hay muchos ratios que miden la rentabilidad de una firma, entre los más importantes nos encontramos los siguientes: Retorno sobre Activos (conocido como ROA, por sus siglas en inglés), Retorno sobre Equity (conocido como ROE, por sus siglas en inglés), Margen Neto, Margen EBIT y Margen EBITDA.

Antes de iniciar el análisis propiamente dicho, comenzaré consignando las fórmulas que definen a cada uno de los ratios, al menos en los términos que serán utilizadas en el presente trabajo:

1. Retorno sobre activos (ROA):

$$ROA = \frac{\text{Ingresos Netos}}{\text{Activos Totales}}$$

2. Retorno sobre el Equity (ROE):

$$ROE = \frac{\text{Ingresos Netos}}{\text{Equity}}$$

3. Margen Neto:

$$\text{Margen Neto} = \frac{\text{Ingresos Netos}}{\text{Ventas}}$$

4. Margen EBIT:

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

5. Margen EBITDA:

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

A continuación analizaremos los ratios de rentabilidad de la firma.

Cuadro N° 1: Ratios de Rentabilidad de Red Robin

Ratios de Rentabilidad	2014	2015	2016	2017	2018	Promedio
Retorno sobre Activos (ROA)	4,4%	5,7%	1,3%	3,3%	-0,8%	2,8%
Retorno sobre Equity (ROE)	9,0%	12,8%	3,4%	7,7%	-1,7%	6,2%
Margen Neto	2,8%	3,8%	0,9%	2,2%	-0,5%	1,8%
Margen EBIT	3,9%	5,3%	0,9%	2,8%	-0,8%	2,4%
Margen EBITDA	9,5%	11,5%	7,6%	9,5%	6,3%	8,9%

Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la compañía.

Dado que la compañía reportó pérdidas en 2018, los ratios de rentabilidad fueron negativos para ese año, con excepción del margen EBITDA que fue de 6,3%.

Si observamos los últimos 5 años, el mejor año fue 2015, donde Red Robin tuvo los valores de rentabilidad más alto.

Luego de ese año, en 2016 tuvo una fuerte baja en todos los ratios de rentabilidad, con una mejora en 2017 y una nueva caída en 2018.

Lo que entiendo resulta de gran importancia es ver en qué situación se encuentran los competidores de Red Robin en términos de de rentabilidad.

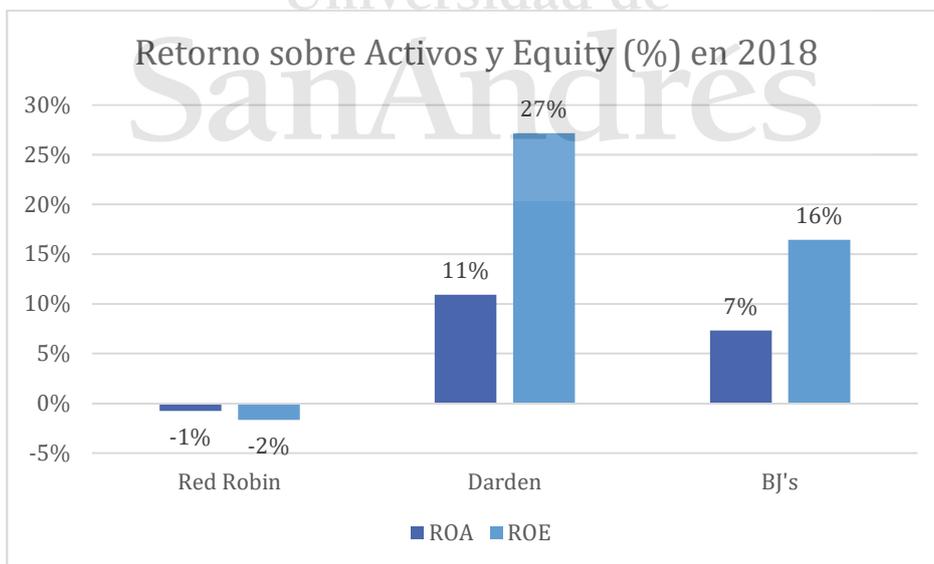
Para ello, realizaremos el análisis comparativo de ROA y ROE.

Cuadro Nº 2: ROA, y ROE de los competidores

Compañía	ROA	ROE
Darden Restaurants	10,9%	27,2%
Texas Roadhouse	10,8%	16,7%
The Cheesecake Factory	7,5%	17,3%
Brinker International	9,3%	-17,5%
Bloomin' Brands	4,4%	239,5%
BJ's Restaurants	7,3%	16,4%
Chuy's	2,0%	2,9%
Promedio	7,5%	43,2%
Mediana	7,5%	16,7%
Red Robin	-0,8%	-1,7%

Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de las compañías y datos obtenidos de la terminal Thomson Reuters Eikon.

Gráfico Nº 34: ROA y ROE, Red Robin y competidores



Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de las compañías y datos obtenidos de la terminal Thomson Reuters Eikon.

Como se puede apreciar, los ratios de rentabilidad de Red Robin se encuentran muy por debajo que sus competidores.

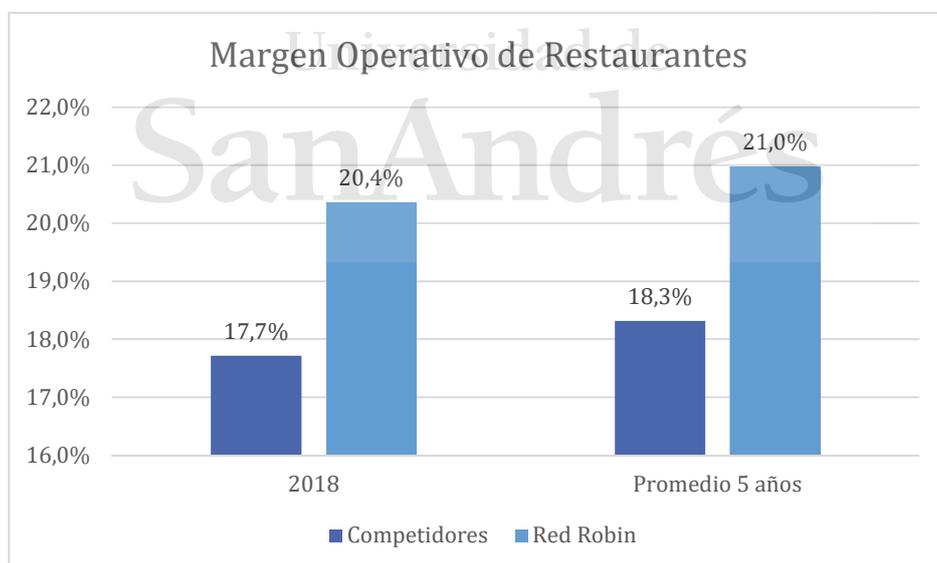
Claramente, el management tiene que trabajar fuertemente para volver a generar ganancias para la firma y en mejorar los ratios de rentabilidad de la empresa, ya que de esa manera lograrán crear valor para sus accionistas.

Como se verá a continuación, la situación relativa en la que se encuentra Red Robin respecto de sus márgenes, es similar.

Para comenzar en el estudio comparativo de los márgenes de la compañía, creo antes es menester resaltar el margen operativo de restaurantes, el cual no fue consignado en el cuadro N° 1.

Este margen mide los ingresos de los restaurantes propios de las empresas luego del pago de costos de alimentos, laborales, alquileres y otros operativos.

Gráfico N° 35: Margen operativo de restaurantes

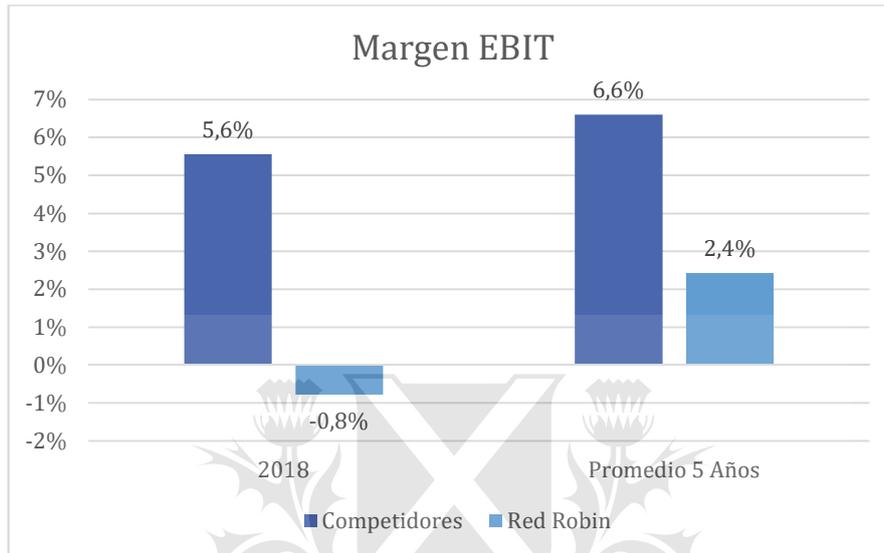


Fuente: Elaboración propia con datos de los reportes anuales de las compañías y de la terminal Thomson Reuters Eikon.

Lo que entiendo de relevancia en este punto es que Red Robin cuenta con un buen margen operativo de restaurantes.

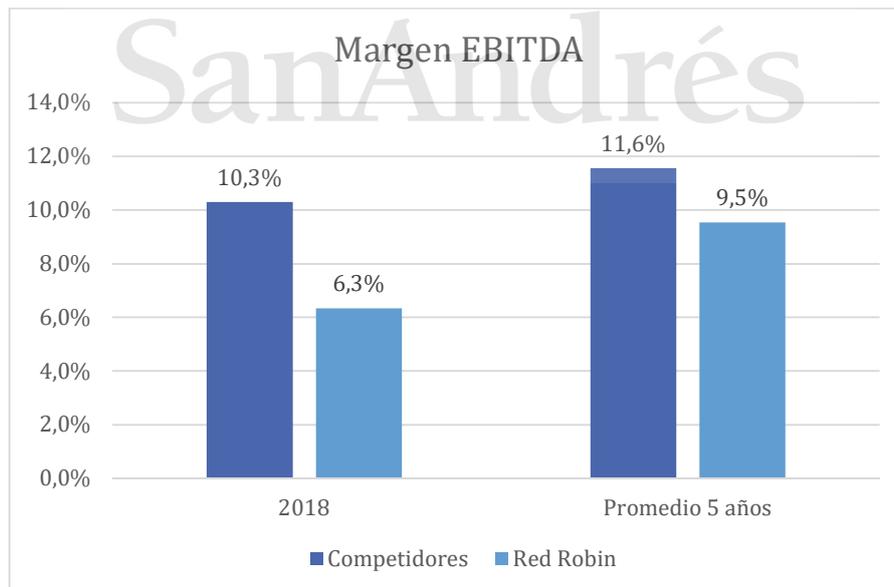
Veamos entonces qué sucede con los márgenes EBIT, EBITDA y neto de la empresa y sus competidores.

Gráfico N° 36: Margen EBIT



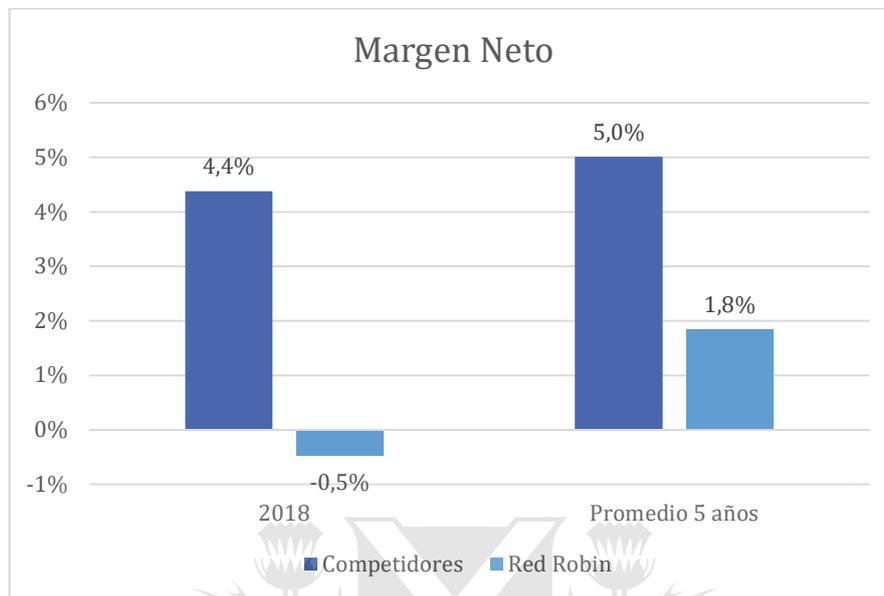
Fuente: Elaboración propia con datos de los reportes anuales de las compañías y de la terminal Thomson Reuters Eikon.

Gráfico N° 37: Margen EBITDA



Fuente: Elaboración propia con datos de los reportes anuales de las compañías y de la terminal Thomson Reuters Eikon.

Gráfico N° 38: Margen Neto



Fuente: Elaboración propia con datos de los reportes anuales de las compañías y de la terminal Thomson Reuters Eikon.

Tal y como se puede observar en los gráficos Nros. 36, 37 y 38, Red Robin tiene un claro problema de rentabilidad en términos de margen EBIT, EBITDA y margen neto. Más allá de los resultados de 2018, podemos ver que esta tendencia se mantiene si tomamos el promedio de 5 años.

Vale la pena destacar que el margen EBITDA, si bien se encuentra por debajo del promedio de los competidores, este ha sido positivo en 2018 y es en el que más cerca se encuentra de la competencia.

Si lo comparamos con lo que sucede con el margen EBIT, en términos de generación de flujos de fondos propiamente dicha, la situación no es tan dramática.

Esto nos indica que medido en relación con la competencia la compañía tiene un alto gasto en depreciaciones y amortizaciones.

Por otra parte, en relación con el margen neto vemos que Red Robin tiene un margen neto negativo en 2018 y muy bajo si tomamos el promedio de 5 años comparado con la competencia.

Lo que debemos tener en cuenta es que el problema de la firma no está en el margen operativo de sus restaurantes (tiene un alto margen operativo de restaurantes).

Dentro de su estructura de costos totales, la compañía tiene un mix razonable de costos por alimentos, costos laborales, alquileres y demás costos operativos, pero tiene problemas en otras categorías de costos (en los costos no operativos).

En 2018, tanto sus costos operativos de restaurantes como sus costos no operativos aumentaron en relación con las ventas totales, las cuales cayeron. Ello hizo que la firma tuviera pérdidas netas por 6,4 millones de dólares en ese año.

Ratios propios de la industria

Ventas en locales comparables (“Same store sales”)

Uno de los indicadores más importantes en la industria de los restaurantes es el ratio que mide la evolución de las ventas en locales comparables (conocido comúnmente como “same store sales”, por su nombre en inglés).

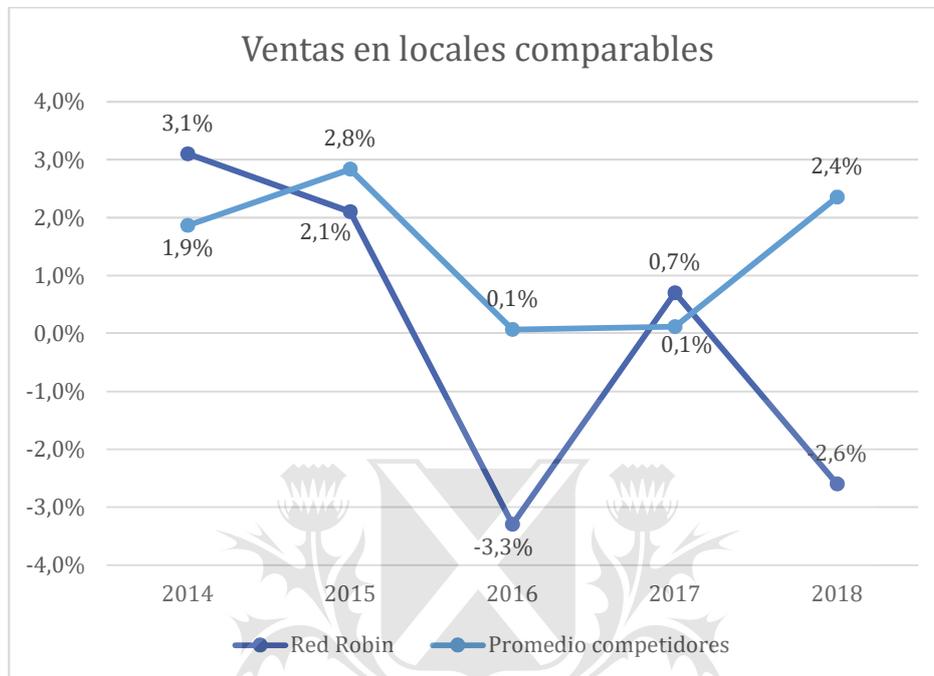
Las llamadas ventas en locales comparables miden el cambio entre un periodo y otro en las ventas en restaurantes que estuvieron abiertos una cantidad de tiempo determinada⁶⁰, que en general suele ser un año fiscal.

