



Universidad de  
**SanAndrés**

**Universidad de San Andrés**

**Escuela de Administración y Negocios**

**Magister en Finanzas**

***Valuación de Capital Accionario de  
The Cheesecake Factory, Inc.***

**Autor: Agustina Soledad Peralta**

**DNI: 34.158.750**

**Director de Trabajo Final de Graduación: Manuel Pereyra Terra**

**Buenos Aires, Argentina – junio de 2018**

---

## INDICE

i. Lista de Tablas .....	ii
ii. Lista de Gráficos .....	iii
iii. Resumen Ejecutivo .....	iv
iv. Abstract .....	vi
<b>I. La compañía y el mercado .....</b>	<b>1</b>
I.1 Historia de la Compañía .....	1
I.2. El modelo de negocios .....	1
I.3. La estrategia .....	3
I.4. Drivers generadores de valor del sector .....	3
I.5. Modelo de cadena de valor de Porter .....	5
I.6. Modelo de rivalidad de la industria de Porter .....	8
I.7. Riesgos de la Compañía .....	10
<b>II. Análisis Financiero .....</b>	<b>12</b>
II.1. Evolución de ratios de The Cheesecake Factory .....	14
II.2. Comparación: CAKE vs Pares del Mercado .....	16
II.3. Conclusión del análisis financiero .....	18
<b>III. Valuación de The Cheesecake Factory por Flujo de Fondos Descotados .....</b>	<b>19</b>
III.1. Método de Valuación .....	21
III.2. Flujo de Fondos Disponibles .....	22
III.3. Tasa de Descuento de Flujos .....	27
III.3.1. Tasa Libre de Riesgo .....	28
III.3.2. Prima de Riesgo de Mercado .....	28
III.3.3. Beta .....	29
III.3.4. Rendimiento Exigido .....	31
III.3.4. Escudo Fiscal .....	33
III.4. Resultados de Valuación por Flujo de Fondos Descotados .....	34
<b>IV. Valuación Relativa de The Cheesecake Factory .....</b>	<b>36</b>
IV.1 Múltiplos de mercado .....	36

---

IV.2 Ratio Capitalización – Beneficio .....	38
<b>V. Conclusiones</b> .....	40
<b>VI. Apéndices</b> .....	42
<b>VII. Bibliografía</b> .....	45

## i. Lista de Tablas

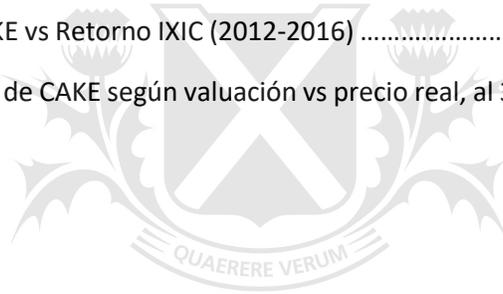
Tabla A. Valuación de capital accionario de The Cheesecake Factory .....	v
Table A. Equity valuation of The Cheesecake Factory .....	vii
Tabla 1. Evolución de Ratios de Rentabilidad de The Cheesecake Factory .....	14
Tabla 2. Evolución de Ratios de Estructura Financiera de The Cheesecake Factory .....	15
Tabla 3. Evolución de Ratios de Gestión de The Cheesecake Factory .....	15
Tabla 4. Relación Inversiones fijas respecto de Ventas de The Cheesecake Factory.....	15
Tabla 5. Evolución de ratios de rentabilidad de pares del mercado .....	16
Tabla 6. Evolución de Indicador de Ventas a mismas Tiendas .....	17
Tabla 7. Evolución de Indicador de Crecimiento Promedio de Ventas por pie cuadrado .....	18
Tabla 8. Cantidad de locales abiertos .....	24
Tabla 9. Costo de Bienes Vendidos como porcentaje de las Ventas Totales .....	25
Tabla 10. Costos Fijos como porcentaje de las Ventas Totales .....	25
Tabla 11. Adquisiciones de PP&E como porcentaje de las Ventas Totales .....	26
Tabla 12. Depreciación y Amortización como porcentaje de Propiedades, Plantas y Equipos .....	26
Tabla 13. Tasa Libre de Riesgo .....	28
Tabla 14. Prima de Riesgo de Mercado .....	29
Tabla 15. Coeficiente Beta de CAKE .....	31
Tabla 16. Cálculo de $\beta_u$ .....	32
Tabla 17. Cálculo de $k_u$ .....	33
Tabla 18. Deuda Financiera respecto de Resultado Operativo de The Cheesecake Factory .....	33
Tabla 19. Valor Capital Accionario de The Cheesecake Factory (en US\$) .....	35
Tabla 20. Compañías Comparables y The Cheesecake Factory .....	37

---

Tabla 21. Valuación por Múltiplos .....	37
Tabla 22. Ratios Capitalización - Beneficio históricos .....	39
Tabla 23. Ratios Capitalización - Beneficio relativos para The Cheesecake Factory .....	39

## ii. Lista de Gráficos

Gráfico 1. Evolución anual del PIB corriente y Ventas de establecimientos de comida y bebida para Estados Unidos (en %). .....	4
Gráfico 2. Cadenas de Restaurantes del segmento Casual ( <i>Casual Dining</i> ) más populares en 2015 para Estados Unidos (en %). .....	10
Gráfico 3. Ventas por sector alimenticio de EE.UU. en Millones de US\$ .....	23
Gráfico 4. Beta Retorno CAKE vs Retorno IXIC (2012-2016) .....	30
Gráfico 5. Precio por acción de CAKE según valuación vs precio real, al 3/1/2017 (US\$) .....	41



Universidad de  
**SanAndrés**

---

### iii. Resumen Ejecutivo

El presente trabajo tiene como objetivo estimar el capital accionario de la compañía The Cheesecake Factory Incorporated, una cadena de restaurantes estadounidense, evaluando cuantitativamente su valor intrínseco a la fecha 3 de enero de 2017.

Para ello, se desarrollará un análisis holístico que comprende su historia, estructura productiva, el mercado en el que se desenvuelve, sus competidores y diversos ratios de productividad, gestión y estructura financiera.

El método de valuación que se utilizará es el Flujo de Fondos Libres, FCF por sus siglas en inglés. Por medio de esta metodología, se procura obtener el flujo generado por las operaciones de la compañía, desestimando el endeudamiento (deuda financiera) después de impuestos. Es decir, el dinero que se podría repartir a los accionistas de la empresa una vez cubiertas las necesidades de reinversión en activos fijos y las necesidades de fondos operativos, asumiendo que no hay cargas financieras al no existir deuda. Este es uno de los métodos apropiados para valorar una empresa, ya que el valor de las acciones de la misma proviene de su capacidad para generar flujos de dinero para sus propietarios (sus accionistas).

Los métodos basados en los flujos de fondos pretenden determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los ingresos que se generarán en el futuro, para luego ser descontados a la tasa exigida de rentabilidad apropiada según el riesgo inherente a estos flujos en función del negocio. Se basan en el pronóstico detallado y cuidadoso, para cada período, de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los flujos de fondos correspondientes a las operaciones de la compañía. La determinación de una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo constituye uno de los puntos más importantes del método. Esto se realiza teniendo en cuenta el riesgo y las volatilidades históricas. En la práctica, el tipo de descuento es muchas veces influenciado por las partes interesadas en el resultado de la valuación (Fernández, 2002).

Existen 10 métodos para calcular el FCF, todos los cuales deben arribar al mismo valor final. En este trabajo se seguirá el método del Valor Presente Ajustado<sup>1</sup>. Las discrepancias de las diversas teorías sobre la valoración de las acciones de una empresa por descuento de flujos provienen, en su mayoría, del cálculo del ahorro impositivo debido al pago de los intereses de la deuda, ya que la literatura aún no ha llegado a un acuerdo sobre la mejor forma de estimarlo. Una de las diferencias conceptuales fundamentales que no ha sido resuelta, radica en la utilización de una tasa apropiada para el descuento de la deuda. Algunos argumentan que la deuda se debe descontar a la tasa de rendimiento exigida para las acciones de la compañía sin deuda ( $k_u$ ); mientras que, para otros, este flujo debe descontarse a la tasa de rendimiento exigida para la deuda ( $k_d$ ).

Por el método del APV, el valor de la firma al 3 de enero de 2017 es de US\$ 2.648 millones, con un precio por acción de US\$ 55,53. Se consideró un escenario negativo y otro positivo, lo cual hace oscilar el valor de la compañía entre US\$ 2.603 millones y US\$ 2.718 millones.

---

<sup>1</sup> *Adjusted Present Value* o APV, por sus siglas en inglés.

Adicionalmente, se realizará una valuación alternativa por la metodología de múltiplos. Según Pablo Fernández (2002), si bien este método conceptualmente posee sus falencias, es igualmente utilizado con frecuencia en la práctica como forma de aproximación y contrastación al valor obtenido mediante otras metodologías. A través del criterio de múltiplos, se contrastan las variables generadoras de valor de la compañía con las de otras firmas comparables y luego se establece una relación entre dichos indicadores que permita arribar a la valuación de la compañía. Siguiendo a Pereyra Terra (2008), en este caso y debido a la industria en la que se desarrolla la compañía, se utilizan los indicadores de Valor de la Firma y Beneficio Antes de Intereses, Impuestos, Depreciaciones y Amortizaciones (EBITDA). De esta forma, se constituye una relación o múltiplo entre ambos indicadores que luego será utilizada para obtener el valor de la compañía.

Siguiendo el método de múltiplos, el valor de la firma al 3 de enero de 2017 es de US\$ 2.496 millones, con un precio por acción de US\$ 52,34. Se consideró un escenario negativo y otro positivo, lo cual hace oscilar el valor de la compañía entre US\$ 2.352 millones y US\$ 2.641 millones.

**Tabla A. Valuación de capital accionario de The Cheesecake Factory**

Modelo	Límite Inferior	Límite Superior	Supuestos Considerados
Flujo de Fondos Descontados	\$ 2.603	\$ 2.718	Método de APV con deuda descontada al $k_u$ .
Múltiplos	\$ 2.352	\$ 2.641	Relación EV/EBITDA

*Fuente: elaboración propia*

SanAndrés

## iv. Abstract

The purpose of this work is to estimate the equity of The Cheesecake Factory Incorporated, an American restaurant chain, quantitatively evaluating its intrinsic value as of January 3rd, 2017.

To accomplish this, a comprehensive analysis will be developed that includes the company's history, productive structure, the market in which it operates, its competitors and various ratios of productivity, management and financial structure.

The valuation method that will be used is the Free Cash Flow (FCF). The objective is to obtain the cash flow generated by the company's operations, disregarding its financial debt after taxes. This means the money that could be distributed to the company shareholders once the reinvestment needs in fixed assets and operational funds are covered, assuming there are no financial burdens in the absence of debt. This is considered the most appropriate method to value a company, since the value of its shares comes from its ability to generate cash flows for the shareholders.