Lo relevante de este indicador es que el aumento de ventas en los mismos locales es una métrica de creación de valor genuino para la compañía.

En el siguiente gráfico se compara la evolución del crecimiento de ventas en locales comparables de Red Robin y el promedio de la competencia directa.

⁶⁰ En general se toman periodos de 12 o 13 meses, pero algunas firmas utilizan también un periodo de 18 meses para calificar a un restaurante como comparable.

Gráfico N° 39: Crecimiento de Ventas en locales comparables – Red Robin vs. Promedio competidores



Fuente: Elaboración propia con datos de los reportes anuales de las compañías y de la terminal Thomson Reuters Eikon.

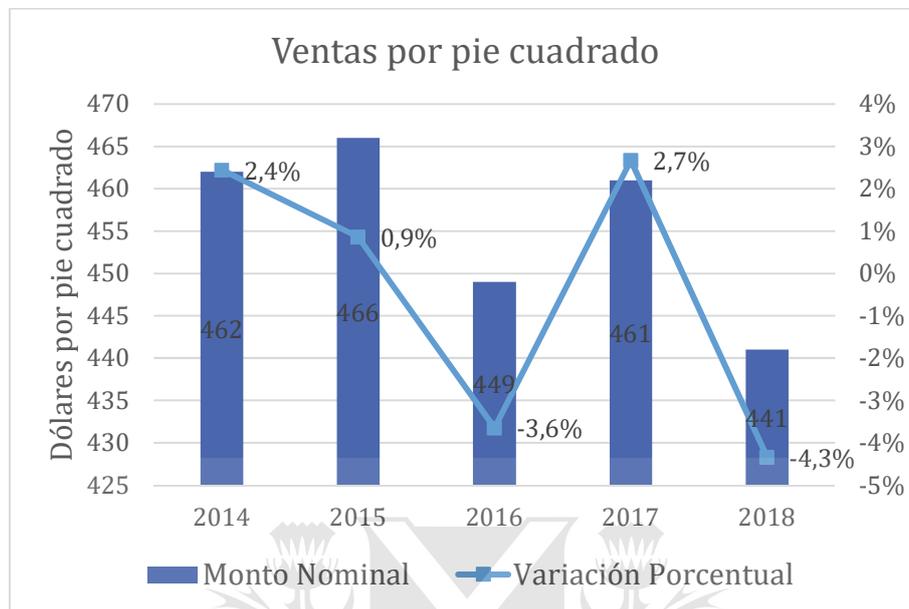
Nota: Se excluyó a Darden Restaurants ya que informa este ratio de manera desagregada para cada una de sus líneas de negocio.

Como se puede observar, el crecimiento de ventas en mismos restaurantes de Red Robin fue considerablemente inferior comparado con sus competidores en el período analizado.

Si tomamos los últimos 5 años, el promedio de crecimiento de las ventas en locales comparables fue de 0% para Red Robin y de 1,4% para los competidores.

Por otra parte, otra métrica propia de la industria de los restaurantes es el ratio de ventas por pie cuadrado (se obtiene dividiendo las ventas totales por la cantidad total de los pies cuadrados de todos los restaurantes de la empresa).

Gráfico N° 40: Ventas por pie cuadrado - Valores nominales



Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de la compañía.

En este caso, podemos ver un fuerte descenso de 4,3% de las ventas por pie cuadrado de Red Robin, lo que coincide con la baja en las ventas reportadas en 2018.

Resumen del análisis financiero

Con relación a los ratios de liquidez, Red Robin se encuentra dentro de parámetros similares a los de sus competidores.

En el caso de los ratios crediticios, la empresa ha aumentado considerablemente el nivel de deuda en el último tiempo, especialmente si lo comparamos con la competencia. Esto está principalmente explicado por la gran baja que ha tenido su capitalización bursátil en el último tiempo (se ha tomado deuda a valor libros y equity a valor de mercado para analizar dicho ratio).

En cuanto a la cobertura de intereses, el resultado negativo de 2018 hace que medido respecto de EBIT, el ratio de cobertura de intereses sea negativo. Sin embargo, medido sobre EBITDA la firma muestra niveles adecuados en comparación con sus competidores.

Por su parte, respecto de la administración de activos, la firma tiene un ratio de días de inventarios en niveles cercanos a la industria, aunque los días de cuentas a cobrar y a pagar son inferiores al promedio de la industria (esto muestra un manejo más eficiente de sus cuentas a cobrar pero que la firma se financia de sus proveedores en menor medida que el resto de la industria).

El capital de trabajo de Red Robin es negativo, algo común en la industria de los restaurantes, con una mejora en los últimos dos años.

En conclusión, la firma muestra ratios razonables en muchas de las categorías analizadas.

No obstante ello, el problema de la compañía pasa por sus métricas de rentabilidad, las cuales se encuentran por debajo del promedio de sus competidores directos (incluso muchas en terreno negativo en 2018).

VIII. Valuación

En el presente capítulo se intentará determinar el valor de Red Robin Gourmet Burgers Inc.

Para ello, se utilizarán dos metodologías distintas, que implican a su vez, dos enfoques diferentes.

Por un lado, se realizará la valuación de la firma mediante el modelo de flujos de fondos descontados y, por el otro, se utilizará la metodología de valuación por múltiplos.

Mientras que la primera permite determinar el valor intrínseco de la compañía (es decir, es una valuación en términos absolutos), la valuación por múltiplos supone un enfoque relativo al determinar el valor de la empresa a partir de valores de mercado que tienen los competidores.

A. Valuación por Flujos de Fondos Descontados

La valuación por flujos de fondos descontados busca determinar el valor intrínseco de la firma. Es un modelo de valuación absoluta, donde se intenta valuar a la firma mediante proyecciones de sus estados contables, descontando los flujos de fondos libres a una tasa de descuento.

Como todo modelo de valuación, tiene sus ventajas y desventajas.

Entre las primeras, cabe destacar que utilizado correctamente, este método es el más adecuado para obtener una valuación en términos absolutos.

Además, y algo de gran relevancia, es que permite identificar los principales componentes de valor de una empresa.

Asimismo, es de gran ayuda para entender las características propias de la firma y de la industria en la cual opera.

Para la utilización de este modelo de valuación es necesario estimar⁶¹:

- La vida del activo
- La generación de caja durante la vida del mismo
- La tasa de descuento para calcular el valor presente de los flujos de caja
- El valor terminal

Por su parte, vale la pena destacar que para calcular la tasa de descuento referida es necesario a su vez estimar otras variables:

- El costo de la deuda
- El costo del equity, que para calcularlo a su vez debemos estimar:
 - El costo de la tasa libre de riesgo
 - La prima de riesgo del mercado
 - El beta de la compañía

En virtud de lo manifestado, comenzaré el trabajo de valuación por Flujos de Fondos Descontados estimando las variables del modelo de valuación propiamente dicho.

Luego, se realizarán las proyecciones de los estados contables de la empresa y se buscará estimar su tasa de crecimiento de largo plazo (que utilizaré para calcular el valor del flujo terminal).

⁶¹ Fuente: Material de trabajo del prof. Javier Epstein para la materia "Valuación de Empresas".

Para finalizar, se integrarán las estimaciones realizadas en el modelo de valuación y se calculará el valor de Red Robin.

Respecto de las proyecciones de los estados contables, cabe destacar que se estimarán tres escenarios distintos: un escenario base donde se cumplan las proyecciones del management, un escenario optimista (donde se superen esas previsiones, es decir, las variables tengan un rendimiento mejor al esperado) y un escenario pesimista (evolución de las variables por debajo de las expectativas).

Asimismo, una vez realizada la valuación bajo esta metodología, se realizará un análisis de sensibilidad para evaluar los cambios en el resultado de la valuación.

El análisis de sensibilidad versará sobre cambios en la tasa de crecimiento futuro, la tasa de descuento y el crecimiento de ventas en locales comparables.

Lo que se buscará tanto con la determinación de distintos escenarios como con los análisis de sensibilidad es obtener un rango de precios para la valuación de Red Robin.

Estimaciones del modelo de valuación

En este apartado se estimarán las variables propias del modelo de valuación. En lo particular, lo que se buscará estimar es la tasa de descuento a la cual luego se descontarán los flujos de fondos libres de la compañía.

Para ello, se ha utilizado el método llamado costo promedio ponderado del capital (conocido comúnmente como WACC, por sus siglas en inglés).

Para una compañía que no tiene acciones preferidas, como es el caso de Red Robin, la fórmula del WACC es la siguiente:

$$WACC = (Kd * (1-T)) * (D/(D+E)) + Ke * (E/(D+E))$$

Donde:

- Kd= Es el costo marginal de la deuda de la compañía

- T = Es la tasa marginal de impuesto a las ganancias
- D = Deuda de largo plazo de la firma
- E = Equity
- K_e = Costo del equity

A los fines de poder determinar la tasa de descuento que permita calcular el valor presente de los flujos de fondos de la firma, procederé a continuación a estimar cada una de las variables de la ecuación propuesta por el método elegido.

Costo de la deuda (K_d)

Para estimar el costo de la deuda de la compañía se procedió de la siguiente manera.

Dado que la firma no cuenta con bonos emitidos que coticen públicamente, se tomó un bono de largo plazo de Darden Restaurants Inc. con vencimiento en 2035 como punto de partida y como parámetro del costo de la deuda de largo plazo de Darden.

Se analizó el rendimiento que tenía dicho bono al 31 de diciembre de 2018, siendo el mismo de 5,63% en dicha fecha.

Asimismo, cabe destacar que Darden es una empresa con una capitalización bursátil mucho mayor a Red Robin y con menos deuda en su estructura de financiamiento. Esta empresa cuenta con un rating crediticio BBB según Standard & Poor's⁶².

Al respecto, vale la pena recordar que para fines de 2018, Darden contaba con una capitalización bursátil superior a los 12.300 millones de dólares y un ratio de deuda de 7%, mientras que Red Robin contaba con una capitalización de 346 millones de dólares y un ratio de deuda de 36%.

En virtud de ello, se tomó un bono de vencimiento más corto de Darden (vencimiento en 2027) y se lo comparó con otro de vencimiento similar (2024) de Brinker International Inc., que dentro de los competidores con bonos emitidos tiene características más parecidas a Red Robin en

⁶² Fuente: <https://www.standardandpoors.com>

términos de tamaño y apalancamiento financiero. Según Standard & Poor's Brinker cuenta con un rating crediticio BB+.

A diciembre de 2017 el spread entre uno y otro bono era de 123 puntos básicos, aumentando luego de esa fecha hasta llegar a 163 puntos básicos el 31 de diciembre de 2018.

Teniendo en cuenta las características de Red Robin, y las consideraciones vertidas en el presente apartado, se agregó un spread de 150 puntos básicos al rendimiento del bono de Darden de largo plazo, por tratarse de una firma más pequeña, con más deuda y mayor riesgo que esta, por lo que el costo de la deuda para Red Robin se estimó en 7,13% (antes de impuestos).

Por otra parte, teniendo en cuenta que la tasa marginal del impuesto a las ganancias, en atención a la reciente reforma fiscal, se calculó en 15%, el costo de la deuda después de impuestos sería de 6,06%.

Costo del Equity (Ke)

El costo del equity será determinado utilizando la metodología propuesta por el CAPM, la cual está representada por la siguiente fórmula:

$$K_e = K_{rf} + \beta * (K_m - K_{rf})$$

Donde:

- Ke= Costo del equity
- Krf= Tasa libre de riesgo
- β = Beta de la compañía. Es el riesgo no diversificable de la firma.
- Km= Rendimiento esperado del mercado
- (Km - Krf)= Es la prima de riesgo del mercado. El retorno adicional requerido por los inversores para invertir en acciones por sobre la tasa libre de riesgo.

Tasa libre de riesgo

Para determinar la tasa libre de riesgo a utilizar en el modelo de valuación se tomó como estimador de la misma a los bonos del Tesoro de los Estados Unidos a 10 años.

En tal sentido, se estimó a la tasa libre de riesgo en 2,69%, que es el rendimiento que tenían los referidos bonos al 31/12/2018.

Cálculo del Beta de la compañía

Para el cálculo del beta de la firma, se corrió una regresión entre los retornos diarios de las acciones de Red Robin y el índice S&P 500, el cual se tomó como estimador del rendimiento del mercado.

La regresión se corrió para el período que va entre el 19/07/2002 (fecha en que la empresa comenzó a cotizar públicamente en la bolsa de los Estados Unidos) y el 31/12/2018.

Mediante esta metodología, se determina el beta de la firma como la pendiente que se obtiene resultado de la regresión entre los retornos diarios de las acciones de la compañía bajo estudio y el mercado.

En este caso, se obtuvo una pendiente de 0,98, tal y como puede apreciarse en el gráfico que se encuentra a continuación.

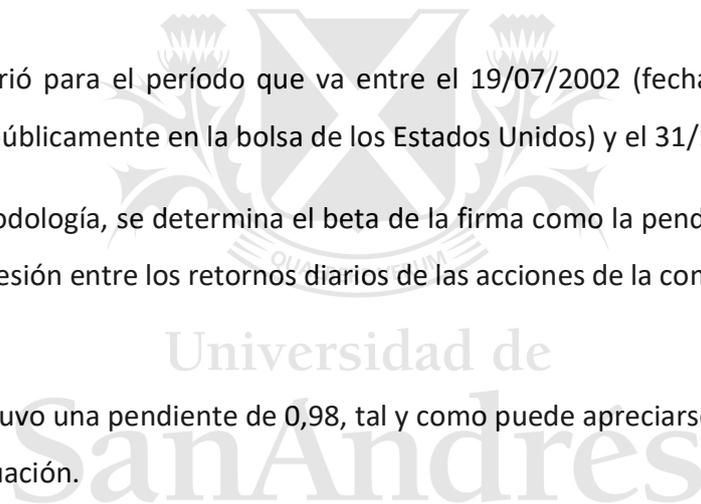
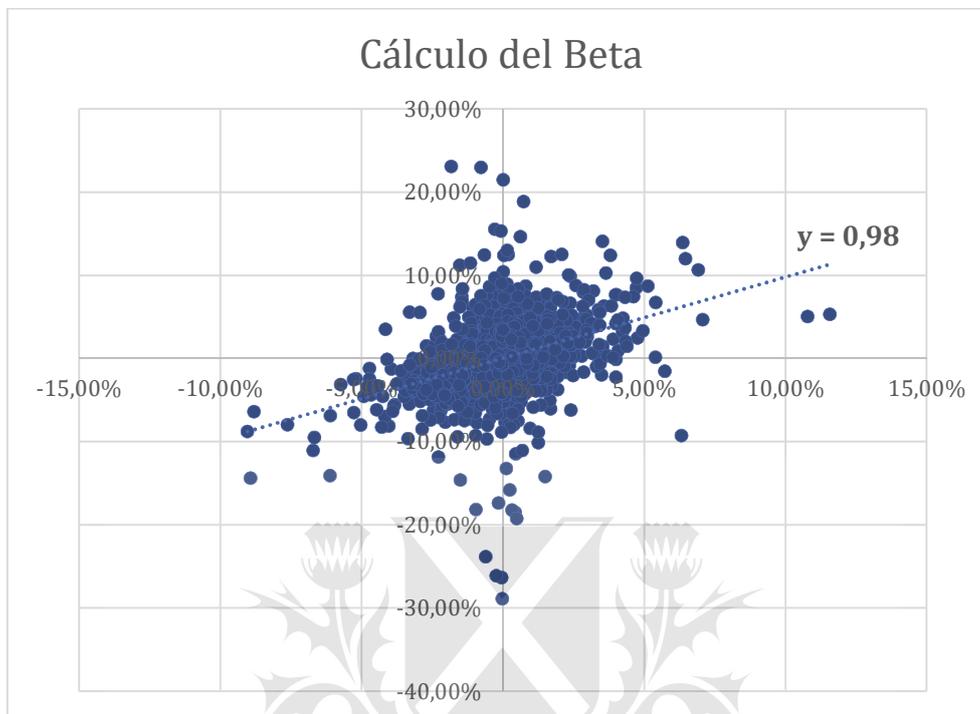


Gráfico N° 41: Cálculo del Beta de Red Robin Gourmet Burgers Inc.



Fuente: Elaboración propia en base a series de datos obtenidos del portal Yahoo Finance⁶³.

El cálculo del beta, tomado como la regresión entre las variables descritas, se encuentra representado por la siguiente fórmula:

$$\beta = \frac{\text{Covarianza (Red Robin; S\&P 500)}}{\text{Varianza (S\&P 500)}}$$

El beta obtenido de la regresión es un promedio histórico del período analizado. En virtud de ello, puede que el resultado obtenido no sea un fiel reflejo del riesgo intrínseco de la firma en la actualidad.

Para evitar dicho problema, una vez realizada la regresión, se analizó la estabilidad del beta de la empresa a lo largo del tiempo.

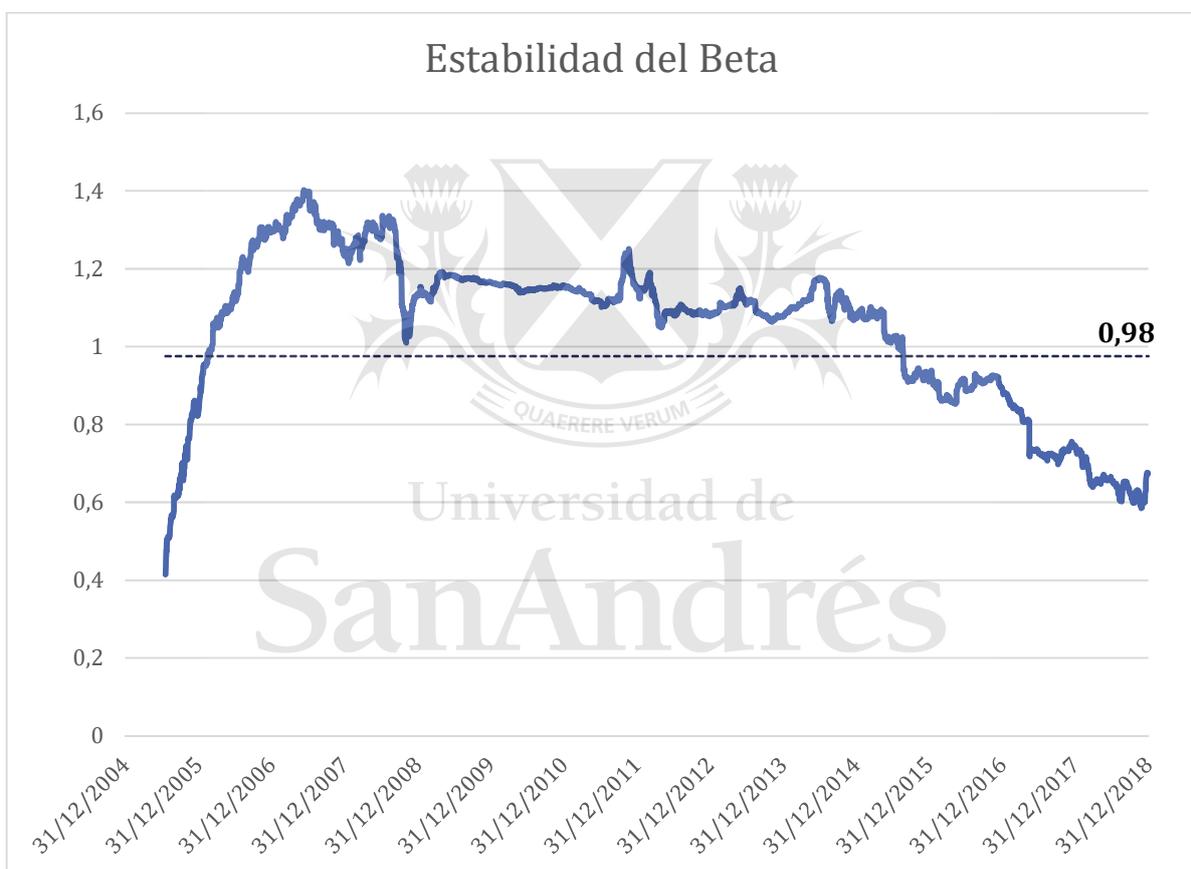
⁶³ <https://finance.yahoo.com/>

Para ello, se tomó el período entre el 20/07/2005 y el 31/12/2018, y se calculó el beta para los tres años anteriores para cada una de las jornadas comprendidas en ese tiempo.

En otras palabras, lo que se hizo fue tomar la media móvil del beta de 755 jornadas (aproximadamente 3 años) y correrla en el periodo referido.

El resultado de dicho análisis puede observarse en el gráfico que acompaño debajo.

Gráfico 42: Estabilidad del Beta.



Fuente: Elaboración propia en base a series de datos obtenidas de Yahoo Finance.

Como se puede ver, entre 2006 y 2015 el beta de tres años promedio estuvo por encima de 1 (dicho en otras palabras, con una volatilidad mayor a la del mercado), luego bajando en los últimos años por debajo de dicho número.

En conclusión, atendiendo a la totalidad de la muestra, el beta muestra una estabilidad suficiente como para justificar la utilización del beta obtenido en la regresión de todo el período.

Por ello, se determinó en 0,98 el Beta de la compañía, y se utilizó el mismo para el cálculo del costo del equity de Red Robin.

Rendimiento esperado del mercado (Km) y Prima de Riesgo (Km - Krf)

Para estimar el rendimiento esperado del mercado, y la prima de riesgo del mismo por sobre los activos libres de riesgo, se tomó el rendimiento total del S&P 500 (es decir lo ganado por dividendos más lo ganado o perdido por diferencias de capital) para el periodo 1928-2018.

Luego, se obtuvo el promedio geométrico para dicho período, lo que arrojó un resultado de 9,49%⁶⁴. Se tomó este valor como estimación del rendimiento esperado del mercado.

He decidido tomar retornos totales del índice ya que considero que la prima de riesgo del mercado debe tener en cuenta tanto las ganancias por capital como el pago de dividendos.

Teniendo en consideración que se estimó la tasa libre de riesgo en 2,69%, la prima de mercado a utilizar en la estimación del costo del equity será de 6,80%.

Cálculo del Costo del Equity (Ke)

Habiendo estimado las variables requeridas para poder calcular el costo del equity de Red Robin, solo resta reemplazar los términos de la ecuación por dichas variables:

$$Ke = 2,69\% + 0,98 * (9,49\% - 2,69\%) = 9,35\%$$

En consecuencia, el costo del equity de Red Robin se estima en 9,35%.

⁶⁴ Para el presente trabajo, se tomó la serie de datos elaborada por Aswath Damodaran, que puede consultarse en el siguiente enlace: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC)

Estimadas todas las variables, es posible ahora calcular el costo promedio ponderado del capital de la empresa.

En este punto, es menester recordar que la estructura de capital de la compañía está compuesta por un 36% de deuda y un 64% de equity.⁶⁵

Ahora sí, entonces, podemos calcular el WACC de la firma:

$$WACC = (7,13\% * (1-15\%)) * (35,8\%) + (9,35\% * 64,2\%) = 8,17\%$$

Por lo expuesto, se utilizará una tasa de descuento para los flujos de fondos de la firma de 8,17%.

En tal contexto, estimadas todas las variables necesarias para el modelo de valuación por flujos de fondos descontados, se procedió entonces a realizar la valuación de la firma bajo los tres escenarios propuestos.

Proyecciones del Estado de Resultados y otras variables contables

Antes de comenzar, entiendo permitirme realizar algunos comentarios preliminares.

Red Robin se encuentra atravesando un momento de profundos cambios y reestructuración interna, especialmente destinado a redefinir y mejorar el servicio prestado dentro de sus restaurantes, incorporando la tecnología y los cambios necesarios para poder garantizar un crecimiento sostenido de la empresa en el largo plazo.

Por estos motivos, la firma ha manifestado que tiene previsto no abrir nuevos locales propios por entre 18 y 24 meses comenzando en 2019.

⁶⁵ Valores al 31/12/2018. Recordar que se tomó el monto de la deuda según el valor libros y el valor de mercado del equity a esa fecha.

Por otra parte, el management ha comunicado un plan de refranquiciamiento de la empresa, que incluirá la venta de 100 restaurantes propios que pasarán a ser explotados bajo la modalidad de franquicias.

Es importante destacar que Red Robin sólo es propietaria de 37 inmuebles, el resto los opera bajo la modalidad de leasing.

El objetivo del management es llevar el mix de franquicias hasta el 30% del total de restaurantes (actualmente representan el 16%)⁶⁶.

Al momento de realizar este trabajo no se cuentan con mayores datos sobre la implementación concreta de este plan, por lo que se partirá del supuesto de una venta escalonada de locales propios a partir del año 2020.

En virtud de ello, se realizarán las proyecciones de los estados contables para los próximos 6 años, con más el flujo terminal (ello debido a que se considera que la vida de la firma perdura indefinidamente en el tiempo), en miras a la realización del ejercicio de la valuación por flujos de fondos descontados.

En este sentido, se estima que el período 2019-2020 será de transición en miras a mejorar la eficiencia de los locales propios, y la serie 2020-2023 de implementación del plan de refranquiciamiento hasta alcanzar el mix buscado por el management.

Se estima que la compañía ha alcanzado un nivel cercano a la madurez, que se ha trasladado en una disminución de la apertura de nuevos locales en los últimos años.

Por ello, se proyectará una tasa de crecimiento de apertura de nuevos locales que permitan alcanzar el mix de franquicias y locales propios esperado por la compañía, y en línea con el crecimiento de restaurantes nuevos del último tiempo.

⁶⁶ Fuente: Transcripción de teleconferencia de Red Robin de presentación de resultados del último trimestre y año completo de 2018. Puede consultarse la misma en: <https://seekingalpha.com/article/4244552-red-robin-gourmet-burgers-inc-s-rrgb-ceo-denny-post-q4-2018-results-earnings-call-transcript?part=single>

Dentro de las variables a estimar en este apartado, me parece apropiado dividir las mismas en dos categorías diferentes, según la importancia que revisten las mismas dentro del modelo de valuación.

En tal sentido, he separado las mismas en variables primarias y secundarias, como se describe a continuación.

Variables primarias a estimar:

- **Ventas futuras**, que a su vez será estimada mediante la proyección de dos variables:
 - Aumento de locales propios y franquicias
 - Crecimiento de ventas en locales comparables
- **Estructura de costos y evolución de márgenes**

Variables secundarias:

- Depreciaciones
- Inversiones de Capital (CapEx)
- Capital de Trabajo
- Intereses
- Otros costos
- Tasa de impuesto a las ganancias

Por otra parte, y como se ha comentado anteriormente, cabe señalar que se proyectarán tres escenarios distintos. Comenzaré el trabajo con la determinación del escenario base.

Escenario Base

En este escenario las variables se desempeñan según las previsiones del management de la firma.

Proyección de Ventas

Para estimar las ventas futuras, se proyectaron dos variables que se entienden como fundamentales y determinantes directas de los ingresos brutos totales de la firma: la evolución

de la totalidad de restaurantes (apertura de nuevos locales netos) y el aumento de ventas en locales comparables.

Teniendo en cuenta las proyecciones del management, se estimó el crecimiento de locales, tanto propios como de franquicias.

Por otra parte, se proyectó la evolución de las ventas en locales comparables, teniendo en cuenta importancia de esta variable como motor de crecimiento genuino para las cadenas de restaurantes.

Por último, también se estimaron los ingresos futuros provenientes del segmento “otros” (tarjetas de regalos, licencias, etc.), aunque se entiende a esta variable como de una importancia relativa menor por tener una pequeña participación en los ingresos totales de Red Robin.

En función de la proyección de estas variables, se estimaron las proyecciones de ventas totales de la firma para el periodo 2019-2024.

Proyección de apertura de nuevos locales propios y franquicias (y crecimiento de restaurantes totales)

Según el reporte anual de la compañía para el año fiscal de 2018, Red Robin estima no abrir nuevos locales en 2019 y cerrar 5 de los que se encuentran en funcionamiento.

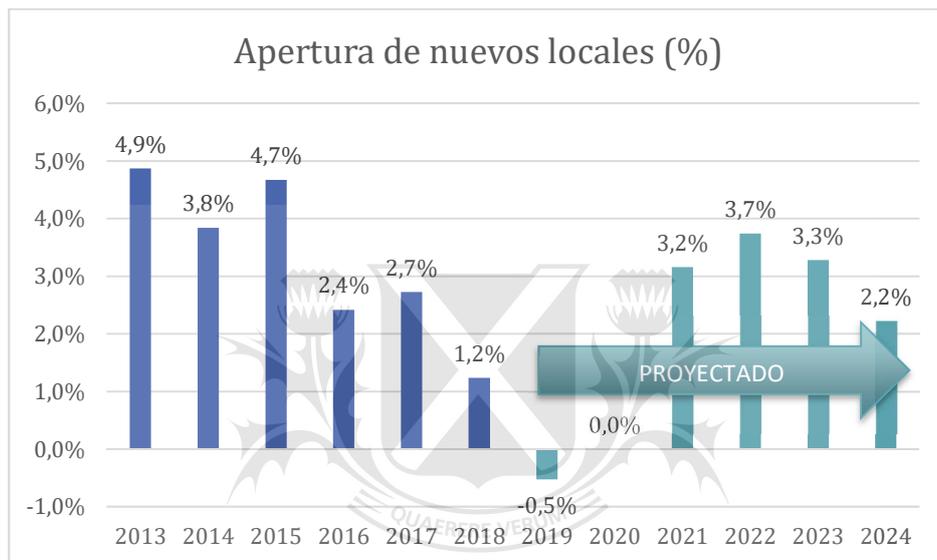
Por su parte, de acuerdo con el reporte anual antes referido, se estima se seguirán abriendo franquicias en 2019. Se ha proyectado la apertura de dos nuevas franquicias para ese año (en línea con el promedio de aperturas de los últimos años).

Respecto del refranquiciamiento, se estima una implementación escalonada que comience en 2020 y que incluya la venta de 30 locales ese año, 30 en 2021, 20 en 2022 y otros 20 en 2023.

Ello así dado que al momento de realizar este trabajo Red Robin se encontraba iniciando conversaciones con posibles compradores, con lo cual se estima difícil que pueda comenzar a implementarse en 2019.

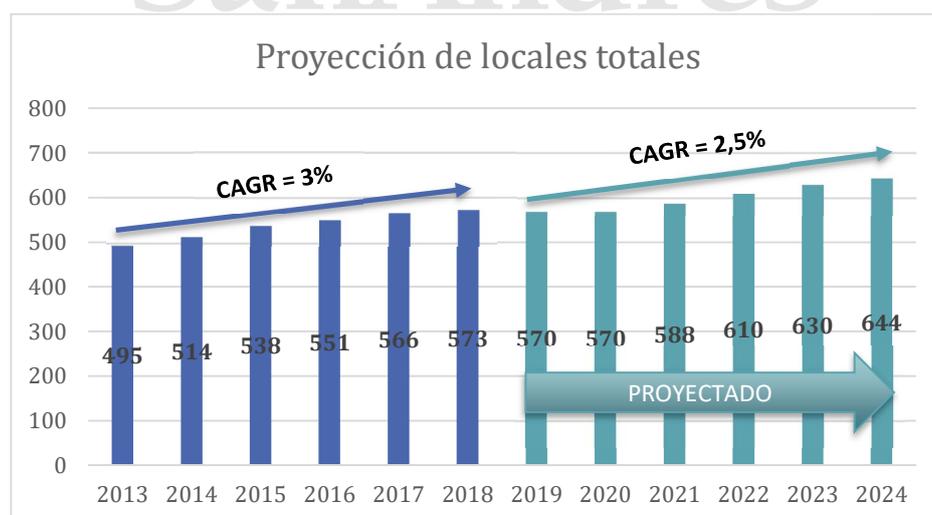
En cuanto a la apertura de nuevos locales para los siguientes ejercicios, se proyectó para los años 2021, 2022, 2023 y 2024 un aumento de los locales propios en una medida que permita alcanzar el mix buscado por el management y que se encuentre en línea con las aperturas observadas en el período 2013-2017.