The methods based on the FCF intend to determine the value of the company by estimating the future cash flows that will be generated, and then discount them at the required rate of return according to the risk inherent to these flows. These methods are based on a thorough and accurate forecast for every period and financial item, related to the generation of cash flows pertaining to the company's operations. Establishing an adequate discount rate for each type of flow is a critical aspect of the method. This is attained bearing in mind historical risk and volatilities. In practice, the minimum discount rate is often biased by the parties involved and interest in the valuation outcome (Fernández, 2002).

There are 10 methods to calculate the FCF, all of which must arrive at the same final value. In this working paper, the Present Adjusted Value (APV) method will be followed. The discrepancies of the various theories on the company's equity valuation by discounting cash flows come, for the most part, from the calculation of the tax shield due to the payment of interest on the debt, since the literature has not yet reached an agreement on the best way to estimate it. One of the fundamental conceptual differences that has not been resolved yet is the use of an appropriate rate to discount the debt. Some argue that it should be discounted at the rate of return required for the unleveraged company's stock ( $k_u$ ); while for others, this flow must be discounted at the rate of return required for the debt ( $k_d$ ).

By the APV method, the value of the firm as of January 3rd, 2017 is US\$ 2,648 million, with a price per share of US\$ 55.53. A negative and a positive scenario were considered as well, which makes the company's value range from US\$ 2,603 million to US\$ 2,718 million.

Additionally, an alternative valuation will be carried out using the Multiples Valuation approach. According to Pablo Fernández (2002), even though this approach is conceptually weak, it is frequently used in practice as a form of approximation and contrast to the value obtained by other methodologies. When using the relative valuation technique, comparable companies in most value generating variables should be chosen to be then contrasted through ratios composed by different financial indicators. In this case and due to the industry in which the company develops, the indicators of the Firm Value and Benefit before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

(EBITDA) are used, according to Pereyra Terra (2008). In this way, a relationship or multiple is established between both indicators that will then be used to obtain the value of the company.

Following the Multiples method, the value of the firm as of January 3rd, 2017 is US\$ 2,496 million, with a price per share of US\$ 52.34. A negative and a positive scenario were considered as well, which makes the value of the company range from US\$ 2,352 million to US\$ 2,641 million.

**Table A. Equity valuation of The Cheesecake Factory**

Method	Lower bound	Upper bound	Assumptions
Free Cash Flow	\$ 2.603	\$ 2.718	APV approach with debt discounted at $k_u$ .
Multiples	\$ 2.352	\$ 2.641	Ratio EV/EBITDA

*Source: self-made.*



---

## I. La compañía y el mercado

### I.1 Historia de la Compañía

The Cheesecake Factory Incorporated es una compañía global que lidera el segmento de restaurantes casuales de categoría elevada (*Upscale Casual Dining*).<sup>2</sup> La compañía es propietaria y operadora de 208 restaurantes en Estados Unidos y Puerto Rico bajo 3 marcas distintas: 194 como The Cheesecake Factory; 13 bajo el nombre Grand Lux Café; y 1 como RockSugar Pan Asian Kitchen. Globalmente, existen 15 restaurantes The Cheesecake Factory que operan bajo contratos de franquicia en Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Qatar, Arabia Saudita, Líbano, México y China.

Además, la compañía opera dos centros de producción propios de pastelería que abastecen a los propios restaurantes, franquicias internacionales y clientes externos. Estos centros se encuentran en Calabasas Hills, California y Rocky Mount, Carolina del Norte.

En California se encuentra la producción de operaciones y soporte corporativo de la compañía. La sede de Carolina del Norte alberga la producción de operaciones y el centro de distribuciones.

The Cheesecake Factory comenzó sus operaciones en 1972: una pastelería familiar cuya especialidad era el *cheesecake*. En 1978, David Overton, hijo de los fundadores y actual CEO de la compañía, inauguró el primer restaurante en Beverly Hills, California.

En febrero de 1992 The Cheesecake Factory se constituye en el estado de Delaware y realiza su oferta pública inicial de acciones ordinarias en septiembre del mismo año. El precio inicial de cada acción fue de US\$2,63 ajustada por 5 splits de 3 a 2.

En la actualidad su capital asciende a más de US\$2.000 millones de dólares.

### I.2. El modelo de negocios

#### The Cheesecake Factory

Los restaurantes bajo esta marca, 194 locales que representan aproximadamente el 90% de los ingresos del grupo, ofrecen una experiencia de cena diferente, de gran calidad y a la vez precios moderados.

El menú es extenso y variado. Con el objetivo de permanecer actualizado a gustos y tendencias, se lo renueva dos veces al año para así abarcar las más variadas preferencias de comensales y adaptarse a los diversos horarios de comida; desayuno, *brunch*, almuerzo, merienda, cena, cenas tardías e incluso aquellos horarios de menor concurrencia.

---

<sup>2</sup> Véase sección: I.3. La estrategia.

El menú estándar ofrece cerca de 200 opciones. Existen también menús adicionales tales como la carta *SkinnyLicious* - alrededor de 50 opciones de 590 calorías o menos-, opciones libres de gluten, y la carta de postres – 50 variedades de *cheesecake* y otros postres horneados.

Los platos, de porciones abundantes, son preparados en su totalidad en el restaurant, permitiendo el uso de ingredientes frescos y naturales. Todas las opciones están disponibles para llevar, esto representa el 11% de las ventas en 2016. Por su parte, el servicio de bar está presente en todos los restaurantes y representa el 13% de las ventas en 2016.

La reputación de su línea de postres única y distintiva resulta sumamente importante en el posicionamiento de la compañía: el *cheesecake* es fundamental en la identidad de la marca y representa el 16% de las ventas en 2016.

El trato del personal es amable y atento y el servicio eficiente. El nivel de gasto promedio por cliente incluyendo bebidas y postres para 2016 es de US\$21,40.

#### Grand Lux Café

Grand Lux Café es un concepto de restaurante casual de categoría elevada (*Upscale casual Dining*) que ofrece platos de cocina internacional y artesanal, en un ambiente sofisticado y moderno. Existen actualmente 13 locales para esta marca. El menú ofrece alrededor de 200 variedades de platos de comida americana e internacional. Se destacan los ingredientes frescos y se ofrece una panadería dentro del mismo restaurant, que permite producir exclusivos postres ante la demanda espontánea de los clientes. Se ofrece también servicio de bar.

#### Rocksugar Pan Asian Kitchen

Rocksugar Pan Asian Kitchen propone cocina del sudeste asiático, dentro del segmento casual de categoría elevada (*Upscale Casual Dining*). Emula las cocinas provenientes de Tailandia, Vietnam, Malasia, Singapur, Indonesia e India ofreciendo 75 platos servidos en un estilo asiático familiar, por lo que el ambiente invita a compartir una cena relajada y de conversación distendida. Este restaurant también ofrece un servicio de bar con una extensa lista de vinos y cocteles exóticos. Los postres que se ofrecen se realizan dentro del mismo restaurante, fusionando el tradicional estilo francés con ingredientes asiáticos.

El único restaurante bajo este nombre se encuentra en Los Ángeles, California.

#### The Cheesecake Factory Bakery

La compañía es dueña y operaria de dos plantas de producción de panadería y pastelería: una en Calabasas Hills, California y la otra en Rocky Mount, Carolina del Norte. En ellas se producen aproximadamente 70 variedades de *cheesecake* y otros postres, todos de recetas de propia autoría, para ser luego comercializados en restaurantes propios y franquicias.

---

### I.3. La estrategia

En Estados Unidos, la industria de restaurantes es altamente competitiva de manera íntegra. Esto es, con respecto a la calidad de la comida, menú, servicio, acceso a personal calificado, ubicación, decoración y valor.

En 2016, las ventas de la industria ascendieron a US\$660,1 mil millones (Statista, 2017a), un 1,6% más respecto de 2015. Hay más de un millón de locales de restaurante que emplean a 14.7 millones de personas (National Restaurant Association, 2017). Para comprender la importancia de la industria, es interesante notar que la fuerza laboral empleada corresponde al 10% de la fuerza laboral nacional. Además, se estima que para el año 2027 se crearan 1,6 millones de puestos nuevos de trabajo.

La industria de restaurantes se divide en 4 segmentos:

- Servicio rápido (*Quick Service Restaurant*): el menú se prepara y sirve de manera rápida. No hay servicio de mesa y el precio promedio por menú es entre US\$4 y US\$8.
- Casual de comida rápida (*Fast Casual*): es un híbrido entre restaurantes de Comida rápida y Casual de categoría elevada (*Casual Dining*). El servicio de mesa es básico. El menú es limitado y de precio moderado. El precio promedio por menú se ubica entre US\$8 y US\$15.
- Casual (*Casual Dining*): Se ofrece servicio completo de mesa e incluye carta de vinos y servicio de bar. El precio del menú por comensal varía entre US\$10 y US\$20 y debe adicionarse la propina. Las porciones son abundantes, se ofrecen opciones saludables y, en todos los casos, los ingredientes son frescos y de gran calidad. El ambiente y decoración son importantes.
- De lujo (*Fine Dining*): El ambiente, decoración y la etiqueta cumplen un rol fundamental. La figura del chef y el servicio altamente capacitado se combinan para sorprender a los comensales y, a la vez, hacerlos sentir a cómodos y a gusto. El precio del menú es por supuesto más elevado que aquellos de las categorías anteriores.

El modelo de la compañía se ubica en el segmento de restaurantes Casuales de categoría elevada (*Upscale Casual Dining*). Esto es, comparte características de las categorías Casual y de Lujo (*Casual Dining* y *Fine Dining*). Sin embargo, debido a la poca información existente sobre este sector intermedio, y a efectos del presente trabajo, se ubica a la compañía en el segmento Casual (*Casual Dining*).

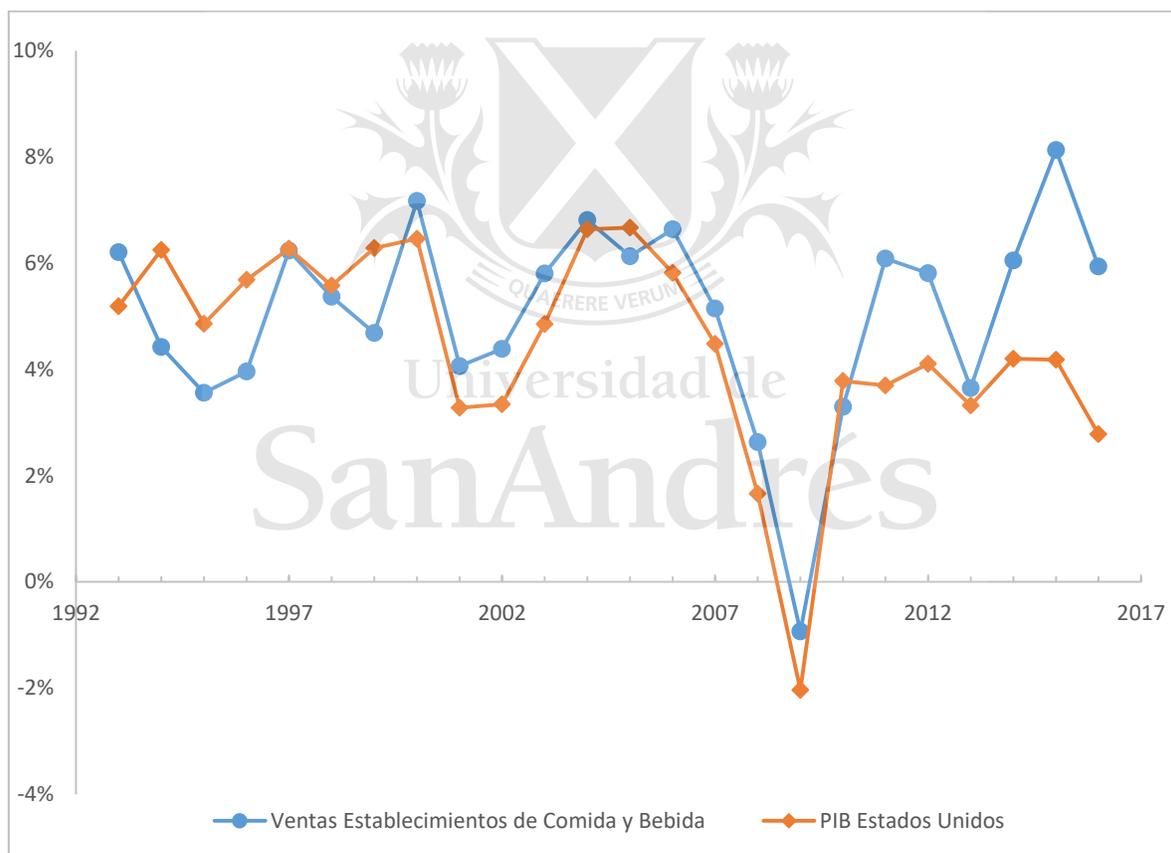
### I.4. Drivers generadores de valor del sector

El desarrollo de la industria de los restaurantes se ve afectado en gran medida por el desenvolvimiento de la economía. En Estados Unidos, mientras aumentan los costos de los

alimentos y los costos laborales - debido a la carga del sistema de salud (*health care*) y el aumento en el nivel del salario mínimo - los restaurantes deben ser cada vez más eficientes y productivos para estabilizar el precio de sus ventas y mantenerse competitivos. En el periodo 2004 a 2014, el precio mayorista de los alimentos se incrementó un 3,6%, mientras que el precio de los menús se elevó sólo un 2,9% (Hays, 2015).

Otra variable significativa para la industria es el comportamiento de los individuos a la hora de consumir. Los cambios sociales y culturales afectaron la forma en la cual los estadounidenses distribuyen sus gastos: el ingreso de la mujer al mundo laboral implicó una menor disponibilidad de tiempo destinada a cocinar en los hogares. Así, mientras que en 1955 el 25% del dinero destinado a la alimentación se gastó en restaurantes, en 2017 ese indicador trepó al 48% (NRA, 2017).

**Gráfico 1. Evolución anual del PIB corriente y Ventas de establecimientos de comida y bebida para Estados Unidos (en %)**



Fuente: elaboración propia en base a United States Census Bureau, Banco Mundial.

A lo largo de las últimas décadas, la industria se fue adaptando a los gustos y comportamientos del consumidor. Una porción significativa de los ingresos (25%) de la industria de los restaurantes proviene de vías no tradicionales de consumo, es decir, fuera de las instalaciones de los locales de

comida. Estas opciones incluyen el envío a domicilio, el retiro de pedidos en el establecimiento (*take out*), pedidos desde el auto o caminando por ventanilla (*drive thru* y *curbside*) y pedidos desde el celular.

El Gráfico 1 muestra que la evolución de la industria sigue una tendencia muy similar al desenvolvimiento de la economía. Así, queda demostrado que el comportamiento del PIB corriente anual es un factor determinante en el desempeño del sector, representado por el indicador Ventas anuales del sector *retail* de alimentos y bebidas para Estados Unidos.

## I.5. Modelo de cadena de valor de Porter

El objetivo de esta herramienta de análisis de planificación estratégica (Porter, 2008) es determinar las actividades o competencias distintivas de una organización que permiten generar una ventaja competitiva propia respecto a los competidores, maximizando la creación de valor al tiempo que se minimizan los costos, esto es aumentando los márgenes.

El modelo considera a la compañía como una serie de actividades primarias y de apoyo que agregan valor a los productos y servicios de una empresa. Debido a que las actividades primarias - relacionadas con la producción y distribución de los productos y servicios - ya fueron descritas en el desarrollo del modelo de la compañía, se presentan a continuación las actividades de apoyo o secundarias de The Cheesecake Factory.

### Abastecimiento

- Elaboración de pastelería propia

El objetivo principal de operar plantas de producción de pastelería propias es producir *cheesecake* y otros postres innovadores y de alta calidad.

La integración vertical resulta vital para la marca, ya que, por un lado, la compañía tiene el control total sobre la creatividad y calidad de los postres y por el otro, es más rentable que un proveedor externo. También se provee de estos productos a operadores de servicios alimenticios externos, distribuidores y comercios, contribuyendo al crecimiento y establecimiento de la marca y rentabilidad de la compañía.

- Compras y Distribución

En la búsqueda por eficientizar al máximo las compras de insumos, garantizar la obtención de los ingredientes más frescos y obtener precios competitivos para la calidad buscada, la gerencia de cada restaurant es quien determina la cantidad de comida e insumos requeridos y realiza las órdenes de compra a proveedores locales, regionales y nacionales según las especificaciones establecidas (Departamento de Contratos) y en los términos negociados (Departamento de Compras).

---

La política de almacenamiento de la compañía es mantener los inventarios al mínimo nivel en dólares posible en relación a las ventas, debido a la alta concentración y rápida rotación de mercaderías (productos perecederos, aves, carne, pescado, lácteos) que se utilizan en la cadena de producción, combinado con el espacio limitado de almacenamiento en los restaurantes. Es por ello que distribuidores independientes de alimentos realizan entregas varias veces por semana a cada uno de los restaurantes.

### Infraestructura de la organización

- Empleados

Según información provista en los reportes anuales de la compañía (The Cheesecake Factory, 2017), a enero de 2017 hay 38.800 empleados aproximadamente, de los cuales 37.700 trabajan en los restaurantes, 650 en los centros de pastelería y 450 en las oficinas centrales y en la supervisión de los restaurantes, brindando apoyo administrativo.

- Marketing y Publicidad

La compañía confía en su reputación, locales de alto perfil, exposición a los medios y en el boca a boca para mantener y aumentar su cuota de mercado. Es por eso que, en lugar de recurrir a publicidad paga tradicional, utiliza una estrategia de marketing digital que permite llegar a los clientes por fuera de los restaurantes.

La compañía, en asociación con comercializadoras de Tarjetas regalo (*giftcards*), ofrece las mismas a sus clientes contribuyendo a generar reconocimiento de marca y, además, desarrollando las ventas a través de este medio (The Cheesecake Factory, 2017).

### Dirección de recursos humanos

La competencia entre compañías de la industria por gerentes calificados es muy fuerte. Aun así, el alto promedio de volumen de ventas y la popularidad de la marca permite atraer y retener gerentes altamente calificados y con experiencia en la industria, así como personal operativo.

Todos los restaurantes de la compañía tienen un Gerente General (GG), un Gerente Ejecutivo de Cocina (GEC) y entre seis y diez ejecutivos de cocina y mostrador, dependiendo del tamaño y volumen de ventas de cada local. Cada local tiene aproximadamente 170 trabajadores operativos en total.

Existe un programa de entrenamiento continuo y actualización para GG y GEC, quienes cuentan en promedio con 10 años de experiencia dentro de la organización. Se les ofrece además un programa atractivo y exhaustivo de compensación: salario base, bono anual de acuerdo a las métricas de desempeño del restaurant que operan, vehículos arrendados (*leased*) por la compañía y un programa de acciones de largo plazo. El objetivo es incentivar a los GG y GEC a pensar y actuar como

---

dueños del negocio, contribuir a la retención de gerentes de los restaurantes y alinear sus intereses con aquellos de los accionistas.

Los GG son los responsables de seleccionar y entrenar a los empleados operativos del restaurante que manejan. Existen diversos canales que contribuyen a incentivar y comprometer a estos últimos con la compañía, alentándolos a contribuir en potenciales mejoras y a sentirse parte del negocio.

El objetivo final es tener un personal comprometido con la compañía: en 2016, y por tercer año consecutivo, The Cheesecake Factory fue incluida en la lista de las 100 mejores empresas para las que trabajar de la revista *Fortune*. También fue nombrada dentro de la lista de los 100 mejores lugares de trabajo para *millenials* de la misma revista.

### Desarrollo de tecnología, investigación y desarrollo

- Tecnologías de la Información

Las tecnologías desarrolladas para brindar soluciones al negocio están diseñadas para brindar soporte efectivo a controles financieros, gestión de costos, mejorar resultados y la experiencia del consumidor.

En 2016, se implementó la aplicación de pago por celular *CakePay* de manera nacional a todos los restaurantes. Esta aplicación permite que los clientes completen su proceso de pago en cualquier momento de su cena. También se habilitó en todos los restaurantes el equipamiento necesario para poder procesar tarjetas de crédito inteligentes (EMV<sup>3</sup>).

El soporte de hardware y software para todos los conceptos de la compañía son provistos por el servicio interno de soporte en las oficinas corporativas y por proveedores externos para el soporte remoto e in situ de los restaurantes.

A fin de mitigar interrupciones del negocio, se implementó un sistema de copias de seguridad de la información y replicación de la infraestructura entre los centros de información in situ y externos por lo que toda la información es replicada cada noche entre los dos lugares.

- Propiedad Intelectual, Nombres y Marcas Comerciales

La compañía posee diferentes tipos de propiedad intelectual y aplicó a la registración de otros nombres, logos y recetas, entre otros, en los Estados Unidos y en otros países en las categorías de restaurante y pastelería, entre otras.

---

<sup>3</sup> Nombrado por sus desarrolladores; EuroPay, MasterCard® y Visa®, esta tecnología presenta instrumentos de pago que tiene microprocesadores integrados que almacenan y protegen los datos del titular de la tarjeta.

## I.6. Modelo de rivalidad de la industria de Porter

Según Porter (1979), existen cinco fuerzas que permiten determinar la rentabilidad de largo plazo de un mercado o segmento.

Cada compañía debe evaluar sus objetivos y administrar sus recursos y ventajas competitivas frente a las cinco fuerzas que rigen la competencia en una industria, a partir del análisis de la estructura del mercado.

El desafío consiste en estar interiorizado en el grado de competencia en la industria, de tal manera que este conocimiento permita arribar a estrategias adecuadas para aprovechar las propias ventajas competitivas y oportunidades y hacer frente a las amenazas detectadas.

A continuación, se desarrollan las cinco fuerzas.

### 1. Poder de negociación de los Compradores o Clientes

Respecto a los comensales, al ser consumidores individuales no organizados y ampliamente atomizados, su poder de negociación es nulo.

En cuanto a los clientes externos y comercializadores de productos de panadería y pastelería, de acuerdo a su magnitud podrían tener un mayor poder de presión. De cualquier manera, el reconocimiento del producto *cheesecake* de la marca les reduce esa ventaja.