Gráfico N° 43: Proyección de apertura de nuevos locales



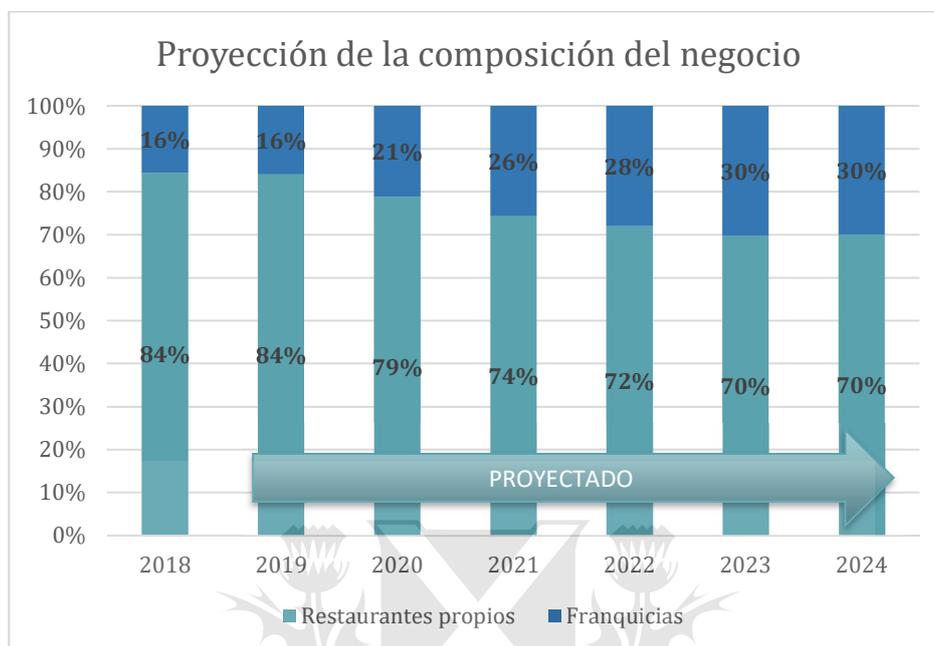
Fuente: Estimaciones propias elaboradas en base a los datos contables de la firma presentados en sus reportes anuales.

Gráfico N° 44: Proyección de locales totales



Fuente: Estimaciones propias elaboradas en base a los datos contables de la firma presentados en sus reportes anuales.

Gráfico N° 45: Proyección de la composición del negocio



Fuente: Estimaciones propias elaboradas en base a los datos contables de la firma presentados en sus reportes anuales.

Cuadro N° 3: Proyección de crecimiento de restaurantes de Red Robin

Columna1	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Restaurantes propios	484	479	449	437	439	439	451
Franquicias	89	91	121	151	171	191	193
Total	573	570	570	588	610	630	644

Fuente: Estimaciones propias elaboradas en base a los datos contables de la firma presentados en sus reportes anuales.

Proyección de las ventas en locales comparables

El management proyecta un crecimiento de las ventas en locales comparables de entre 0 y 150 puntos básicos para 2019. Para el escenario base, se tomó el punto medio, estimándose un crecimiento de 0,75% para ese año.

Para los ejercicios siguientes, bajo este escenario se proyecta el cumplimiento del plan del management de lograr mayor eficiencia en los locales, estimándose ello pueda verse reflejado en las ventas de locales comparables a partir de 2020.

En este sentido, se estimó un crecimiento de estas ventas para 2020 de 2%, para 2021 de 3%, para 2022 de 2,5%, para 2023 de 2% y para 2024 de 1,5%.

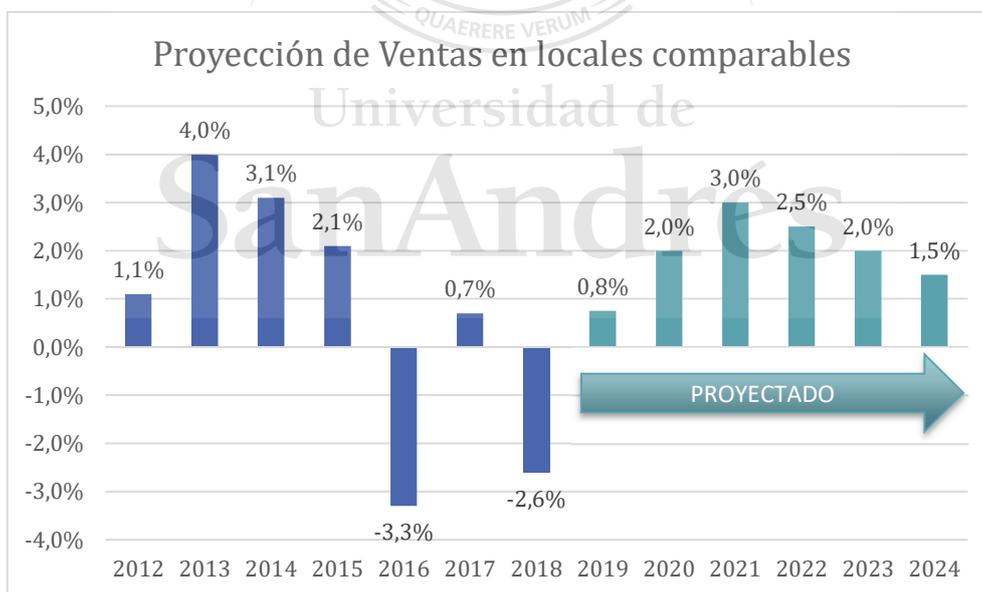
El crecimiento de ventas de locales comparables del escenario base equivale a que la firma alcance en 2024 un ratio de ventas por local propio de aproximadamente 3,05 millones de dólares por restaurante⁶⁷.

Esta cifra es cercana a la alcanzada en 2015, que fue el mejor de los últimos 5 años para la firma, ajustada por inflación.

Además, debe tenerse en cuenta que las ventas en locales comparables se componen de dos elementos principales: los precios del menú y el tráfico de clientes.

Por lo tanto, es importante recordar que en la estimación de esta variable también se están teniendo en cuenta los aumentos de precios en el futuro.

Gráfico N° 46: Proyección de ventas en locales comparables (crecimiento anual porcentual)



Fuente: Proyecciones propias elaboradas a partir de la información contenida en el reporte anual de la firma para el año 2018 y anteriores.

⁶⁷ Para su cálculo se dividieron las ventas de locales propios proyectadas para 2024 por la cantidad de restaurantes propios estimados para ese año.

Proyección del rubro otros

El management de la firma espera que el rubro otros (tarjetas de regalos y otros) continúe creciendo con fuerza en los próximos años.

En tal sentido, se estimó un crecimiento del 10% anual constante para este rubro.

Para ello, se calculó la tasa de crecimiento anual compuesta de los últimos 5 años del rubro otros, obteniéndose una tasa de 10,4% para dicho período.

Proyección de las ventas totales

Para estimar la proyección de las ventas brutas totales de la firma, se realizaron en primer lugar las estimaciones de ventas para los locales propios.

Se calcularon las ventas por restaurante propio, dividiendo las ventas de esos locales para 2018 (tomando como base de cálculo las ventas reportadas menos las ganancias adicionales de la semana extra) por la cantidad de establecimientos de Red Robin al finalizar dicho año.

Se obtuvo una ganancia promedio de 2,72 millones de dólares por restaurante propio.

Luego, para estimar las ventas de esos locales para 2019, se multiplicó la ganancia promedio de 2018 por 1 más el incremento previsto de ventas en locales comparables para ese año (0,75%), obteniéndose 2,74 (millones de dólares) como ganancia promedio por restaurant esperada para 2019.

A ese valor se lo multiplicó por la cantidad de locales propios proyectados para ese año (479), obteniendo entonces las ventas brutas para el segmento de restaurantes propios de la firma para 2019, estimadas en 1312,4 millones de dólares.

Para determinar las ventas estimadas para el segmento de franquicias, se utilizó una metodología similar.

Se calcularon los ingresos promedios por franquicias, obteniéndose un ingreso promedio de 200 mil dólares por franquicia. A ello se le agregó el incremento previsto por ventas en locales

comparables y se lo multiplicó por la cantidad total de franquicias estimadas para 2019 (91), lo que dio como resultado ventas esperadas para ese año por 17,9 millones de dólares para este segmento.

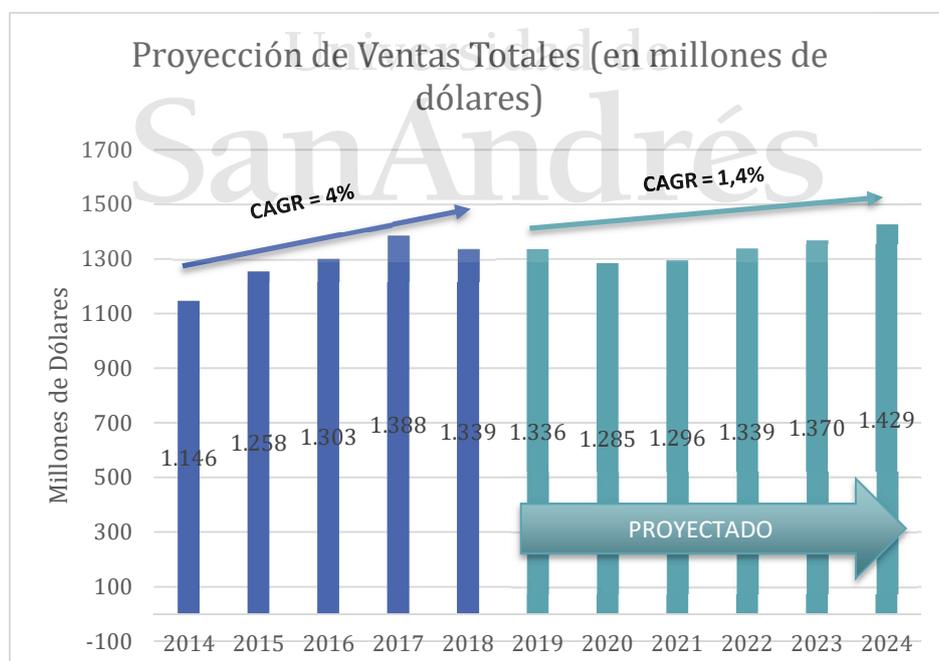
Por último, para proyectar el rubro “otros”, se tomaron las ventas reportadas para el año 2018 y se le agregó el crecimiento esperado para el año siguiente (10%).

Para los años siguientes (2020-2024) se utilizó la misma metodología en los tres segmentos del negocio.

Una vez realizadas las proyecciones de ventas para cada uno de los segmentos antes mencionados, se adicionaron las tres y se obtuvieron las ventas brutas totales esperadas para los años 2019-2024.

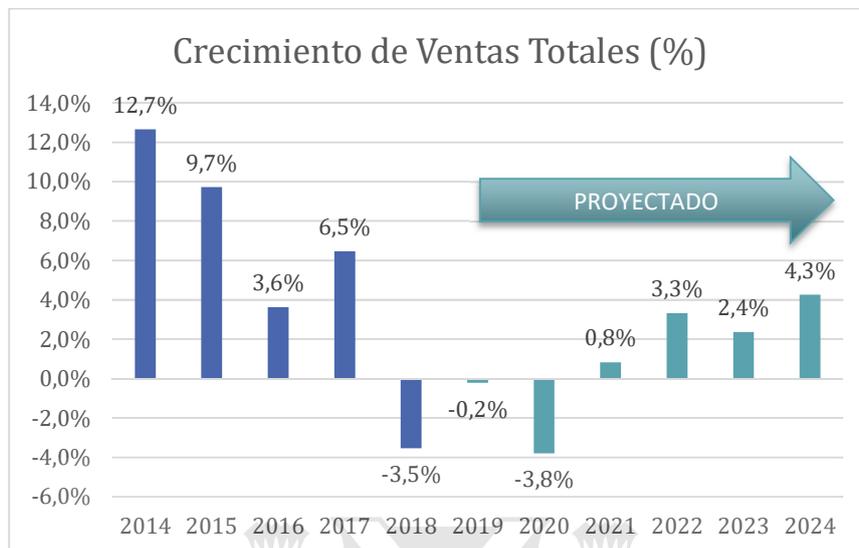
En el gráfico debajo podremos ver la evolución de las ventas totales de la compañía, y su proyección para el período 2019-2024.

Gráfico N° 47: Proyección de ventas totales



Fuente: Proyecciones propias elaboradas a partir de la información contenida en el reporte anual de la firma para el año 2018 y anteriores.

Gráfico N° 48: Proyección de ventas totales



Fuente: Proyecciones propias elaboradas a partir de la información contenida en el reporte anual de la firma para el año 2018 y anteriores.

Evolución de márgenes y proyecciones de costos

Como se ha comentado antes en el presente trabajo, Red Robin tiene un problema de rentabilidad con sus márgenes netos, EBIT y EBITDA muy bajos en comparación a sus competidores.

Ello sucede aun cuando la firma maneja buenos márgenes operativos de restaurantes medidos en comparación con la competencia.

De acuerdo con el reporte anual de la empresa para el año 2018, una de las metas del management es mejorar el margen EBITDA a través de crecimiento de ventas sostenible y un manejo eficiente de los costos.

Proyección de costos operativos

Para la estimación de los costos operativos se estima estos permanecerán estables en todo período proyectado.

Cabe tener presente que aquí me refiero a los costos operativos de restaurantes, rubro en el cual Red Robin viene mostrando niveles mejores a la competencia.

En esta categoría se incluyen los costos de alimentos y embalaje, costos laborales, alquileres y otros costos operativos.

Los costos de alimentos y laborales representan más del 70% de los costos operativos de restaurantes, y están sujetos a fluctuaciones importantes (inflación, oferta y demanda, aumento del salario mínimo) que pueden tener un impacto negativo.

Se proyectó que los costos de alimentos y embalaje permanecerán estables en el 23,8% de las ventas de Red Robin.

Para ello se tuvo en cuenta que Red Robin realiza acuerdos de precios con los proveedores donde fija precios para diferentes productos, y que el componente inflación también está representado en el crecimiento de precios.

Respecto de los costos laborales, se los proyectó de manera constante como el 33,4% de las ventas de la compañía.

Se tuvo en consideración que la empresa se encuentra implementando tecnología con el objetivo de obtener mayor eficiencia en el manejo de los recursos humanos, haciendo más eficiente el trabajo y permitiendo disminuir costos. Con ello podrá compensar aumentos en los salarios mínimos y mayor presión en salarios como consecuencia de una tasa de desempleo en niveles muy bajos.

Para el caso del costo de alquileres, de la información contable se observó que la firma tiene un costo estable por local ajustado por inflación. Por ello, para proyectar este rubro se estimó el costo por local por año, se lo actualizó por inflación y se lo multiplicó por la cantidad de locales propios de cada ejercicio.

Atento el plan de refranquiciamiento del management se consideró a esta metodología como la más apropiada.

El rubro otros costos operativos se proyectó en 12,8% de las ventas totales, de manera constante.

La proyección de los costos de alimentos, laborales y otros operativos se obtuvo calculando el promedio de los mismos para los últimos 5 ejercicios de la firma (2014-2018).

Costos de ventas, generales y administrativos

Se proyectaron los costos de ventas, generales y administrativos en un 11% de las ventas totales de la firma.

Para ello se tuvo en cuenta la tendencia de los últimos años en la cual la firma ha venido bajando la proporción de estos costos respecto de las ventas totales año a año (con excepción de un pequeño aumento en 2017).

Para tener una idea, entre 2013 y 2018 Red Robin mejoró 300 puntos básicos este rubro medido respecto de las ventas, pasando de 12,9% en 2013 a 10,9% en 2018.

Además, se tuvo en cuenta que Red Robin tiene muy altos estos costos en comparación con sus competidores, por lo que es esperable que al menos el management se esfuerce por mantener los niveles del último año.

Plan de Refranquiciamiento

Respecto del plan de refranquiciamiento, es importante recordar que se supone que Red Robin venderá únicamente locales que tiene en leasing.

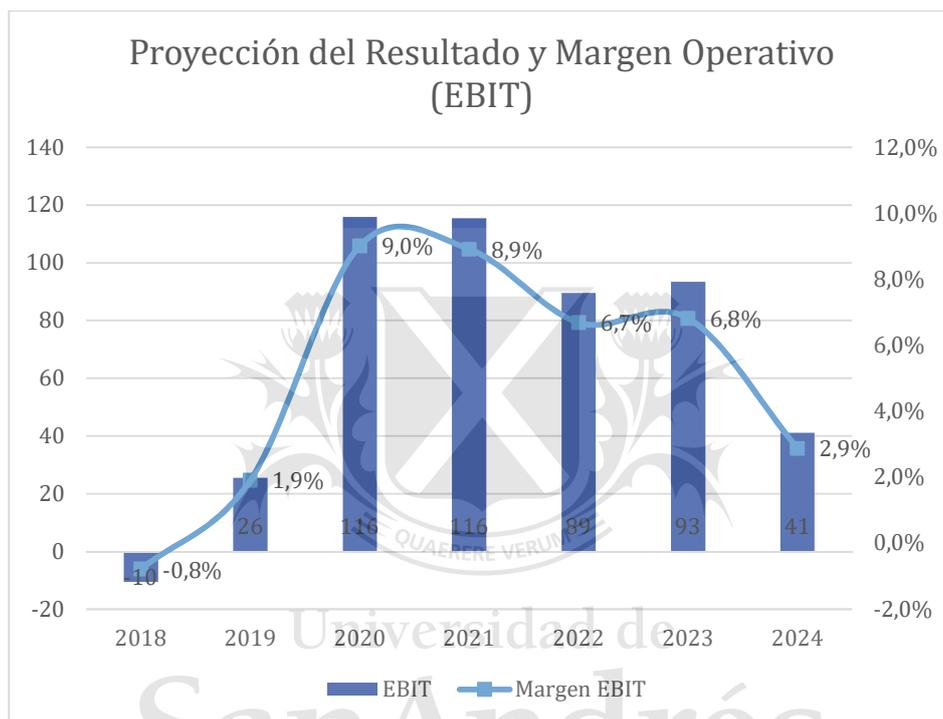
En tal sentido se tomó el costo promedio al cual Red Robin ha adquirido locales de franquicias en el pasado, estimándose ingresos de 2,5 millones de dólares por local vendido a un nuevo franquiciante (ajustado año a año por inflación).