### 2. Poder de negociación de los Proveedores o Vendedores

Gran parte de los ingredientes e insumos utilizados están disponibles en el mercado debido a que existe una amplia variedad de proveedores calificados. Esto permite reducir el riesgo de disponibilidad de insumos y obtener precios competitivos.

Para algunos *commodities*, insumos y equipamientos, se realizan acuerdos de corto y largo plazo dependiendo de las condiciones de mercado y la demanda esperada. Desde 2015, se comenzó a establecer acuerdos de largo plazo a precio fijo para algunos insumos lácteos y se espera poder extender este tipo de acuerdos a otros insumos.

### 3. Amenaza de nuevos competidores entrantes

Los restaurantes de la cadena compiten por tráfico de clientes de manera directa e indirecta con cadenas nacionales y regionales del mismo segmento, así como restaurantes independientes de autoría. También compiten con restaurantes y comercios minoristas por la ubicación de locales y atracción de personal y gerentes que operan los restaurantes.

---

Por último, los restaurantes de comida rápida, servicios de entrega a domicilio, pedidos desde el celular y tiendas de alimento también resultan ser competidores ya que cada vez más ofrecen productos de mayor calidad y variedad en respuesta a la demanda de consumo.

En cuanto al segmento de panadería y pastelería, existen rendimientos a escala derivados de la integración vertical que permite con solamente dos plantas de producción abastecer a más de 200 locales y clientes externos.

En relación a las barreras de entrada, se puede mencionar que cada nuevo local cuenta con la ventaja del posicionamiento de marca ya existente. Por otro lado, la envergadura de la empresa consolidada permite afrontar los costos de pre apertura de cada nuevo local con gran respaldo financiero y sin mayores riesgos.

#### 4. Amenaza de productos sustitutos

Consideramos que las amenazas de productos sustitutos se materializan en situaciones de crisis económicas, momento que implicaría reducir el gasto en comer afuera y por lo tanto concurrir a restaurantes de segmentos más bajos o procurarse la cena en el propio hogar. Esta situación se refleja en los indicadores de la compañía en el periodo 2008-2009, por ejemplo.

Dadas las características del mercado estadounidense de relativa estabilidad, esta amenaza no se estima sea recurrente.

#### 5. Rivalidad entre los competidores

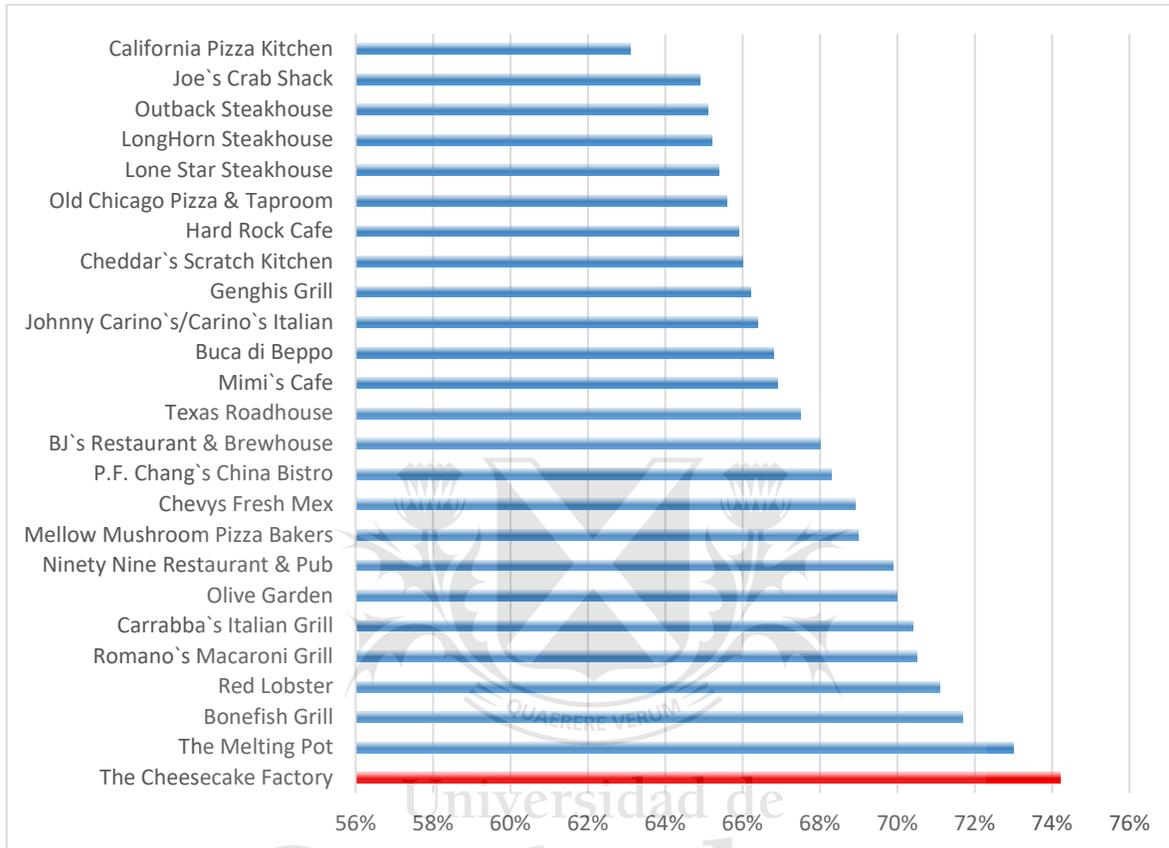
Como se mencionó anteriormente, la competencia en la industria de restaurantes es de gran magnitud: existen más de un millón de locales correspondientes a 455.901 compañías (Statista, 2017a).

La subcategoría compuesta por restaurantes servicio completo (*full service*) – a la cual pertenece The Cheesecake Factory - es la más grande de la industria y representa el 43,7% de las ventas totales de la industria.

Es por ello que la diferenciación e identificación de los clientes resulta de suma importancia para el posicionamiento de la compañía en la industria.

Sin embargo, como se observa en el Gráfico 2 la marca The Cheesecake Factory fue la más elegida entre los comensales del segmento Casual (*Casual Dining*) en 2015, de acuerdo a la encuesta *Consumer Picks* realizada por *National Restaurant News* en base a las respuestas de más de 4.800 consumidores.

**Gráfico 2. Cadenas de Restaurantes del segmento Casual (*Casual Dining*) más populares en 2015 para Estados Unidos (en %)**



Fuente: elaboración propia en base a Statista.

## I.7. Riesgos de la compañía

### Riesgos operativos relacionados con el sector de negocio

- Riesgos asociados a las condiciones de la economía local y global que pueden afectar el gasto discrecional en ocio de los consumidores.
- Riesgos asociados a la incapacidad de anticipar y reaccionar a cambios en los costos operativos que incluye comida, servicios públicos, otros suministros y servicios.
- Riesgos asociados al aumento del costo laboral.
- Riesgos asociados a cambios en la salud de los consumidores y regulaciones y normativas.

### Riesgos operativos específicos de las actividades de la compañía

- 
- Riesgos asociados a la reputación de la marca, desarrollo global de la misma y expansión internacional.
  - Riesgos asociados a la renovación de los contratos de arrendamiento de los locales, o de re locación de los mismos en determinadas áreas comerciales.
  - Riesgos asociados a la imposibilidad de aumentar las ventas comparables.
  - Riesgos asociados a la incapacidad de reclutar, retener o responder a la pérdida de ejecutivos clave, personal operativo y gerencial para locales.
  - Riesgos asociados a la seguridad alimentaria, enfermedades transmitidas por alimentos, pandemias y otras enfermedades que pudieran disminuir el tráfico de clientes o que transforme a la compañía en el objeto de litigio.
  - Riesgos asociados al desarrollo de nuevos conceptos y expansión de la marca The Cheesecake Factory, Rock Sugar Pan Asian Kitchen y Grand Lux Café a otras oportunidades comerciales e iniciativas.
  - Riesgos asociados a la incapacidad de expandir infraestructura en tiempo y forma respondiendo a las oportunidades de crecimiento global y regional.
  - Riesgos asociados a la incapacidad de reducir costos o aumentar las ventas.

#### Riesgos Legales

- Riesgos asociados a la incapacidad de mantener un entorno seguro de información personal tanto de clientes como de personal de la compañía.
- Riesgos asociados a la incapacidad de proteger de manera adecuada la propiedad intelectual.
- Riesgos asociados con el cumplimiento de leyes y regulaciones, tanto regionales como internacionales.
- Riesgos propios del negocio y costos asociados a litigios y seguros.
- Riesgos asociados a la definición y aplicación de control interno sobre operaciones e informes financieros.
- Riesgos asociados al cumplimiento de obligaciones financieras y/o repago de requerimientos de condiciones crediticias.
- Riesgos asociados a la organización sindical laboral y propia de la industria.

#### Riesgos industriales y medioambientales

- Riesgos asociados a la incapacidad de aplicar un plan general de recuperación y continuidad en casos de desastres naturales o producidos por el hombre, tales como terrorismo, amenazas y actos de violencia.
- Riesgos asociados a condiciones climáticas adversas, fluctuaciones estacionales, desastres naturales y efectos del cambio climático.

#### Riesgos de Mercados Financieros

- Riesgos relacionados al valor de mercado de las acciones.
- Riesgos relacionados a la incapacidad de alcanzar el objetivo propuesto de crecimiento en el retorno total a los accionistas.
- Riesgos de crédito asociados al pago de dividendos o aumento de los mismos.
- Riesgo de tasa de interés, financiamiento y de liquidez.

Todos estos riesgos impactan en mayor o menor medida en la operatoria de la compañía y su negocio. Algunos de ellos - los más representativos y de mayor trascendencia - son desarrollados a lo largo del presente trabajo considerando su potencial alcance y plan de contención para minimizar su costo. De cualquier manera, todos ellos hacen al riesgo del negocio y por lo tanto están comprendidos en el costo del capital utilizado en la valuación de The Cheesecake Factory.

## II. Análisis Financiero

El análisis de DuPont<sup>4</sup> es una herramienta de diagnóstico financiero que permite estimar el impacto de cambios operativos en la rentabilidad de una empresa. Así, expresa la rentabilidad financiera de una compañía desmembrándola en tres componentes:

*ROE = Rentabilidad sobre Ingresos \* Rotación de Activos \* Apalancamiento Financiero*

$$ROE = \frac{\text{Resultado Neto}}{\text{Ventas}} * \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos Totales}} * \frac{\text{Activos Totales}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

$$ROE = ROS * ROTA * AF$$

Donde,

*ROS = Carga Impositiva \* Eficiencia Financiera \* Eficacia operativa \* ROA \* AF*

Entonces:

$$ROE = \frac{\text{Resultado Neto}}{EBT} * \frac{EBT}{EBIT} * \frac{EBIT}{\text{Ventas}} * \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos Totales}} * \frac{\text{Activos Totales}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

<sup>4</sup> Este modelo fue inventado por Donaldson Brown, empleado de tesorería de la empresa química DuPont, quien exitosamente lo aplicó en sus tareas de control y planeamiento en la reestructuración de GM tras haber comprado DuPont el 23% de sus acciones (Gropelli y Nikbakht, 2000).

---

Esto permite analizar la rentabilidad sobre el patrimonio en las dimensiones de Rentabilidad (ROS), Eficiencia (ROTA) y Apalancamiento (AF).

Entonces, para The Cheesecake Factory en 2016:

$$ROE = 23,13\% = 6,13\% * 175,96\% * 2,14$$

Donde,

$$ROS = 72,74\% * 95,41\% * 8,83\%$$

En primer lugar, el Retorno al *Equity* (ROE) indica que la empresa genera una rentabilidad del 23,13% sobre el patrimonio de los accionistas, es decir que los accionistas ganan 23,13 centavos por cada dólar invertido.

En segundo lugar, al descomponer el ROE vemos mediante el Retorno sobre Activos que de esos 23,13 centavos que se ganan, 10,79 centavos son generados por cada dólar de activos que posee la empresa, y que el efecto restante para generar el 23,13% del ROE, se debe al nivel de apalancamiento, que en este caso es de 2,14 conforme al AF. Esto significa que los activos representan el 214% del patrimonio de los accionistas. Es decir, que por cada dólar invertido por ellos hay \$2,14 en activos. Consecuentemente, los restantes 1,14 dólares están siendo financiados por terceros. Por ende, entre mayor sea el AF mayor será el nivel de apalancamiento.

En tercer lugar, al desmembrar aún más la fórmula, tenemos que el Retorno a Activos (ROA) se descompone en el ROS y la ROTA. Como resultado, podemos observar que la empresa maneja un margen de utilidad sobre ventas (ROS) de 6,13%, es decir que por cada dólar que vende gana 6,13 centavos. Por otro lado, la ROTA indica que los activos rotaron 1,75 veces en el año. Por lo tanto, al multiplicar estos dos ratios se obtiene la rentabilidad sobre los activos de 10,79%.

Además, si seguimos profundizando en el desglose de los componentes, podemos apreciar que de cada 6,13 centavos ganados por cada dólar vendido: el 72,74% corresponde a la proporción de las ganancias de la compañía después de pagar los impuestos a la renta; el 95,41% corresponde a la eficiencia financiera de la compañía y el 8,83% es el ingreso operativo por cada dólar vendido.

Cabe mencionar que la utilidad de los ratios financieros ha sido cuestionada por la literatura. Esto se debe principalmente al incierto uso que se da a la información contable de las compañías, debido a la correlación entre los ítems que la componen. En consecuencia, esta información debe ser transformada previo a su utilización con el objeto de obtener resultados reales y certeros en los análisis descriptivo-transversales, representados principalmente por los ratios financieros.

En este sentido, Horrigan (1966) luego de analizar los indicadores financieros de varias compañías norteamericanas junto a sus calificaciones crediticias, demostró que los ratios financieros y la información financiera de las compañías resultan de gran utilidad en la determinación de la calificación de bonos corporativos, y por lo tanto, en la administración de créditos a largo plazo. Por consiguiente, consideramos adecuado y conveniente la utilización de la información contable en el análisis financiero de la compañía.

## II.1. Evolución de ratios de The Cheesecake Factory

La evolución del Margen Bruto muestra estabilidad en el período 2012 a 2014, e incluso crecimiento desde 2015. El Margen Neto acompaña la tendencia del Margen Bruto. La evolución de los ratios de ROE, ROA y el Retorno al Capital Empleado (ROCE) de rentabilidad se mostraron relativamente estables para los últimos 5 años de operaciones, con crecimiento notable desde el 2015.

Como se observa en la Tabla 1, todos los ratios de rentabilidad experimentaron una tendencia creciente para el periodo 2012-2016, con un pico mínimo en el año 2014.

Es menester mencionar que en 2014 los costos de la compañía sufrieron un incremento relativo respecto a sus ingresos por ventas. Las causas radican fundamentalmente en dos variables: un aumento en el precio de ciertos *commodities* con impacto en los costos variables; y un aumento inusual en los costos laborales, particularmente los costos por seguros médicos.

**Tabla 1. Evolución de Ratios de Rentabilidad de The Cheesecake Factory**

	2012	2013	2014	2015	2016
Margen Bruto (RB/V)	75,1%	75,7%	75,2%	76,0%	76,9%
Margen Neto (RN/V)	5,4%	6,1%	5,1%	5,5%	6,1%
ROE	17,0%	19,8%	18,2%	19,8%	23,1%
ROA	9,0%	10,2%	8,6%	9,4%	10,8%
ROCE (EBIT <sup>5</sup> /(AT - PC)	16,5%	18,7%	16,9%	18,7%	21,9%

*Fuente: elaboración propia en base a The Cheesecake Factory, Inc. Reporte Anual 2012-2016.*

Respecto a la evolución de la estructura financiera de la compañía, se observa una relativa estabilidad en todos los ratios financieros. Cabe mencionar que, por un tema de simplificación en la presentación de la información, se utilizan variables anuales, en desmedro de la información trimestral. El costo de esta elección es la imposibilidad de observar fluctuaciones por estacionalidad.

El Nivel de Apalancamiento de la compañía se mantiene estable en 0,1 para los últimos 5 años, implicando que en la estructura de capital la Deuda Financiera representó el 10% del capital total (Tabla 2). Adicionalmente, el ratio de Cobertura de Intereses muestra que el Beneficio Antes de Intereses, Impuestos, Depreciaciones y Amortizaciones (EBITDA) de la compañía fue suficiente para hacer frente a los intereses derivados de las obligaciones financieras, ya que en promedio fue 46 veces mayor a estos intereses.

Los ratios de gestión sirven para determinar si la compañía está correctamente administrada.

Para The Cheesecake Factory, los últimos 4 ratios que se presentan en la Tabla 3 y que en conjunto dan lugar al Ciclo de Conversión de Caja, muestran cierta volatilidad. De manera particular, se observa que Días en la Calle y Días de Inventario se mantienen relativamente estables. Sin embargo,

<sup>5</sup> Beneficio antes de Intereses e Impuestos, EBIT por sus siglas en inglés.

es Días de Cuentas a Pagar quien tiene un comportamiento moderadamente fluctuante lo que repercute directamente en el Ciclo de Conversión de Caja, transfiriéndole su misma volatilidad. Igualmente, este valor se mantuvo negativo para todos los años excepto para 2013, donde fue levemente positivo.

**Tabla 2. Evolución de Ratios de Estructura Financiera de The Cheesecake Factory**

	2012	2013	2014	2015	2016
Endeudamiento Financ. (D.Fin/PN)	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Nivel de Apalancamiento (D.Fin/A)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Cobertura de Intereses (EBITDA/Int.Fin)	47,9	41,4	41,9	52	48,1

*Fuente: elaboración propia en base a The Cheesecake Factory, Inc. Reporte Anual 2012-2016.*

La negatividad del ratio sugiere que el modelo de negocio de la compañía es sumamente conveniente, al mostrar que en promedio la compañía realiza la cobranza de sus clientes antes de pagar a sus proveedores.

**Tabla 3. Evolución de Ratios de Gestión de The Cheesecake Factory**

	2012	2013	2014	2015	2016
Costos Fijos / Ventas	67,5%	67,2%	67,9%	68,1%	68,0%
Liquidez Total	0,91	0,85	0,74	0,64	0,59
Días en la Calle	2,90	1,93	2,76	2,43	2,47
Días de Inventario	23,06	28,03	24,42	24,29	23,88
Días de Cuenta a Pagar	37,59	27,98	42,09	34,12	28,41
Ciclo de Conversión de Caja	-11,63	1,98	-14,91	-7,40	-2,06

*Fuente: elaboración propia en base a The Cheesecake Factory, Inc. Reporte Anual 2012-2016.*

En la Tabla 4 se expone la relación ventas respecto de inversiones fijas. Las inversiones fijas refieren a todo activo cuya vida útil sea mayor a un año y cuyo objetivo último sea procurar el desarrollo de las actividades productivas de la compañía (Baca Urbina, 2010). Para Cheesecake Factory, esta variable está representada por Propiedad, Plantas y Equipos (PP&E).

**Tabla 4. Relación Inversiones fijas respecto de Ventas de The Cheesecake Factory**

	2012	2013	2014	2015	2016
Ventas / PP&E	x2,37	x2,36	x2,39	x2,35	x2,50

*Fuente: elaboración propia en base a The Cheesecake Factory, Inc. Reporte Anual 2012-2016.*

Como se observa, esta relación resulta bastante estable en el tiempo. En 2016 se produce un pequeño salto que puede entenderse como el resultado de una mayor apertura de locales en 2015 respecto del promedio de los últimos años. Esta inversión parece dar resultados positivos, lo que se traduce en un aumento en las ventas durante 2016.

## II.2. Comparación: CAKE vs Pares del Mercado

En esta sección, se comparan los ratios de rentabilidad de The Cheesecake Factory con aquellos de otras seis compañías de la industria de restaurantes y particularmente de segmentos equivalentes: Darden Restaurants, Inc.; Bloomin' Brands, Inc.; Cracker Barrel Old Country Store, Inc.; BJ's Restaurants, Inc.; Del Frisco's Restaurant Group, Inc.; y J. Alexander's Holdings, Inc.

La elección de estas firmas surge a partir del listado de 37 compañías del sector servicios en la industria de restaurantes que cotizan en bolsa, publicado por Yahoo Finance. Este listado fue corregido para sólo incluir a las empresas de la subcategoría de servicio completo, quitando del listado aquellas pertenecientes a otras categorías, tales como servicio rápido (*Quick Service*) y casual de comida rápida (*Fast Casual*) o aquellas que operan mediante el método de franquicias.

**Tabla 5. Evolución de Ratios de Rentabilidad de pares del mercado**

	Margen neto	Eficacia Operativa	ROA	ROE
The Cheesecake Factory	6,1%	8,8%	10,8%	23,1%
Darden Restaurants	6,6%	9,6%	9,3%	25,5%
Bloomin' Brands	2,3%	5,3%	5,3%	45,9%
Cracker Barrel Old Country Store	6,5%	9,6%	12,6%	36,0%
BJ's Restaurants	4,6%	6,2%	6,4%	16,6%
Del Frisco's Restaurant Group	5,1%	7,1%	4,8%	7,2%
J. Alexander's Holdings	3,2%	4,6%	4,3%	6,8%

*Fuente: elaboración propia en base a estados contables de las firmas y base de datos eMarketer.RETAIL*

Se observa que Darden es la compañía que tiene los ratios de rentabilidad de mayor similitud a los de The Cheesecake Factory.

Por su parte, Bloomin' Brands tiene un ROE muy superior a sus pares y un Margen Neto significativamente inferior. De esto se puede inferir que la compañía tiene un gran nivel de apalancamiento y, por lo tanto, debe afrontar pago de intereses de monto considerable. Esto se confirma al revisar sus números, que demuestran que la deuda representa el 40% del valor de la compañía. Cabe mencionar que, para The Cheesecake Factory, esta proporción es del 3,8%.