Los fondos obtenidos como consecuencia de la venta de locales propios los mismos fueron considerados como ingresos inusuales (consignados junto con los costos no operativos) en el estado de resultados de cada ejercicio.

Proyección de márgenes bajo el escenario base

En virtud de las proyecciones de ventas y costos realizadas, en el gráfico debajo puede verse la proyección del resultado operativo (EBIT) y del margen EBIT.

Gráfico N° 49: Proyección de resultado y margen operativo (EBIT)



Fuente: Proyecciones propias elaboradas a partir de la información contenida en el reporte anual de la firma para el año 2018 y anteriores.

Cuadro N° 4: Proyección de márgenes bajo el escenario base

Márgenes	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Margen Bruto	20,4%	21,4%	21,4%	21,6%	21,6%	21,7%	21,6%
Margen EBIT	-0,8%	1,9%	9,0%	8,9%	6,7%	6,8%	2,9%
Margen Neto	-0,5%	1,4%	7,2%	7,2%	5,3%	5,4%	2,0%
Margen EBITDA	6,3%	8,4%	15,5%	15,4%	13,2%	13,3%	9,4%

Fuente: Proyecciones propias elaboradas a partir de la información contenida en el reporte anual de la firma para el año 2018 y anteriores.

Debemos tener presente que el contexto de reorganización y refranquiciamiento de la compañía afecta los márgenes (EBIT, neto y EBITDA) del período proyectado.

Depreciaciones

Para estimar la evolución de las erogaciones que deberá destinar la firma en concepto de depreciaciones, se analizó el comportamiento de esta variable para el período 2009-2018. El monto asignado en este concepto se mantuvo relativamente estable, oscilando entre 5,9% y 7,1%.

Teniendo en cuenta lo antedicho, se proyectó para el periodo 2020-2024 que las depreciaciones permanecerán estables en un 6,5% de las ventas brutas totales, monto que es equivalente al promedio de los últimos 5 años.

Otros costos no operativos

Se estimaron en un 1% de las ventas totales, manteniéndose dicha relación constante a través del tiempo.

Para ello se tomó un punto medio entre el promedio de 5 y de 10 años, teniendo en consideración que 2018 y 2016 fueron años donde este rubro fue especialmente alto en comparación con la serie histórica.

Proyección de inversiones de capital

Se analizaron datos de los últimos 5 años (2014-2018) con relación a los gastos de capital.

Se tomó el costo promedio para cada año para las inversiones de capital tanto para apertura de nuevos locales como para el costo de mantenimiento por local.

Para la apertura de nuevos locales se proyectó una inversión de 2 millones de dólares por restaurante, y para inversión en mantenimiento de locales se estimó la misma en 110 mil dólares por establecimiento propio por año, ajustándose ambos rubros por inflación año a año.

Proyección de pago de intereses

Para proyectar el pago de intereses se tomó el promedio de los últimos 5 años del ratio intereses sobre ventas totales, obteniéndose 0,5%.

En consecuencia, se estimó el monto que destinará la firma para el pago de intereses como un 0,5% del monto proyectado en concepto de ventas brutas totales de Red Robin.

Además, para utilizar esta metodología, se tuvo en cuenta que se supone que la estructura de capital permanecerá inalterada a lo largo del tiempo.

Tasa de impuesto a las ganancias

El 22 de diciembre de 2017 entró en vigencia la reforma fiscal propiciada por el gobierno de Donald Trump (Ley de Trabajo y Reducción de Impuestos).

La norma introdujo importantes cambios en materia impositiva. En lo que respecta al presente trabajo, como punto saliente de la reforma, se redujo la tasa de impuesto a las ganancias para empresas del 35% al 21%.

Esto plantea un desafío a la hora de estimar la tasa efectiva de impuesto a las ganancias para los años futuros de la compañía.

Así, por ejemplo, estimaciones como las que realiza Damodaran respecto a la tasa efectiva aplicable a la industria de los restaurantes⁶⁸ (en las cuales se toma información pasada para elaborar las mismas), resultan inoficiosas a los fines de estimar la tasa futura aplicable a la compañía como tasa efectiva de impuesto a las ganancias.

Tengamos presente que el impuesto a las ganancias federal no es el único que aplica, sino que son una serie de impuestos los que conforman la tasa efectiva.

Entre los componentes más importantes que conforman esta tasa en la industria de los restaurantes se encuentra el impuesto a las ganancias federal (que fue el que se modificó), los

⁶⁸ Fuente: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/taxrate.htm.

impuestos municipales, y los créditos por propinas que propicia la ley del Centro de Inteligencia Financiera.

También aplican otros impuestos y créditos pero tienen una relevancia menor, siendo los principales los 3 antes nombrados.

La ley relativa al Centro de Inteligencia Financiera (conocida como “FICA”, por sus siglas en inglés), tiene como objetivo combatir los delitos financieros y propicia la registración de las relaciones laborales y los montos que puedan ser considerados remuneratorios. Con relación a los restaurantes, la norma otorga importantes créditos fiscales para aquellas compañías que regularicen e incluyan los montos percibidos como propinas en los recibos de sueldo de sus empleados.

En virtud de dicha norma es que los restaurantes obtienen beneficios fiscales que permiten reducir la tasa de impuesto a las ganancias efectiva a aplicar sobre sus ingresos.

Antes de la reforma impositiva, la tasa efectiva del impuesto a las ganancias para la industria de los restaurantes se encontraba en torno al 25%-27%.⁶⁹

Si observamos los estados contables de Red Robin, veremos que en los años en que se le aplicó una tasa efectiva positiva (en 2017 y 2016 tuvo beneficios fiscales), es decir, en los cuales tuvo que pagar ganancias, la tasa estuvo en valores entre 22% y 25%.⁷⁰

Dado el contexto en el que se encuentra Red Robin (último año con pérdidas), lo referido anteriormente, y lo manifestado por el management respecto de las previsiones de impuesto a las ganancias para 2019, se estima una tasa impositiva de 2,5% para ese año.⁷¹

Para los ejercicios siguientes, se ha proyectado una tasa efectiva impositiva calculada en el 15%.

⁶⁹ Ello en base a las estimaciones de Damodaran (fuente ya citada) y las estimaciones que provee la terminal de Thomson Reuters Eikon (<https://eikon.thomsonreuters.com/index.html>).

⁷⁰ La tasa efectiva de impuesto a las ganancias fue para el año 2012 de 23,1%, en 2013 de 21,8%, en 2014 de 22,2% y en 2015 de 24,6%. Fuente: Reportes anuales de Red Robin para los años 2017 y 2015.

⁷¹ Para esta estimación se tuvo en consideración las manifestaciones del management en la teleconferencia de presentación de ganancias trimestrales del tercer trimestre de 2018. Puede consultarse la misma en: <https://seekingalpha.com/article/4219157-red-robin-gourmet-burgers-rrgb-q3-2018-results-earnings-call-transcript?part=single>

La justificación para la aplicación de dicha tasa es la siguiente: se estima una reducción en la tasa efectiva que tenía la industria (25%) en la misma proporción que se redujo el impuesto a las ganancias federal. Es decir, se redujo la tasa del 25% en un 40%, lo que arrojó una tasa impositiva del 15%.

Proyección del Capital de Trabajo y su variación

Para estimar la proyección del capital del trabajo se analizaron los datos contables de la compañía para el período 2014-2018, se calcularon los días de capital de trabajo para cada uno de los ejercicios y el porcentaje que el mismo representó sobre las ventas totales.

En consecuencia, se tomaron -18,25 como días de capital de trabajo proyectados constantes, y a partir de allí se calculó el capital de trabajo necesario en cada año.

Dicha de otra manera, la estimación corresponde a proyectar este rubro en -5% de las ventas totales de Red Robin, que es el promedio de los últimos 5 años.

Proyección de la tasa de crecimiento de largo plazo

Para el escenario base, se estimó la tasa de crecimiento de largo plazo en 3%, la cual se utilizará para calcular el valor del flujo terminal.

Es importante tener presente que se ha estimado la tasa nominal de crecimiento de la economía de Estados Unidos en 4% anual.

En este escenario, se espera una buena marcha de la economía de Estados Unidos, en línea con las proyecciones del Fondo Monetario Internacional comentadas antes en este trabajo.

Debido a la alta competencia que debe enfrentar la industria, para el escenario base se estima un crecimiento algo más conservador para el largo plazo que el máximo posible, que es el de la economía estadounidense.

Escenario optimista

El escenario optimista supone una evolución de las variables proyectadas por encima de las previsiones del management.

Debajo se detallan las variables que tienen un desempeño distinto al escenario base bajo el escenario optimista:

- Mayor aumento de ventas, explicado por un aumento en las ventas de locales comparables.
- Costos de ventas, generales y administrativos.
- Tasa de crecimiento de largo plazo.

El resto de las variables permanecen inalteradas respecto del escenario base.

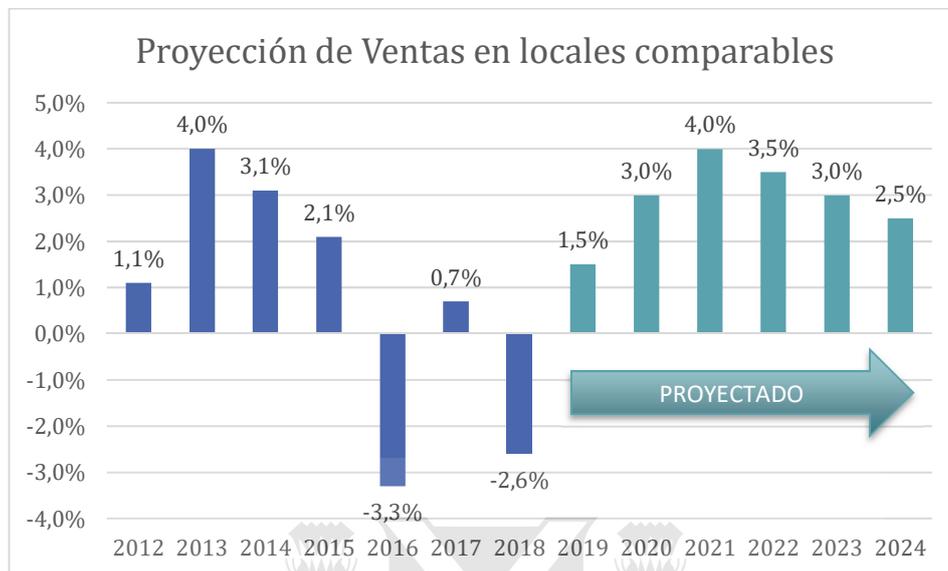
Aumento de Ventas

Para las ventas en locales comparables, se toma el extremo superior de la previsión del management para 2019, esperado en 1,5%.

Para los años siguientes, se mejoran las proyecciones del escenario base en 100 puntos básicos para cada ejercicio.

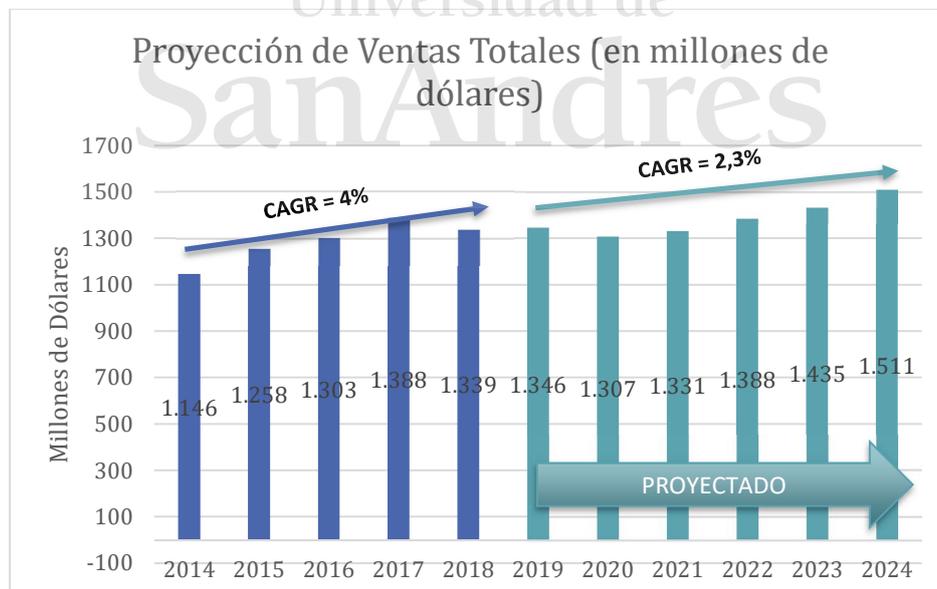
La ejecución del plan de refranquiciamiento y apertura de nuevos locales se mantiene como en el escenario base.

Gráfico N° 50: Proyección de ventas en locales comparables bajo escenario optimista



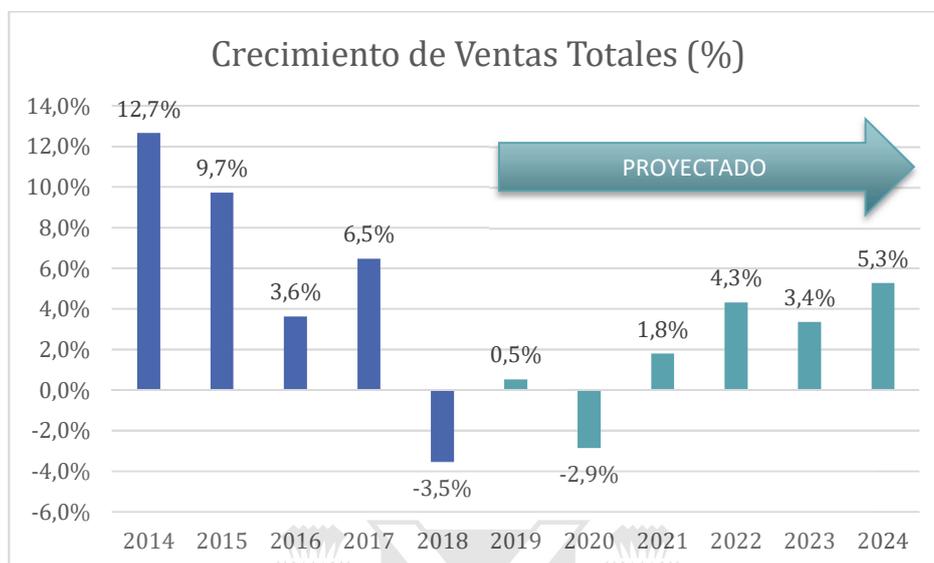
Fuente: Proyecciones propias elaboradas a partir de la información contenida en el reporte anual de la firma para el año 2018 y anteriores.

Gráfico N° 51: Proyección de crecimiento de ventas totales bajo escenario optimista (en millones de dólares)



Fuente: Proyecciones propias elaboradas a partir de la información contenida en el reporte anual de la firma para el año 2018 y anteriores.

Gráfico N° 52: Proyección de crecimiento de ventas totales bajo escenario optimista (porcentaje)



Fuente: Proyecciones propias elaboradas a partir de la información contenida en el reporte anual de la firma para el año 2018 y anteriores.

Costos de ventas, generales y administrativos

En este caso, se estima una mejora anual de 20 puntos básicos (medidos estos costos como porcentaje de las ventas totales) de manera constante año a año, proyectando estos costos en 11% de las ventas totales en 2019, terminando en 10% para 2024.

Esto haría que este rubro esté más en línea con los competidores y le permitiría a la firma mejorar sus márgenes.