Para Del Frisco's y J. Alexander's se observan indicadores significativamente inferiores a los presentados para el resto de las compañías. Esta última es la más chica de la selección, en términos

de *Equity*, Activos, Ventas e Ingresos Netos, se reestructuró en 2012 y comenzó a cotizar a partir de 2015.

A continuación, se presentan los indicadores más utilizados en la industria de *retail* a fin de comparar las 7 compañías. Ellos son:

- Ventas a mismas Tiendas: compara el volumen de ventas de la misma tienda en el año de referencia respecto del año anterior para tiendas operativas por 12 meses o más. (Ver Tabla 6).
- Crecimiento Promedio de Ventas por Pie Cuadrado: el crecimiento del ingreso promedio que crea un negocio por cada pie cuadrado de espacio de ventas. (Ver Tabla 7).

### Ventas a mismas Tiendas

El indicador de Ventas en Mismas Tiendas resulta útil para determinar la efectividad de la administración de una cadena minorista para generar crecimiento en los ingresos de los activos existentes. Esto es, ayuda a determinar qué parte de los ingresos por ventas actuales de una empresa es un resultado del crecimiento de las ventas en ubicaciones existentes y qué parte se explica por la apertura de nuevas tiendas.

**Tabla 6. Evolución de Indicador de Ventas a mismas Tiendas**

	2013	2014	2015	2016
The Cheesecake Factory	1.0%	1.2%	2.3%	1.3%
Darden Restaurants	-1.1%	2.4%	3.3%	1.8%
Bloomin' Brands	1.2%	2.0%	0.5%	-1.9%
Cracker Barrel Old Country Store	3.0%	0.6%	4.8%	2.3%
BJ's Restaurants	-1.1%	-0.8%	1.7%	-1.3%
Del Frisco's Restaurant Group	1.3%	1.9%	-0.6%	-0.8%
J. Alexander's Holdings	5.0%	4.4%	3.7%	-0.3%

*Fuente: elaboración propia en base a base de datos eMarketer.RETAIL*

Se observa una relativa estabilidad en los ingresos totales en dólares en las ubicaciones existentes de The Cheesecake Factory en comparación al desempeño de sus pares. Si bien la tendencia de crecimiento es conservadora, junto con Cracker Barrel es la única compañía que no experimentó una disminución anual en sus ingresos.

### Promedio de Ventas por Pie Cuadrado

Las ventas por pie cuadrado se utilizan para medir la eficiencia de la administración de una tienda en la creación de ingresos con la cantidad de espacio de ventas disponible. Cuanto mayor sean las

ventas por pie cuadrado, mejor será la gestión del trabajo en la comercialización y visualización de los productos de la tienda.

Se observa una relativa estabilidad para The Cheesecake Factory, incluso con crecimiento para el año 2016, lo que implica una mejora en la eficiencia de administración de los locales operados. Podemos apreciar que nuestra compañía lidera el desempeño demostrado por este indicador.

**Tabla 7. Evolución de Indicador de Crecimiento Promedio de Ventas por pie cuadrado**

	2013	2014	2015	2016
The Cheesecake Factory	3.1%	2.3%	1.9%	3.5%
Darden Restaurants	1.0%	-3.5%	3.8%	1.2%
Bloomin' Brands	1.1%	1.3%	0.1%	-2.2%
Cracker Barrel Old Country Store	0.8%	0.7%	4.8%	2.1%
BJ's Restaurants	-2.7%	-1.7%	1.1%	-0.3%
Del Frisco's Restaurant Group	2.7%	-1.1%	-2.4%	-2.5%
J. Alexander's Holdings	2.0%	8.5%	6.0%	-1.2%

*Fuente: elaboración propia en base a base de datos eMarketer.RETAIL*

Se puede apreciar que los valores de The Cheesecake Factory muestran mayor estabilidad a lo largo del tiempo que sus comparables. Por el contrario, con la excepción de Cracker Barrel, el resto de las compañías muestran valores negativos al menos en algún año.

### II.3. Conclusión del análisis financiero

A partir del análisis realizado, se puede afirmar que los Ratios de Rentabilidad de The Cheesecake Factory presentan una tendencia leve pero consistentemente positiva a través de los años. En relación a los Ratios de Gestión, sobresale la caída en la Liquidez Total y el comportamiento del Ciclo de Conversión de Caja, que se muestra muy volátil, aunque negativo para la mayoría de los años. Asimismo, se observa una mayor eficacia en el uso de los activos en la evolución del ratio de Ventas respecto a PP&E. En lo que a los Ratios de Rentabilidad respecta, The Cheesecake Factory mantiene una sólida posición en relación al mercado. Por su parte, los indicadores de Ventas a mismas Tiendas y Ventas por pie cuadrado suponen para la compañía una de las mejores performances para el acumulado de los años bajo revisión entre las comparables y la de mayor estabilidad en el tiempo.

A modo de conclusión, se observa que los ratios para The Cheesecake Factory muestran un negocio saludable y en crecimiento. La mayoría de las variables son positivas, con tendencia creciente para los últimos años en los indicadores de rentabilidad y estructura financiera. Se observa un bajo nivel de deuda y de costo financiero y un ciclo de conversión de caja negativo.

---

### III. Valuación de The Cheesecake Factory por Flujo de Fondos Descontados

En base a análisis económicos y financieros estándares, el presente trabajo evaluará cuantitativamente el valor intrínseco del capital accionario de The Cheesecake Factory al 3 de enero de 2017, ya que es el último año fiscal completo de operaciones de la compañía.

La utilización de modelos de valuación en decisiones de inversión responde a la percepción de que los mercados son ineficientes y cometen errores al otorgar valor a los distintos activos, y que además estas ineficiencias serán corregidas de algún modo en el futuro.

Sin embargo, de manera transitoria y mientras las ineficiencias del mercado persistan generando asimetrías de información, se produce la posibilidad de obtener una ganancia para aquel que compre o venda un activo y que cuente con la información correcta y sepa interpretarla. La importancia de los métodos de valuación en este escenario radica en la posibilidad de detectar aquellos activos cuyo valor de mercado sea “incorrecto” o ineficiente.

Existen diversas metodologías de valuación en la literatura existente, algunas de ellas se desarrollan a continuación.

El método de Flujos de Fondos Descontados (DCF) sostiene que el valor del activo es el valor presente de su flujo de fondos esperado (Damodaran, 2006). El concepto subyacente es que todo activo tiene un valor intrínseco que puede ser estimado teniendo en cuenta sus características propias en términos de flujos de fondos, crecimiento y riesgo. Además, se supone que la ineficiencia de mercado que otorga valores incorrectos a los activos se corregirá en el tiempo con nueva información de los activos. Cabe mencionar las ventajas y desventajas que presenta el modelo DCF:

#### *Ventajas*

- Dado que el método por DCF utiliza los *fundamentals* del activo, la valuación debería estar menos expuesta a humores y percepciones del mercado.
- La valuación por DFC implica considerar las características subyacentes de la firma y comprender el negocio.
- Suponiendo que los buenos inversores compran negocios y no stocks, el método de DCF es el modo correcto de pensar lo que se obtendrá al comprar un activo.

#### *Desventajas*

- En el intento por estimar el valor intrínseco de un activo, el DCF requiere más información e inputs que cualquier otra metodología de valuación.
- Estos inputs e información utilizados pueden ser ruidosos y difíciles de estimar, pero también pueden ser manipulados por el analista para arribar a una conclusión deseada.

- En un modelo de valuación intrínseco, no existe garantía de que el activo resulte sub o sobrevaluado. Por ello, es posible encontrar en el mercado stocks sobrevaluados por el modelo de valuación por DCF.

Resulta apropiado utilizar este enfoque en los casos en que las compañías a valorar tengan sus flujos de fondos presentes positivos; los flujos de fondos puedan estimarse con cierta fiabilidad para períodos futuros; y donde exista una prima por riesgo que pueda ser utilizada para obtener tasas de descuento.

Este método no debe ser utilizado en compañías jóvenes debido a que sus operaciones aun no alcanzan un nivel estable y, por lo tanto, resulta difícil predecir tendencias de costos e ingresos con certeza.

Por su parte, los modelos de valuación por Múltiplos o Comparables son métodos dinámicos que se basan en el estado de resultados de la compañía, el cual refleja sus flujos de fondos a través del tiempo. Este tipo de valuaciones son ampliamente utilizadas para verificar y justificar valores obtenidos a través de otra metodología de valuación: ponen en relación el precio de mercado con otras variables financieras pasadas o proyectadas, y permiten una comparación veloz y superficialmente uniforme con un solo dato, el valor del múltiplo. Entre los más conocidos se encuentran aquellos basados en valores de mercado, en la cuenta de resultados y en el flujo de fondos, entre otros. Entre sus ventajas se puede mencionar la rapidez de cálculo para estimar el valor de la compañía, ya que se puede estandarizar el precio de mercado de una acción y dividirlo por distintas variables fundamentales según el múltiplo elegido. La desventaja es que es un método que sirve de comparación y respaldo al resultado de valuación obtenido mediante otra metodología, y no debe ser utilizado como método de valuación único (Pereyra Terra, 2008).

El valor contable se basa en el precio de las acciones del activo, el cual se determina en función del patrimonio neto, calculado como la diferencia entre los activos y los pasivos de la compañía. La fortaleza de este modelo radica en la rapidez con la cual se puede arribar a un valor de referencia, ya que el criterio contable ofrece una foto del estado de situación de la compañía a una fecha determinada. Entre sus debilidades puede mencionarse la desestimación de flujos futuros de ingresos, del impacto del tiempo en la valoración del dinero, de otras variables - tales como la estacionalidad - y el comportamiento del mercado en el cual se encuentre inserta la compañía, desconociendo el valor del comportamiento humano y basándose únicamente en los estados contables. Es así un método de valuación estático de la firma (Pereyra Terra, 2008).

Las opciones reales analizan la posibilidad de introducir modificaciones a futuro en un proyecto de inversión, incrementado su valor. Dependen del valor incierto de un activo real y no tienen contrato: tienen que ser identificadas y especificadas para poder ser usadas como herramienta de análisis. La diferencia con los modelos clásicos de valuación de proyectos por descuentos de flujos de fondos radica en que estos no incorporan la posibilidad de incluir opciones de variaciones al proyecto, de manera que pueden subvalorar su resultado. El valor mediante opciones reales puede calcularse como el valor del proyecto sin opciones más el valor de la opción. Las principales opciones reales pueden dividirse en tres grandes grupos: opciones reales simples – que incluye opción de postergar, (Fariñas Fernández, 2016).

De este modo, y al cumplir The Cheesecake Factory con los requerimientos mencionados, se elige el método de valuación por DCF para desarrollar el presente trabajo. Considerando las ventajas y desventajas del modelo, se tomará como recaudo establecer de manera clara y precisa las hipótesis para estimar el valor esperado de la compañía y presentar el análisis de sensibilidad para determinados escenarios.

### III.1. Método de Valuación

Todas las variaciones del DCF suponen proyectar los flujos de fondos que generará la compañía para luego descontarlos a una tasa que refleje el riesgo asociado al activo. Sin embargo, cada variación requiere como input el perfil de apalancamiento financiero que se pronostique para la empresa.

El modelo de dividendos descontados se sustenta en la idea de que el valor de un activo es el valor presente de sus flujos futuros descontados, siendo estos los dividendos. Esta metodología actualmente no es muy utilizada debido a que los dividendos no consideran la estructura financiera de la firma, la creación de los activos operativos y la capacidad real de pago de dividendos puede no ajustarse a lo proyectado.

La variación de DCF elegida para este trabajo es el Valor Actual Ajustado (APV). Particularmente, este modelo supone que la política de financiamiento y el valor de los activos de la empresa afectan de manera independiente el valor de la compañía. Así, se intenta obtener el valor de los beneficios impositivos (*tax shield*) de la deuda de forma separada del valor de la compañía. De manera implícita, este enfoque sostiene que resulta más simple calcular el impacto en la valuación de los beneficios impositivos en términos absolutos que en términos relativos (Luehrman, 1997).

Puede mencionarse que mientras el APV desagrupa los diversos componentes de valor y los analiza de forma separada, de manera opuesta, el método del WACC agrupa los efectos financieros secundarios en la tasa de descuento.

Entonces, en el APV primero se calcula el valor de la compañía desapalancada - sin deuda - y luego se agrega el valor asociado al efecto de los beneficios impositivos derivados de la estructura de financiamiento.

A continuación se desarrolla el plan de acción en un modelo de valuación por APV:

- 1) Preparar los pronósticos de desempeño y el caso base para proyectar los flujos de fondos de la compañía. Aquí, los componentes de valor no están desagregados.
- 2) Descontar los flujos de fondos y el valor terminal del caso base para obtener el valor presente.
- 3) Evaluar efectos de la estructura de financiamiento, esto es ahorro impositivo. Aquí, los componentes de valor ya están desagregados.
- 4) Sumar el valor de la compañía con el valor de los efectos de la estructura de financiamiento para obtener el Valor Actual Ajustado (APV).

5) Ajustar los resultados obtenidos según las necesidades de quien realiza la valuación. Aquí los componentes del valor no están desagregados.

### III.2. Flujo de Fondos Disponibles

Para valorar la compañía mediante el método de APV, se debe proyectar el Flujo de Fondos Libre a la Firma para el período 2017 – 2021, esto es, para los próximos 5 años de operaciones, como aconseja la práctica financiera. Luego se los descuenta para llevarlos a valor presente a la tasa  $k_u$ .

Dado que se espera que los flujos de fondos futuros se mantengan por un largo período de tiempo, se estima adicionalmente el Valor Terminal. Este equivale al valor de todos los Flujos de Fondos a la Firma esperados posteriores a 2021 (a perpetuidad). Según Damodaran (2011), la tasa de crecimiento utilizada no debe ser mayor a la tasa de crecimiento de la economía. Ya que se parte de un escenario de madurez de la firma, el cual a futuro se consolida aún más, se considera apropiado para valorarla a perpetuidad la utilización de la tasa de crecimiento del PBI real de Estados Unidos de 1,8% a partir del año 2021 en el largo plazo y a perpetuidad, proyectada por la Reserva Federal en su comité del 13 de diciembre de 2017.

Finalmente, tanto los valores del Flujo de Fondos Libres a la Firma para los 5 años estimados como el Valor Terminal, se llevan a valores presente descontándolos por la tasa  $k_u$ .

Entonces, el valor presente de la compañía medido por el método de Flujos de Fondos Descontados, se calcula de la siguiente manera:

$$VPN_{FF} = \sum_{t=1}^5 \frac{FFL_t}{(1+k_u)^t} + \frac{VT}{(1+k_u)^6} \quad \text{con: } VT = \frac{FFL_5 \times (1+g)}{k_u - g}$$

Donde,

VPN: Valor Presente Neto de los Flujos de Fondos.

$FFL_t$ : Flujo de Fondos en el momento  $t$ .

$k_u$ : Tasa de Descuento.

VT: Valor Terminal.

$g$ : Tasa de crecimiento esperado de los FF esperados a perpetuidad.

A continuación se muestran algunos de los principales supuestos utilizados para realizar la valuación de la compañía; en particular, para la proyección de los flujos de fondos futuros y para construir la tasa de descuento utilizada para estimar el valor presente de los flujos futuros.

Es menester mencionar que, si bien The Cheesecake Factory desarrolla actividades en el exterior, en 2016 la cantidad de locales que operan en el extranjero representa el 6,7% de la cantidad total de locales operados (The Cheesecake Factory, Inc, 2016, p. 1). Por otro lado, estos locales internacionales se encuentran bien dispersos geográficamente, a lo que se suma su baja incidencia

en la facturación. Por estos motivos, se opta por utilizar las variables macroeconómicas estadounidenses para proyectar los supuestos que a continuación se desarrollan.

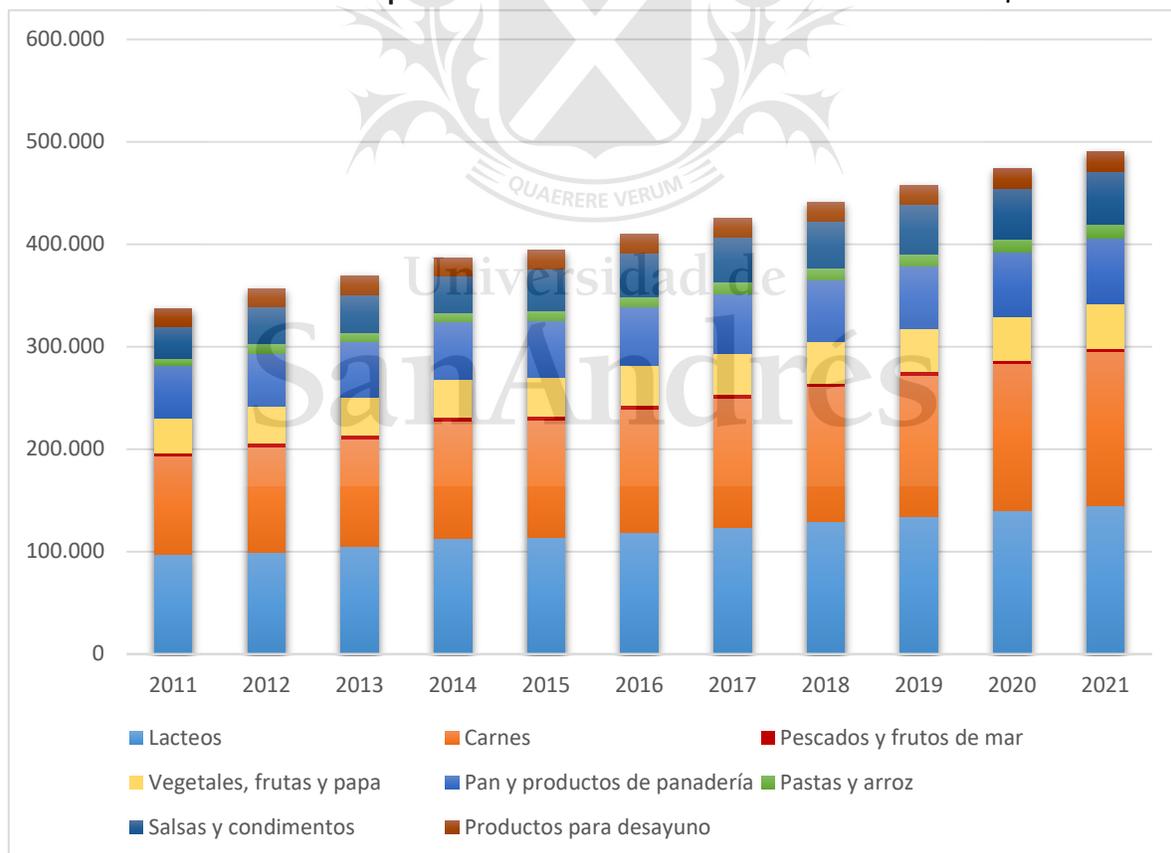
### Ventas Totales

Para la estimación de las Ventas Totales de The Cheesecake Factory se utilizaron las proyecciones de mercado para el Sector Alimentos en Estados Unidos provista por la base de datos Statista (2017b).

Statista define el sector Alimentos como todos los alimentos procesados que hayan sido preparados o preservados de algún modo y excluye alimentos no procesados como verduras crudas y vegetales.

En el Gráfico 3 se presenta la evolución histórica y proyectada de ventas totales anuales entre 2017 y 2021 para el sector. En base a estas proyecciones, se estima la tasa anual de crecimiento promedio compuesta (“CAGR”) por sus siglas en inglés de la variable, que resulta en 3,67% anual.

**Gráfico 3. Ventas por sector alimenticio de EE.UU. en Millones de US\$**



Fuente: elaboración propia en base a Statista (2017).

Se calculó además la evolución de los ingresos totales de los últimos 5 años en base a infomación financiera de la compañía, cuyo resultado arroja una tasa de crecimiento anual promedio del 5,32%. También se estudió la evolución del crecimiento de la cantidad de nuevos locales abiertos para los últimos 5 años (Tabla 8) y se obtuvo una tasa anual promedio del 5,59%. Es decir, se observa un crecimiento similar entre las ventas y la cantidad de aperturas de nuevos locales, lo que permite concluir que las ventas de los locales preexistentes se mantienen, en promedio, relativamente estables mostrando un crecimiento por mayor productividad a bajas tasas.

Este comportamiento se materializa en los indicadores de Ventas a mismas Tiendas y Ventas por Pie Cuadrado (Tablas 6 y 7), ya que muestran un desempeño para los últimos 5 años muy inferior a la evolución de las ventas para el mismo período; 1,54% y 2,56% respectivamente.

Cabe destacar que los locales de reciente apertura pueden mostrar inicialmente un menor nivel de ventas y de eficiencia, haciendo descender el promedio tanto de ventas como de otros indicadores.

Se observa entonces que la tasa de crecimiento histórica de la compañía, es superior a la tasa de crecimiento del sector proyectada por Statista. Esto se debe a que se trata de una compañía aun en crecimiento sin alcanzar una etapa de amesetamiento. Sin embargo, proyectar el crecimiento de sus ventas siguiendo su tasa de crecimiento para los últimos 5 años resulta poco prudente. Por otro lado, los indicadores de evolución de Ventas se comportan de manera inversa.

Parece razonable entonces utilizar la tasa de crecimiento del sector proyectada por Statista y así mantener una visión más conservadora y alineada con las expectativas del mercado.

**Tabla 8. Cantidad de locales abiertos**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017e
Cantidad de locales abiertos	180	185	197	212	223	236
Variación Interanual (en %)	5,88%	2,78%	6,49%	7,61%	5,19%	5,83%

Fuente: elaboración propia en base a The Cheesecake Factory, Inc. Reporte Anual 2011, p.1; 2012, p.1; 2013, p.1; 2014, p.1; 2015, p.1; 2016, p.1.

### Costos Variables

El Costo de Bienes Vendidos se compone por las erogaciones en comida, bebida, ventas y los costos de los suministros para la producción de panadería y otros costos de insumos en los que se incurre en relación a las ventas de los restaurantes y la producción de panadería. Esto excluye la depreciación, capturada por separado en la línea de Depreciación y Amortización (The Cheesecake Factory, Inc., 2016).