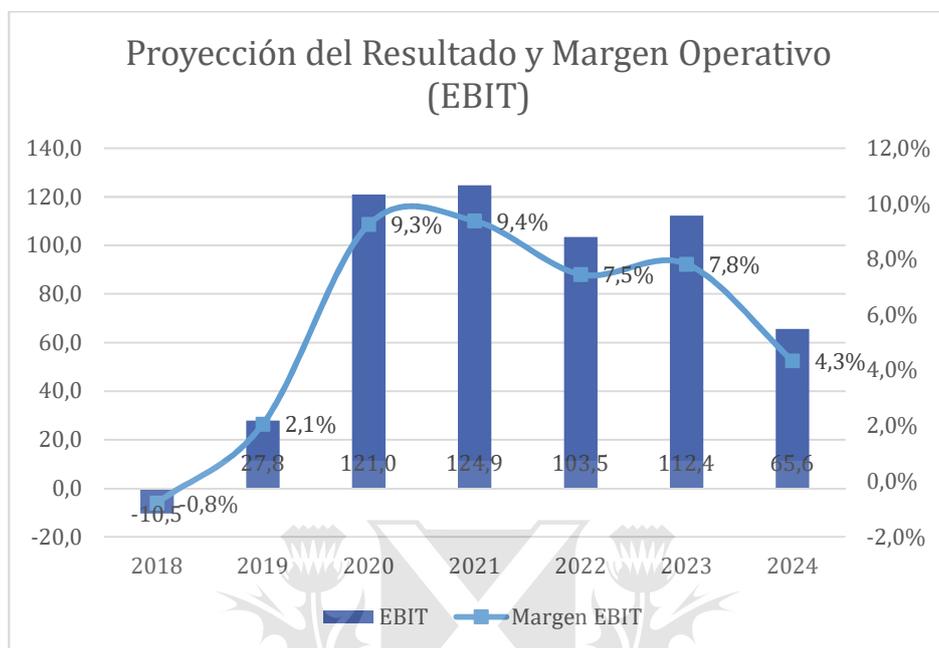
Tasa de crecimiento de largo plazo

Bajo el escenario optimista, se estima una tasa de crecimiento para el flujo terminal de 4%. Es decir, en este supuesto se espera que la empresa crezca al ritmo de la economía de Estados Unidos.

Proyección de márgenes bajo el escenario optimista

A continuación se acompaña la evolución de márgenes, proyectada bajo el escenario optimista.

Gráfico N° 53: Proyección del resultado y margen operativo (EBIT) bajo el escenario optimista



Fuente: Proyecciones propias elaboradas a partir de la información contenida en el reporte anual de la firma para el año 2018 y anteriores.

Cuadro N° 5: Proyección de márgenes bajo el escenario optimista

Márgenes	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Margen Bruto	20,4%	21,5%	21,6%	21,8%	21,9%	22,1%	22,1%
Margen EBIT	-0,8%	2,1%	9,3%	9,4%	7,5%	7,8%	4,3%
Margen Neto	-0,5%	1,5%	7,4%	7,6%	5,9%	6,2%	3,3%
Margen EBITDA	6,3%	8,6%	15,8%	15,9%	14,0%	14,3%	10,8%

Fuente: Elaboración propia.

Escenario pesimista

El escenario pesimista supone un desempeño de las variables proyectadas por debajo de las estimaciones realizadas para el escenario base.

Debajo se detallan las variables que tienen un desempeño distinto al escenario base bajo el escenario optimista:

- Menor crecimiento de ventas, explicado por un menor aumento de número de restaurantes y peores ventas en locales comparables.
- Aumento de costos de alimentos y laborales por encima de lo esperado.
- Tasa de crecimiento de largo plazo.

El resto de las variables permanecen inalteradas respecto del escenario base.

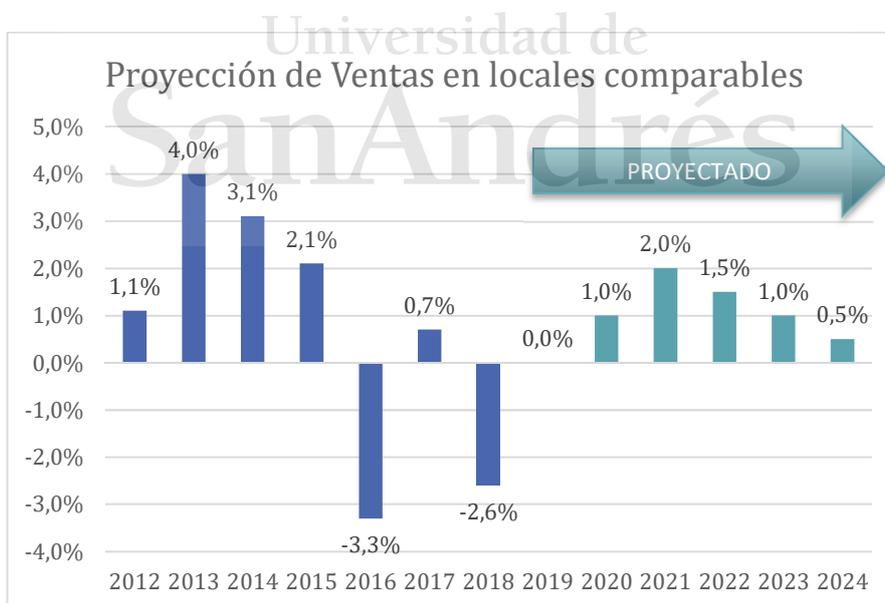
Aumento de Ventas

Para las ventas en locales comparables, se toma el extremo inferior de la previsión del management para 2019, esperado en 0%.

Para los años siguientes, se empeoran las proyecciones del escenario base en 100 puntos básicos para cada ejercicio.

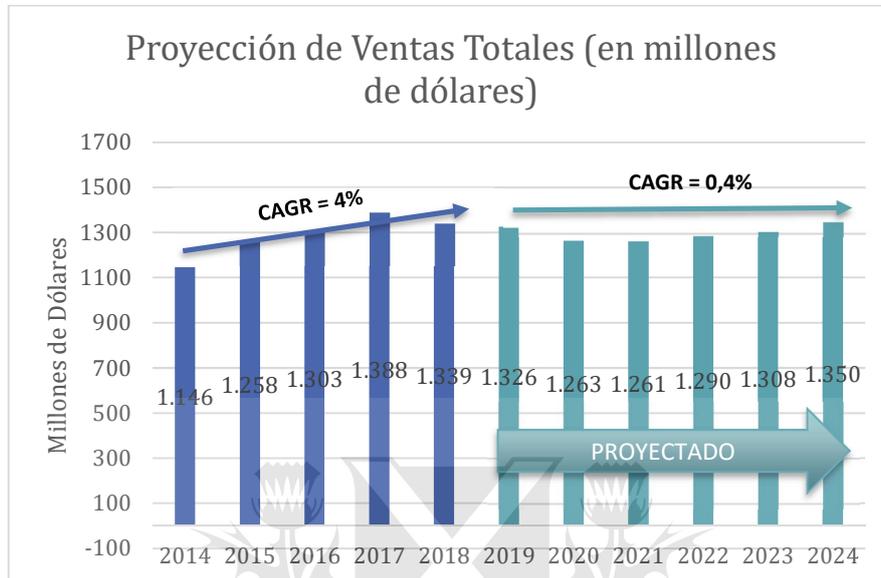
La ejecución del plan de refranquiciamiento y apertura de nuevos locales se mantiene como en el escenario base.

Gráfico N° 54: Proyección de ventas en locales comparables bajo el escenario pesimista



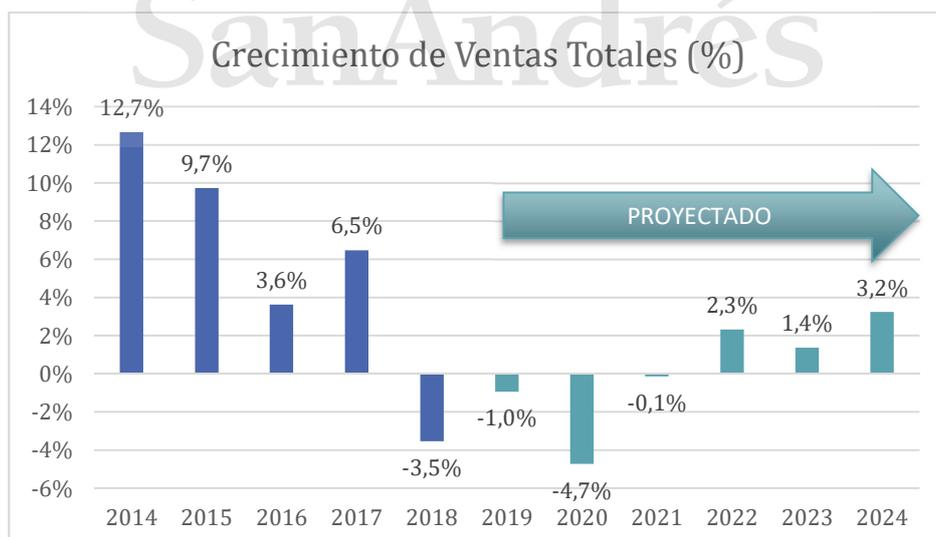
Fuente: Proyecciones propias elaboradas a partir de la información contenida en el reporte anual de la firma para el año 2018 y anteriores.

Gráfico N° 55: Proyección de crecimiento de ventas totales bajo el escenario pesimista (en millones de dólares)



Fuente: Proyecciones propias elaboradas a partir de la información contenida en el reporte anual de la firma para el año 2018 y anteriores.

Gráfico N° 56: Proyección de crecimiento de ventas totales bajo el escenario pesimista (porcentual)



Fuente: Proyecciones propias elaboradas a partir de la información contenida en el reporte anual de la firma para el año 2018 y anteriores.

Costos de alimentos y laborales

En este escenario se proyecta un contexto negativo de aumento de costos de alimentos y embalaje y de los costos laborales, por encima de lo esperado por la empresa.

En tal sentido, se proyecta a partir de 2020 un aumento de 0,10% en cada rubro y año a año (medido respecto de ventas totales).

Tasa de crecimiento de largo plazo

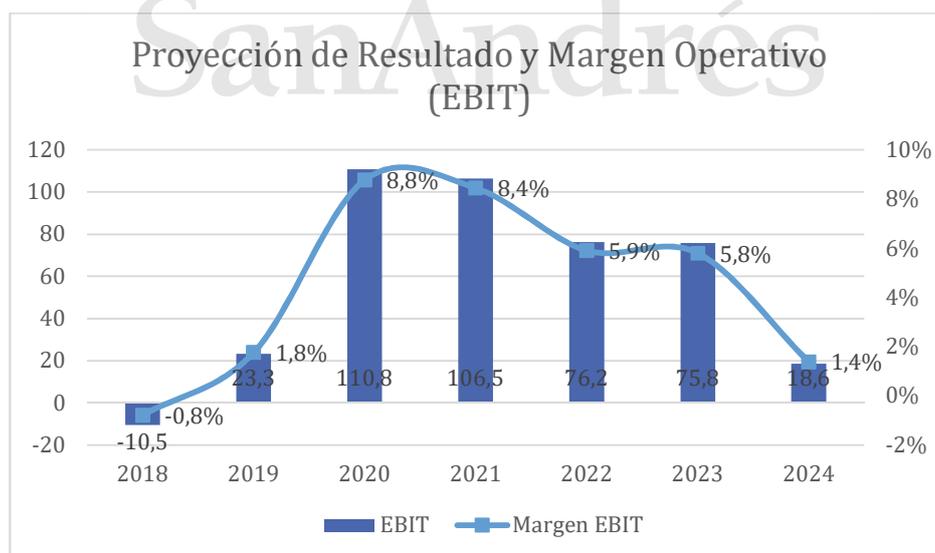
Bajo el escenario pesimista, se proyecta un contexto macroeconómico adverso, con la economía estadounidense creciendo por debajo de las estimaciones y un desempeño peor de la firma en términos generales en el largo plazo.

Se proyecta la tasa de crecimiento para el flujo terminal en 2% para este escenario.

Proyección de Márgenes bajo el Escenario Pesimista

A continuación se acompaña la evolución de márgenes, proyectada bajo el escenario pesimista.

Gráfico N° 57: Proyección del resultado y margen operativo (EBIT) bajo el escenario pesimista



Fuente: Proyecciones propias elaboradas a partir de la información contenida en el reporte anual de la firma para el año 2018 y anteriores.

Cuadro N° 6: Evolución de márgenes bajo el Escenario Pesimista

Márgenes	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Margen Bruto	20,4%	21,3%	21,1%	20,9%	20,7%	20,5%	20,2%
Margen EBIT	-0,8%	1,8%	8,8%	8,4%	5,9%	5,8%	1,4%
Margen Neto	-0,5%	1,2%	7,0%	6,8%	4,6%	4,5%	0,7%
Margen EBITDA	6,3%	8,3%	15,3%	14,9%	12,4%	12,3%	7,9%

Fuente: Elaboración propia.

Valuación bajo el Escenario Base

Debajo se acompaña la proyección del estado de flujos de fondos de la compañía y el resultado obtenido para su valuación en el escenario base.

Cuadro N° 7: Proyección de Flujos de Fondos Libres y Valuación de Red Robin para el Escenario Base

	2018	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E
Ventas	1338,5	1335,7	1285,0	1295,7	1338,7	1370,4	1428,7
EBIT	-10,5	25,6	115,9	115,5	89,5	93,4	41,1
Intereses	10,9	6,7	6,4	6,5	6,7	6,9	7,1
Ingresos antes de Impuestos	-21,4	18,9	109,4	109,0	82,8	86,6	34,0
Impuestos (T)	-15,0	0,5	16,4	16,4	12,4	13,0	5,1
Depreciaciones	95,4	86,8	83,5	84,2	87,0	89,1	92,9
Variación CT	-17,1	5,8	2,5	-0,5	-2,2	-1,6	-2,9
CAPEX	50,3	53,2	50,4	86,6	96,0	92,8	78,1
Flujos de Fondos Libres	44,3	52,7	129,1	96,3	69,2	77,3	52,6
Valor Terminal							1046,6

Valor presente (FFL + VT)	44,3	48,7	110,3	76,1	50,5	52,2	634,2
Valor firma	USD 1.016,4						

Fuente: Elaboración propia.

El resultado de la valuación por Flujos de Fondos Descontados para el escenario base arrojó un valor para la firma de 1.016,4 millones de dólares.

Por otra parte, cabe tener presente que la compañía cuenta con deuda por 193,4 millones de dólares y contaba con efectivo y equivalentes en caja por 18,6 millones de dólares.

En atención a ello, se se procedió a calcular el valor del capital accionario, restándole al valor de la firma el monto correspondiente a la deuda financiera y adicionándole el monto de caja.

El resultado obtenido fue un valor del equity de 841,6 millones de dólares.

Asimismo, en atención a que la firma cuenta con 12,998 millones de acciones en circulación, se obtuvo un valor de 64,7 dólares por acción.

Valuación bajo el Escenario Optimista

Se acompaña debajo el estado de flujos de fondos proyectado y el resultado obtenido para la valuación bajo el escenario optimista.

Cuadro Nº 8: Proyección de Flujos de Fondos Libres y Valuación de Red Robin para el Escenario Optimista

	2018	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E
Ventas	1338,5	1345,6	1307,2	1330,7	1388,2	1434,9	1510,6
EBIT	-10,5	27,8	121,0	124,9	103,5	112,4	65,6
Intereses	10,9	6,7	6,5	6,7	6,9	7,2	7,6
Ingresos antes de Impuestos	-21,4	21,1	114,5	118,2	96,6	105,2	58,1
Impuestos (T)	-15,0	0,5	17,2	17,7	14,5	15,8	8,7
Depreciaciones	95,4	87,5	85,0	86,5	90,2	93,3	98,2
Variación CT	-17,1	5,3	1,9	-1,2	-2,9	-2,3	-3,8
CAPEX	50,3	53,2	50,4	86,6	96,0	92,8	78,1
Flujos de Fondos Libres	44,3	56,0	135,5	107,2	85,1	98,3	79,6
Valor Terminal							1983,8

Valor presente (FFL + VT)	44,3	51,8	115,8	84,7	62,1	66,4	1190,5
Valor firma	USD 1.615,6						

Fuente: Elaboración propia.

Para el escenario optimista, el resultado de la valuación por flujos de fondos descontados fue un valor de la firma de 1.615,6 millones de dólares.

La compañía cuenta con deuda por 193,4 millones de dólares y contaba con efectivo y equivalentes en caja por 18,6 millones de dólares.

En atención a ello, se se procedió a calcular el valor del capital accionario, restándole al valor de la firma el monto correspondiente a la deuda financiera y adicionándole el monto de caja.

El resultado obtenido fue un valor del equity de 1.440,8 millones de dólares.

Asimismo, en atención a que la firma cuenta con 12,998 millones de acciones en circulación, se obtuvo un valor de 110,8 dólares por acción.

Valuación bajo el Escenario Pesimista

Por último, se acompaña debajo el estado de flujos de fondos proyectado y el resultado obtenido para la valuación bajo el escenario pesimista.

Cuadro N° 9: Proyección de Flujos de Fondos Libres y Valuación de Red Robin para el Escenario Pesimista

	2018	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E
Ventas	1338,5	1325,8	1263,1	1261,2	1290,5	1308,1	1350,5
EBIT	-10,5	23,3	110,8	106,5	76,2	75,8	18,6
Intereses	10,9	6,6	6,3	6,3	6,5	6,5	6,8
Ingresos antes de Impuestos	-21,4	16,7	104,5	100,2	69,8	69,3	11,8
Impuestos (T)	-15,0	0,4	15,7	15,0	10,5	10,4	1,8
Depreciaciones	95,4	86,2	82,1	82,0	83,9	85,0	87,8

Variación CT	-17,1	6,3	3,1	0,1	-1,5	-0,9	-2,1
CAPEX	50,3	53,2	50,4	86,6	96,0	92,8	78,1
Flujos de Fondos Libres	44,3	49,4	122,8	85,8	54,1	57,6	27,6
Valor Terminal							455,5

Valor presente (FFL + VT)	44,3	45,7	104,9	67,8	39,5	38,9	278,7
----------------------------------	-------------	-------------	--------------	-------------	-------------	-------------	--------------

Valor firma	USD 619,8
--------------------	------------------

Fuente: Elaboración propia.

Bajo el escenario pesimista, se obtuvo un valor de la firma de 619,8 millones de dólares.

La compañía cuenta con deuda por 193,4 millones de dólares y contaba con efectivo y equivalentes en caja por 18,6 millones de dólares.

Se calculó el valor del capital accionario, restándole al valor de la firma el monto correspondiente a la deuda financiera y adicionándole el monto de caja.

El resultado obtenido fue un valor del equity de 445 millones de dólares.

Asimismo, en atención a que la firma cuenta con 12,998 millones de acciones en circulación, se obtuvo un valor de 34,2 dólares por acción.

Análisis de sensibilidad

Luego de realizada la valuación bajo los tres escenarios, se hizo un análisis de sensibilidad para observar las variaciones en el valor de la firma ante cambios en determinadas variables.

En primer lugar, se realizó un análisis de sensibilidad del valor de la firma modificando la tasa de crecimiento de largo plazo y el WACC.

Cuadro N° 10: Análisis de sensibilidad del valor de la firma

		Tasa de Crecimiento de Largo Plazo								
		2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3%	3,25%	3,50%	3,75%	4,00%
WACC	8,92%	830	847	866	886	907	930	956	984	1015
	8,67%	856	875	895	917	940	966	995	1026	1061
	8,42%	884	904	926	950	977	1005	1037	1072	1111
	8,17%	914	936	960	987	1016	1049	1084	1124	1168
	7,92%	946	971	998	1027	1060	1096	1136	1182	1232
	7,67%	981	1009	1039	1072	1108	1149	1195	1246	1305
	7,42%	1020	1050	1084	1121	1162	1209	1261	1320	1388

Fuente: Elaboración propia.

A su vez, también se realizó el mismo análisis para observar las variaciones en el precio de las acciones de la firma, ante cambios en las mismas variables.

Cuadro N° 11: Análisis de sensibilidad del precio de la acción

		Tasa de Crecimiento de Largo Plazo								
		2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3%	3,25%	3,50%	3,75%	4,00%
WACC	8,92%	50,4	51,7	53,2	54,7	56,3	58,1	60,1	62,3	64,6
	8,67%	52,4	53,8	55,4	57,1	58,9	60,9	63,1	65,5	68,2
	8,42%	54,5	56,1	57,8	59,7	61,7	63,9	66,3	69,1	72,1
	8,17%	56,8	58,6	60,4	62,5	64,7	67,2	70,0	73,0	76,4
	7,92%	59,3	61,2	63,3	65,6	68,1	70,9	74,0	77,5	81,4
	7,67%	62,0	64,2	66,5	69,0	71,8	75,0	78,5	82,4	86,9
	7,42%	65,0	67,3	69,9	72,8	76,0	79,5	83,5	88,1	93,3

Fuente: Elaboración propia.

Como podemos observar de los cuadros anteriores, mediante este ejercicio se obtuvo una oscilación del precio de la firma entre 830 y 1.388 millones de dólares, y de entre 50,4 y 93,3 dólares en el precio de la acción.

Por otra parte, se analizó la sensibilidad del valor de la firma y del precio de sus acciones ante cambios en el crecimiento de ventas en locales comparables.

En el cuadro que sigue podemos ver la sensibilidad de esta variable respecto del escenario base.

Cuadro Nº 12: Análisis de sensibilidad de crecimiento de ventas en locales comparables

		Crecimiento Ventas en Locales Comparables								
		-2,0%	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
Valor Firma		630,7	723,7	818,9	916,4	1016,4	1118,7	1223,5	1330,8	1440,6
Valor Acción		35,1	42,2	49,6	57,1	64,7	72,6	80,7	88,9	97,4

Fuente: Elaboración propia.

Asimismo, resulta interesante ver el impacto de la variación medido en cambios porcentuales, tal y como se acompaña en el cuadro debajo.

Cuadro Nº 13: Análisis de sensibilidad de crecimiento de ventas en locales comparables (variación porcentual)

		Crecimiento Ventas en Locales Comparables								
		-2,0%	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
Valor Firma		-12,9%	-11,6%	-10,6%	-9,8%	0,0%	10,1%	9,4%	8,8%	8,3%
Valor Acción		-16,8%	-14,9%	-13,1%	-11,7%	0,0%	12,2%	11,2%	10,2%	9,6%

Fuente: Elaboración propia.

Tomando como punto de partida el escenario base, vemos como los primeros 50 puntos básicos suman más valor en la firma y la acción del que destruyen. Sin embargo, resulta significativo ver como se amplifica el efecto de cambios en el crecimiento de ventas en locales comparables en el terreno de las pérdidas, y cómo va perdiendo fuerza cuando se aumenta el valor de dicha variable.

B. Valuación por Múltiplos

Luego de implementado el modelo de flujos de fondos descontados, se procedió a realizar una valuación alternativa utilizando un enfoque distinto.

En este caso, se utilizó la metodología de valuación por múltiplos.

Tal y como señala Epstein, en las valuaciones relativas, el valor de un activo es comparado con el valor que el mercado asigna a activos similares⁷².

Para realizar esta valuación es necesario identificar compañías que cotizan en bolsa, realizan negocios y poseen características similares a los de la firma que queremos valorar⁷³.

Al respecto, las empresas elegidas como comparables de Red Robin son precisamente las que se seleccionaron anteriormente en este trabajo como competidores directos de la firma.

Como punto de partida, se consignaron algunos datos de relevancia de las compañías bajo análisis, que luego permitirán obtener los ratios pertinentes para realizar esta valuación.

Cuadro N° 14: Variables de relevancia de las compañías comparables

Compañía	Ventas	EBIT	EBITDA	Valor Deuda	Valor Equity	Caja	Enterprise Value
Darden Restaurants	8.080	767	1.080	927	12.390	147	13.170
Texas Roadhouse	2.457	188	289	0	4.300	210	4.090
The Cheesecake Factory	2.332	119	215	10	2.010	27	1.993
Brinker International	3.135	226	378	1.500	1.710	11	3.199
Bloomin' Brands	4.126	145	347	1.068	1.680	72	2.676
BJ's Restaurants	1.117	58	128	95	1.090	29	1.156
Chuy's	398	3	23	0	300	8	292
Red Robin	1.339	-10	85	193	346	19	521

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de los reportes anuales de las compañías y de la terminan Thomson Reuters

Eikon.

Luego, en función de los datos seleccionados, se han elaborado los ratios que se consignan a continuación.

⁷² Fuente: Material de trabajo del prof. Javier Epstein para la materia "Valuación de Empresas".

⁷³ Fuente: Material de trabajo del prof. Javier Epstein para la materia "Valuación de Empresas".

Cuadro N° 15: Ratios relevantes de los competidores

Compañía	EV / Ventas	EV / EBITDA
Darden Restaurants	1,63	12,20
Texas Roadhouse	1,66	14,15
The Cheesecake Factory	0,85	9,27
Brinker International	1,02	8,47
Bloomin' Brands	0,65	7,71
BJ's Restaurants	1,03	9,03
Chuy's	0,73	12,65
Promedio	1,1	10,5
Mediana	1,0	9,3

Fuente: Elaboración propia.

Posteriormente, se procede a multiplicar los datos de la compañía por el múltiplo elegido para obtener el valor de la empresa de acuerdo con esta metodología.

Cuadro N° 16: Valuación por múltiplos

Valuacion por Multiplos		
Compañía	Ventas	EBITDA
Red Robin	1338,6	84,9
Múltiplos de Comparables	EV / Ventas	EV / EBITDA
Promedio	1,1	10,5
Mediana	1,0	9,3
Firm Value por Múltiplo	Ventas	EBITDA
Promedio	1.450,5	891,4
Mediana	1.365,6	787,5

Fuente: Elaboración propia.

Como se puede apreciar del cuadro anterior, los resultados de la valuación según el múltiplo que se elija son muy diferentes.

Ello así porque cada múltiplo nos da un valor relativo para la firma en función de la variable que estamos comparando.

Por este motivo es que el resultado para la valuación utilizando el múltiplo EV / Ventas es superior a las otras dos.

Recordemos de las secciones anteriores de este trabajo que Red Robin genera 124 volúmenes de ventas razonables, pero tiene un problema con su estructura de costos (no operativos) y por ello tiene un bajo EBIT.

Por eso, si valuamos a la firma por las ventas que genera obtenemos un valor mayor que si la valuamos por su EBIT o EBITDA.

En virtud de lo expuesto, la elección del múltiplo adecuado tiene una gran importancia.

En este caso, entiendo que el ratio que mejor refleja el valor de la firma es EV / EBITDA, ya que es el único que mide la generación de flujos de fondos genuinos, y, si bien se tuvieron en cuenta otras posibilidades, es sobre este último que se realizó el análisis de sensibilidad.

Cuadro Nº 17: Análisis de sensibilidad del valor de la firma según ratio EV / EBITDA

		EV / EBITDA				
		8	9	10	11	12
EBITDA	76	608	684	760	836	912
	79	632	711	790	869	948
	82	656	738	820	902	984
	85	680	765	850	935	1.020
	88	704	792	880	968	1.056
	91	728	819	910	1.001	1.092
	94	752	846	940	1.034	1.128

Fuente: Elaboración propia.

De igual manera, se ha determinado un rango de valores para el precio de las acciones de Red Robin.

Para determinar este rango, se le restó al valor de la firma el de la deuda financiera de largo plazo y se le adicionó lo correspondiente a efectivo y equivalentes en caja.

Cuadro N° 18: Análisis de sensibilidad del valor de las acciones de la firma según el ratio EV / EBITDA.

		EV / EBITDA				
		8	9	10	11	12
EBITDA	76	33,3	39,2	45,0	50,9	56,7
	79	35,2	41,3	47,3	53,4	59,5
	82	37,0	43,3	49,6	55,9	62,3
	85	38,9	45,4	51,9	58,5	65,0
	88	40,7	47,5	54,3	61,0	67,8
	91	42,6	49,6	56,6	63,6	70,6
	94	44,4	51,6	58,9	66,1	73,3

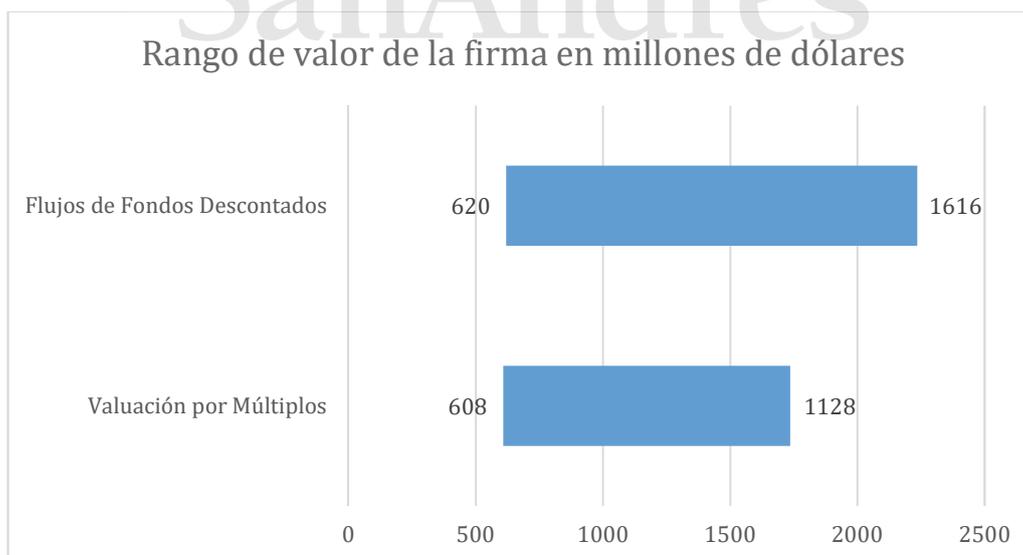
Fuente: Elaboración propia.

La valuación por múltiplos ha arrojado un valor para la firma entre 608 y 1.128 millones de dólares, y entre 33,3 y 73,3 dólares para las acciones de Red Robin.

C. Resumen de las valuaciones obtenidas

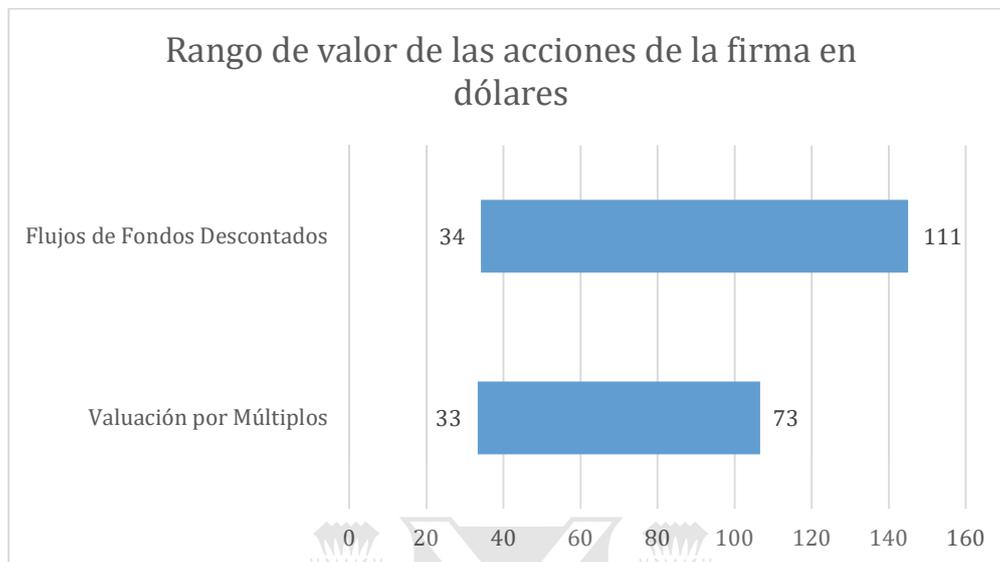
En los gráficos debajo podemos ver los rangos de valor obtenidos para Red Robin Gourmet Burgers Inc. según las dos metodologías utilizadas.

Gráfico N° 58: Rango de valor de la firma en millones de dólares



Fuente: Elaboración propia.

Gráfico N° 59: Rango de valor de las acciones de la firma en dólares



Fuente: Elaboración propia.

IX. Conclusión

La valuación por flujos de fondos descontados arrojó como resultado un rango entre 620 y 1.616 millones de dólares para el valor de la firma, con un valor para el escenario base de 1.016 millones.

Por su parte, mediante el valor de las acciones de la compañía se estimó entre 34,2 y 110,8 dólares, con un valor para el escenario base de 64,7 dólares por acción.

Posteriormente, mediante la metodología de la valuación por múltiplos se obtuvo un rango de valor de la firma entre 608 y 1.128 millones de dólares, y entre 33,3 y 73,3 dólares para sus acciones.

Como conclusión, teniendo en cuenta el contexto de la compañía, la industria y la economía de Estados Unidos, como así también los resultados de los métodos de valuación utilizados, se estima el valor de la compañía en un rango de entre 620 y 1.140 millones de dólares, y el de sus acciones entre 34 y 74 dólares.

X. Referencias bibliográficas

Bibliografía

- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2012). *Fundamentals of financial management*. Cengage Learning.
- Brealey, R., Myers, S., Allen, F., & Mohanty, P. (1988). *Principles of Corporate Finance, 10e*. McGraw-Hill Education.
- Damodaran, A. (2010). *Applied corporate finance, 3e*. John Wiley & Sons.
- Fernández, Pablo (2002). *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*. Academic Press.
- Ross, S. A., Westerfield, R., Jaffe, J. F., & Jordan, B. D. (2013). *Corporate finance, 6e*. McGraw-Hill/Irwin.

Sitios web y plataformas:

- Plataforma Thomson Reuters Eikon
- Sitio web oficial del Fondo Monetario Internacional: www.imf.org
- Sitio web del portal “Forbes”: www.forbes.com
- Sitio web oficial de la Asociación Nacional de Restaurantes de los Estados Unidos: www.restaurant.org
- Sitio web oficial del Departamento de Estadísticas Laborales de los Estados Unidos: www.bls.gov
- Sitio web del portal “Food Business News”: www.foodbusinessnews.net
- Sitio web del portal “Modern Restaurant Management”: www.modernrestaurant-management.com
- Sitio web del portal “Value Line”: www.valueline.com
- Sitio web de la consultora “KPMG”: home.kpmg.com
- Sitio web del portal “Research Gate”: www.researchgate.net
- Sitio web del portal “Restaurant Business Online”: www.restaurant-businessonline.com

- Sitio web oficial de Red Robin Gourmet Burgers Inc.: www.redrobin.com
- Sitio web oficial de Darden Restaurants Inc.: www.darden.com
- Sitio web oficial de Bloomin' Brands Inc.: www.bloominbrands.com
- Sitio web oficial de Brinker International Inc.: www.brinker.com
- Sitio web oficial de Dine Brands Global Inc.: www.dinebrands.com
- Sitio web oficial de Texas Roadhouse Inc.: www.texasroadhouse.com
- Sitio web oficial de The Cheesecake Factory Inc.: www.thecheesecakefactory.com
- Sitio web oficial de Denny's Corp.: www.dennys.com
- Sitio web oficial de Chuy's Holdings Inc.: www.chuys.com
- Sitio web del portal "Yahoo Finance": finance.yahoo.com
- Sitio web del Portal "Statista": www.statista.com



Universidad de
San Andrés

XI. Anexos

Anexo N° 1: Análisis de la estructura de costos de la industria de los restaurantes de Estados

Unidos

Compañía	Total Ventas en Restaurantes propios	Costos Alimentos (% de Ventas)	Costos Laborales (% de Ventas)	Costos Alimentos + Laborales (% de Ventas)	Otros costos (% de ventas)	Margen Operativo Restaurantes
McDonadl's	12719	31,71%	27,74%	59,45%	22,39%	18,16%
YUM!	3572	30,88%	26,29%	57,17%	25,53%	17,30%
Darden	7170	28,87%	31,59%	60,47%	17,65%	21,89%
Chipotle	4476	34,30%	26,94%	61,24%	21,87%	16,89%
Texas Roadhouse	2203	32,75%	31,21%	63,96%	17,59%	18,45%
Cracker barrel	2926	30,46%	34,76%	65,22%	19,25%	15,53%
Wendys	623	31,54%	29,09%	60,63%	21,72%	17,65%
Cheesecake Factory	2261	22,98%	34,40%	57,38%	24,45%	18,17%
Jack in the Box	1152	30,10%	28,95%	59,05%	23,30%	17,65%
Bloomin Brands	4169	31,60%	29,26%	60,85%	23,48%	15,66%
Wingstop Inc	37	39,98%	23,97%	63,95%	16,21%	19,84%
Brinker International	3042	26,17%	33,99%	60,16%	24,91%	14,93%
Shake Shack Inc	346	28,39%	26,48%	54,87%	18,48%	26,65%
Sonic Corp	296	27,35%	36,30%	63,64%	20,76%	15,60%
BJ's Restaurants Inc	1032	26,04%	35,98%	62,02%	21,31%	16,67%
Denny's Corp	390	25,06%	39,20%	64,27%	18,92%	16,82%
El Pollo Loco Holdings	377	29,18%	28,30%	57,48%	22,74%	19,78%
Bojangles Inc	518	31,77%	29,17%	60,94%	23,52%	15,54%
Red Robin	1365	23,47%	34,83%	58,30%	21,32%	20,38%
Promedio		29,61%	30,97%	60,58%	21,34%	18,08%

Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de las compañías y datos obtenidos de la terminal Thomson Reuters Eikon.

Nota: Los montos de ventas son expresados en millones de dólares.

Anexo Nº 2: Distribución geográfica de los restaurantes Red Robin, ordenados alfabéticamente (izquierda) y según el número de locales (derecha)

Estado	Nº de Locales	Estado	Nº de Locales
Alabama	4	California	68
Alaska	3	Washington	39
Alberta	6	Pennsylvania	32
Arizona	19	Texas	31
Arkansas	4	Illinois	25
British Columbia	12	Florida	24
California	68	Colorado	23
Colorado	23	New York	21
Connecticut	5	Michigan	20
Delaware	4	Ohio	20
Florida	24	Oregon	20
Georgia	6	Virginia	20
Idaho	8	Arizona	19
Illinois	25	North Carolina	17
Indiana	12	Maryland	14
Iowa	5	New Jersey	13
Kansas	5	British Columbia	12
Kentucky	4	Indiana	12
Louisiana	3	Missouri	11
Maine	2	Tennessee	11
Maryland	14	Wisconsin	11
Massachusetts	8	Idaho	8
Michigan	20	Massachusetts	8
Minnesota	5	Utah	7
Missouri	11	Alberta	6
Montana	2	Georgia	6
Nebraska	4	Nevada	6
Nevada	6	Connecticut	5
New Hampshire	3	Iowa	5
New Jersey	13	Kansas	5
New Mexico	3	Minnesota	5
New York	21	Oklahoma	5
North Carolina	17	Alabama	4
Ohio	20	Arkansas	4
Oklahoma	5	Delaware	4
Oregon	20	Kentucky	4
Pennsylvania	32	Nebraska	4
Rhode Island	1	South Carolina	4

South Carolina	4
South Dakota	1
Tennessee	11
Texas	31
Utah	7
Virginia	20
Washington	39
Wisconsin	11

Alaska	3
Louisiana	3
New Hampshire	3
New Mexico	3
Maine	2
Montana	2
Rhode Island	1
South Dakota	1

Fuente: Elaboración propia en base a información del sitio web oficial de Red Robin.



Universidad de
San Andrés

Anexo N° 3: Estado de Situación Patrimonial histórico de Red Robin Gourmet Burgers Inc. (en millones de dólares)

Estado de Situación Patrimonial	2014	2015	2016	2017	2018
Activos					
Activos corrientes					
Caja y equivalentes	22,4	22,7	11,7	17,7	18,6
Cuentas por cobrar	23,7	27,8	24,2	26,5	25,0
Inventarios	25,9	28,2	29,9	29,6	27,4
Otros activos corrientes	27,9	18,1	27	31	27,6
Total Activos Corrientes	99,9	96,7	92,8	104,8	98,5
Activos no corrientes					
Propiedades y equipamiento	496,3	603,7	656,4	638,2	565,1
Intangibles	126,6	121,6	138,2	135,3	130,5
Otros activos no corrientes	13,1	18	31,1	32,4	49,8
Total Activos	735,9	840	918,5	910,6	843,9
Pasivos					
Pasivos corrientes					
Cuentas por pagar	44,2	52,1	26,6	35,3	39,0
Obligaciones devengadas	64,3	66,4	53,9	55	66,4
Otros pasivos corrientes	55,2	59,2	60,5	70	65,7
Total Pasivos Corrientes	163,7	177,7	141	160,3	171,1
Pasivos no corrientes					
Deuda de largo plazo	139,4	202,9	336,4	266,4	193,4
Obligaciones leasing financiero	7,9	7,4	10,8	10,2	9,4
Otros pasivos no corrientes	65,1	77,7	82,3	86,3	87,2
Total Pasivos	376,1	465,7	570,5	523,2	461,1
Patrimonio Neto					
Acciones comunes	0	0	0	0	0
Pago Adicional en Capital	200,6	206	208	210,7	212,8
Ganancias retenidas	293,3	341	352,7	382,8	376,3
Acciones propias	-132,3	-167,3	-207,7	-202,5	-201,5
Otros ingresos acumulados	-1,9	-5,4	-5	-3,6	-4,8
Patrimonio Neto	359,8	374,3	348,1	387,4	382,8
Total Pasivo y Patrimonio Neto	735,9	840	918,5	910,6	843,9

Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía.

Anexo N° 4: Estado de Resultados histórico de Red Robin Gourmet Burgers Inc. (en millones de dólares)

Estado de Resultados	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas totales	1146,1	1257,6	1303,2	1387,6	1338,6
Restaurantes propios	1.129,1	1.238,9	1.280,7	1.365,1	1.316,2
Franquicias	13,6	12,5	18,0	17,7	17,4
Otros	3,3	6,2	4,6	4,8	4,9
Costos operativos	887,6	962,4	1012,6	1086,9	1065,9
Alimentos, bebidas y embalaje	287,2	304,6	298,2	320,4	313,5
Costos laborales	372,7	403,5	439,3	475,4	456,2
Alquileres	86,7	100,0	107,4	112,8	114,1
Otros costos operativos	141,0	154,3	167,7	178,3	182,1
Resultado Bruto	258,5	295,2	290,6	300,7	272,7
Costos no operativos	213,9	228,1	279,0	261,6	283,1
Costos de publicidad, generales y administrativos	132,2	143,1	144,7	156,6	146,5
Depreciaciones y amortizaciones	64,6	77,4	86,7	92,5	95,4
Costos de pre-apertura	8,3	7,0	8,0	5,6	2,1
Otros costos no operativos	8,8	0,6	39,6	6,9	39,1
Resultado Operativo	44,6	67,1	11,6	39,1	(10,5)
Intereses	2,8	3,8	6,7	10,1	10,9
Resultado antes de Impuestos	41,8	63,3	4,9	29,0	(21,4)
Impuestos	9,3	15,5	(6,9)	1,8	(15,0)
Resultado Neto	32,6	47,7	11,7	27,2	(6,4)

Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía.

Anexo N° 5: Proyección del Estado de Resultados de Red Robin Gourmet Burgers Inc. para el Escenario Base (en millones de dólares)

Estado de Resultados	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ventas:							
Ventas locales propios	1316,2	1312,4	1254,8	1257,9	1295,2	1321,1	1377,6
Ventas franquicias	17,4	17,9	24,3	31,2	36,3	41,3	42,4
Otros	4,9	5,4	5,9	6,5	7,2	7,9	8,7
Ventas totales	1339	1336	1285	1296	1339	1370	1429
Costos operativos:							
Costos de ventas	313,5	317,9	305,8	308,4	318,6	326,1	340,0
Costos laborales	456,2	446,1	429,2	432,7	447,1	457,7	477,2
Otros costos operativos	182,1	171,0	164,5	165,8	171,4	175,4	182,9
Alquileres	114,1	115,0	109,9	109,1	111,8	114,0	119,5
Total costos operativos	1065,9	1049,9	1009,4	1016,1	1048,9	1073,3	1119,6
Ingresos operativos	272,6	285,7	275,6	279,6	289,8	297,1	309,1
Costos no operativos							
Otros	39,1	13,4	12,9	13,0	13,4	13,7	14,3
SG&A Expense	146,5	160,0	141,4	142,5	147,3	150,7	157,2
Costos de Pre-Apertura	2,1	0,0	0,0	5,4	6,6	6,1	3,7
Depreciaciones y Amortizaciones	95,4	86,8	83,5	84,2	87,0	89,1	92,9
Ingresos inusuales (Plan refranquiciamiento)	0,0	0,0	-78,0	-81,0	-54,0	-56,0	0,0
Total costos no operativos	283,1	260,2	159,7	164,1	200,3	203,6	268,0
EBIT (Ingresos antes de intereses e impuestos)	-10,5	25,6	115,9	115,5	89,5	93,4	41,1
Intereses	10,9	6,7	6,4	6,5	6,7	6,9	7,1
Ingresos antes de impuestos	-21,4	18,9	109,4	109,0	82,8	86,6	34,0
Impuesto a las ganancias	-15,0	0,5	16,4	16,4	12,4	13,0	5,1
Ingresos Netos	-6,4	18,4	93,0	92,7	70,4	73,6	28,9

Fuente: Proyecciones propias elaboradas en base a los reportes anuales de la compañía.

Anexo N° 6: Proyección del Estado de Resultados de Red Robin Gourmet Burgers Inc. para el Escenario Optimista (en millones de dólares)

Estado de Resultados	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ventas							
Ventas locales propios	1316,2	1322,1	1276,5	1292,1	1343,4	1383,7	1457,1
Ventas franquicias	17,4	18,1	24,7	32,1	37,6	43,3	44,8
Otros	4,9	5,4	5,9	6,5	7,2	7,9	8,7
Ventas totales	1339	1346	1307	1331	1388	1435	1511
Costos operativos							
Costos de ventas	313,5	320,3	311,1	316,7	330,4	341,5	359,5
Costos laborales	456,2	449,4	436,6	444,5	463,7	479,3	504,5
Otros costos operativos	182,1	172,2	167,3	170,3	177,7	183,7	193,4
Alquileres	114,1	115,0	109,9	109,1	111,8	114,0	119,5
Total costos operativos	1065,9	1056,9	1024,9	1040,6	1083,6	1118,5	1176,9
Ingresos operativos	272,6	288,7	282,2	290,1	304,7	316,4	333,7
Costos no operativos							
Otros	39,1	13,5	13,1	13,3	13,9	14,3	15,1
SG&A Expense	146,5	160,0	141,2	141,1	144,4	146,4	151,1
Costos de Pre-Apertura	2,1	0,0	0,0	5,4	6,6	6,1	3,7
Depreciaciones y Amortizaciones	95,4	87,5	85,0	86,5	90,2	93,3	98,2
Ingresos inusuales (Plan refranquiciamiento)	0,0	0,0	-78,0	-81,0	-54,0	-56,0	0,0
Total costos no operativos	283,1	260,9	161,2	165,2	201,1	204,1	268,1
EBIT (Ingresos antes de intereses e impuestos)	-10,5	27,8	121,0	124,9	103,5	112,4	65,6
Intereses	10,9	6,7	6,5	6,7	6,9	7,2	7,6
Ingresos antes de impuestos	-21,4	21,1	114,5	118,2	96,6	105,2	58,1
Impuesto a las ganancias	-15,0	0,5	17,2	17,7	14,5	15,8	8,7
Ingresos Netos	-6,4	20,5	97,3	100,5	82,1	89,4	49,4

Fuente: Proyecciones propias elaboradas en base a los reportes anuales de la compañía.

Anexo N° 7: Proyección del Estado de Resultados de Red Robin Gourmet Burgers Inc. para el Escenario Pesimista (en millones de dólares)

Estado de Resultados	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ventas							
Ventas locales propios	1316,2	1302,6	1233,2	1224,3	1248,3	1260,8	1301,8
Ventas franquicias	17,4	17,8	23,9	30,4	35,0	39,4	40,0
Otros	4,9	5,4	5,9	6,5	7,2	7,9	8,7
Ventas totales	1339	1326	1263	1261	1290	1308	1350
Costos operativos							
Costos de ventas	313,5	315,5	301,9	302,7	311,0	316,6	328,2
Costos laborales	456,2	442,8	423,1	423,8	434,9	442,2	457,8
Otros costos operativos	182,1	169,7	161,7	161,4	165,2	167,4	172,9
Alquileres	114,1	115,0	109,9	109,1	111,8	114,0	119,5
Total costos operativos	1065,9	1043,0	996,6	997,0	1022,9	1040,2	1078,3
Ingresos operativos	272,6	282,8	266,5	264,2	267,6	267,9	272,1
Costos no operativos							
Otros	39,1	13,3	12,6	12,6	12,9	13,1	13,5
SG&A Expense	146,5	160,0	138,9	138,7	142,0	143,9	148,6
Costos de Pre-Apertura	2,1	0,0	0,0	5,4	6,6	6,1	3,7
Depreciaciones y Amortizaciones	95,4	86,2	82,1	82,0	83,9	85,0	87,8
Ingresos inusuales (Plan refranquiciamiento)	0,0	0,0	-78,0	-81,0	-54,0	-56,0	0,0
Total costos no operativos	283,1	259,4	155,7	157,7	191,4	192,1	253,5
EBIT (Ingresos antes de intereses e impuestos)	-10,5	23,3	110,8	106,5	76,2	75,8	18,6
Intereses	10,9	6,6	6,3	6,3	6,5	6,5	6,8
Ingresos antes de impuestos	-21,4	16,7	104,5	100,2	69,8	69,3	11,8
Impuesto a las ganancias	-15,0	0,4	15,7	15,0	10,5	10,4	1,8
Ingresos Netos	-6,4	16,3	88,8	85,2	59,3	58,9	10,1

Fuente: Proyecciones propias elaboradas en base a los reportes anuales de la compañía.