Al tener la compañía un menú de los más diversificados en la industria, no se encuentra en exceso dependiente de unos pocos insumos. Cambios en los costos de los mismos pueden ser compensados con variaciones en los precios en otra categoría de insumos. Las principales categorías de insumos utilizados son productos lácteos, frutas, pescados y frutos de mar, aves de corral, carnes, pan y otros comestibles.

Adicionalmente, la compañía suele introducir nuevos productos y modificar precios seleccionados para compensar cambios en los valores de los insumos requeridos en su producción. En el caso de los restaurantes de apertura reciente, los costos suelen ser inicialmente más altos hasta que sus gerentes aprenden a predecir y manejar los volúmenes de ventas (The Cheesecake Factory, Inc., 2016).

Se observa en la Tabla 9 que la proporción de costos de bienes vendidos respecto de las ventas totales de la compañía para los últimos 5 años se mantuvo constante.

Dada su estabilidad, se proyectan los costos variables con una tasa de 24,22% de las ventas totales.

**Tabla 9. Costo de Bienes Vendidos como porcentaje de las Ventas Totales**

	2012	2013	2014	2015	2016
Costo de Bienes Vendidos (% de Ventas Totales)	24,88%	24,27%	24,81%	23,99%	23,14%

*Fuente: elaboración propia en base a The Cheesecake Factory, Inc. Reporte Anual 2016, p.36.*

### Costos Fijos

Los gastos laborales y generales y administrativos representan los Costos Fijos de la compañía. Estos costos no se encuentran relacionados con el proceso de producción sino que son generados a partir de las operaciones diaras y se vinculan con el proceso de venta y de administración de la empresa.

Si bien la variación de los costos fijos suele estar asociada al proceso inflacionario, proyectar su evolución en función de la inflación esperada no parece lo más apropiado en la industria de los restaurantes. Esto se debe a la particularidad del negocio: la apertura de un nuevo local supone la expansión y crecimiento de la compañía y puede pensarse como una unidad independiente de negocio ya que requiere de una dotación propia de personal y activos para su correcto funcionamiento. Así, el crecimiento de los costos supera en gran medida a la inflación.

Se observó que la proporción de otros costos respecto de las ventas totales se mantuvo constante en los últimos 5 años (Tabla 10).

**Tabla 10. Otros costos como porcentaje de las Ventas Totales**

	2012	2013	2014	2015	2016
Costo Laboral	32,07%	32,11%	32,69%	32,60%	33,40%
Otros Gastos Operativos	24,30%	24,10%	24,21%	23,83%	23,74%
Gastos Generales y Administrativos	5,76%	6,11%	6,03%	6,54%	6,42%

*Fuente: elaboración propia en base a The Cheesecake Factory, Inc. Reporte Anual 2016, p.36.*

Dada su estabilidad, se proyectan los Gastos Laborales, Otros Gastos Operativos y Gastos Generales y Administrativos con una tasa de 32,57%, 24,04% y 6,17% de las ventas totales, respectivamente.

### Adquisiciones de Propiedades, Plantas y Equipos

Se observó que la proporción del gasto en Adquisiciones de Propiedades, Plantas y Equipos (Adquisiciones de PP&E) respecto de las ventas totales se mantuvo estable en los últimos 5 años (Tabla 11).

Dada su estabilidad y considerando la estimación previa de la evolución de ventas de la compañía, se proyectan las adquisiciones de PP&E futuras como el promedio del valor para los últimos 5 años, es decir, a una tasa del 5,72% de las ventas totales.

**Tabla 11. Adquisiciones de PP&E como porcentaje de las Ventas Totales**

	2012	2013	2014	2015	2016	Prom
Adq. PP&E (% de Ventas Totales)	4,78%	5,66%	5,77%	7,33%	5,09%	5,72%

Fuente: elaboración propia en base a The Cheesecake Factory, Inc. Reporte Anual 2014, p.46 y 2016, p.58.

### Depreciaciones y Amortizaciones

Se observó que la proporción de las Depreciaciones y Amortizaciones respecto de PP&E se mantuvo relativamente estable en los últimos 5 años (Tabla 12).

Como se puede observar, la relación entre ambas variables se mantuvo constante para este período. Por lo tanto, se proyecta Depreciaciones y Amortizaciones como el 10,04% de PP&E a principio de año (BOY), es decir, respecto del valor de cierre del año anterior (EOY).

De esta manera, en base a PP&E BOY, las Amortizaciones y las Adquisiciones de PP&E calculadas previamente, se obtiene PP&E EOY, dato necesario para calcular las Amortizaciones del periodo siguiente.

**Tabla 12. Depreciación y Amortización como porcentaje de Propiedades, Plantas y Equipos**

	2012	2013	2014	2015	2016
Depreciación y Amortización	9,81%	10,28%	10,41%	10,33%	9,86%

Fuente: elaboración propia en base a The Cheesecake Factory, Inc. Reporte Anual 2014, p.46 y 2016, p.58.

### Capital de Trabajo

Para estimar las necesidades de Capital de Trabajo (activo corriente – pasivo corriente) para los años 2017 a 2021, se observó la evolución histórica de los activos corrientes y pasivos corrientes de la compañía. De manera particular, se hace foco en la proporción de activos corrientes respecto de las ventas totales y de pasivos corrientes respecto de los costos de bienes vendidos.

En base a las proyecciones ya realizadas de ventas totales y costos de bienes vendidos y utilizando las proporciones promedio históricas de los últimos 5 años, se estiman los activos corrientes como

---

un 11,47% de las ventas totales y los pasivos corrientes como el 64,17% de los costos de bienes vendidos para cada año proyectado.<sup>6</sup>

Luego, con los activos y pasivos ya estimados, se calcula el Capital de Trabajo anual. Su variación se computa por diferencia interanual simple.

### Valor Terminal

Para la estimación del Valor Terminal, se utilizó:

- Tasa Ku de 7,32%<sup>7</sup>
- Flujo de Fondos Libres a la Firma de 2021
- Tasa de crecimiento a perpetuidad de 1,80%.

Esta tasa representa la tasa de crecimiento anual a perpetuidad del PBI real de Estados Unidos proyectado por la Reserva Federal.

### III.3. Tasa de Descuento de Flujos

El modelo de CAPM –*Capital Asset Pricing Model* por sus siglas en inglés –es un modelo de valuación de activos que ofrece un método de predicción para la medición del riesgo y determinación de la relación existente entre los retornos esperados y ese riesgo. Sin embargo, sus detractores consideran que los supuestos del modelo son demasiado simplificadores. Según Fama y French (2004, p. 25), las fallas en la teoría se ven reflejadas en su debilidad empírica.

El modelo CAPM fue desarrollado por Harry Markowitz (1959). En este modelo de un período, el inversor elige un portafolio que produce un retorno en el futuro. Se asume que los inversores son aversos al riesgo y que sólo consideran la media y la varianza para su inversión. En este sentido, los portafolios elegidos minimizan la varianza del retorno del portafolio dado el retorno esperado y maximizan el retorno esperado dada la varianza. Por esto, el enfoque de Markowitz es conocido como el modelo “media-varianza”. Como consecuencia, el CAPM resulta un modelo de predicción *testeable* respecto de la relación entre el riesgo y el retorno esperado de un portafolio, que debe ser eficiente si los precios de los activos también lo son.

De manera simultánea pero no conjunta<sup>8</sup>, Sharpe (1964) y Lintner (1965) expanden el modelo de Markowitz, marcando el inicio de la teoría de valuación de activos. Esto le valió un premio Nobel a Sharpe en 1990.

---

<sup>6</sup> Véase: Apéndice A, B y C para las proyecciones.

<sup>7</sup> Véase sección: III.3.4 Rendimiento Exigido.

<sup>8</sup> Según Fama (1968), no hay conflictos reales entre los modelos de Sharpe y Lintner. Sus modelos representan enfoques equivalentes al modelo del CAPM.

Ambos autores introducen al modelo dos supuestos fundamentales. El primero de ellos postula que, dados los precios eficientes de mercado en  $t-1$ , los inversores acuerdan la distribución conjunta de los retornos de los activos de  $t-1$  a  $t$ , es decir que existe homogeneidad en las expectativas de todos ellos. El segundo supuesto establece que hay una tasa libre de riesgo a la cual todos los inversores pueden contraer y emitir deuda, sin importar el monto.

Al existir la posibilidad de tomar crédito e invertir a una tasa libre de riesgo, el retorno esperado de los activos no correlacionado con el retorno del mercado equivale a la tasa libre de riesgo. Así, la tasa de retorno esperado de cualquier activo es la tasa libre de riesgo más una prima por riesgo -el beta de mercado- multiplicado por el beta del activo -el riesgo sistemático que ese activo le añade al portfolio-.

A continuación, se detalla cómo se estimó cada uno de estos componentes para The Cheesecake Factory.

### III.3.1. Tasa Libre de Riesgo

La tasa libre de riesgo es el retorno asociado a un activo financiero libre de riesgo de crédito y reinversión, cuyo retorno actual coincide con su retorno esperado y que no está correlacionado con ningún otro activo de riesgo o parámetro del mercado (Damodaran, 2008).

Siguiendo la literatura, el instrumento seleccionado para determinar la tasa libre de riesgo es el interés de las notas del Tesoro de Estados Unidos a 10 años en la fecha más cercana a la presente valuación.

La Tabla 13 muestra la tasa libre de riesgo para la fecha correspondiente.

**Tabla 13. Tasa Libre de Riesgo**

30 Dic. 2016	
Tasa Libre de Riesgo	2,45%

*Fuente: elaboración propia en base a datos de la Reserva Federal de Estados Unidos.*

### III.3.2. Prima de Riesgo de Mercado

Toda inversión riesgosa implica un retorno esperado mayor respecto de las inversiones libre de riesgo. Es así que el retorno esperado de cualquier activo o portfolio se compone por la suma de la tasa libre de riesgo y el retorno adicional exigido por el inversor, que lo compensa por comprometer su capital en una inversión no libre de riesgo.

Con la misma lógica, la prima de riesgo de mercado es la diferencia entre el retorno esperado de la inversión y la tasa libre de riesgo.

Para la estimación de este parámetro se utiliza el enfoque de práctica más extendida: el cálculo en base a información histórica y se emplean promedios geométricos. El proceso de estimación se detalla a continuación:

- Se calculó el retorno histórico promedio en EE.UU., a partir de la información del período más largo disponible: 1928 – 2016<sup>9</sup>.
- Se calculó el promedio geométrico de los retornos anuales del S&P 500, incluyendo dividendos a partir de la base de datos de retornos históricos disponible en línea de Damodaran<sup>10</sup>. Posteriormente, se obtuvo la Tasa Libre de Riesgo a partir de las Notas del Tesoro de EE.UU. a diez años a la fecha de la valuación, como se expuso anteriormente.
- En base a la diferencia entre la Tasa Libre de Riesgo y el Retorno Promedio de Mercado, se obtuvo la Prima de Riesgo de Mercado a la fecha 3 de enero de 2017.

Los resultados se observan en la Tabla 14.

**Tabla 14. Prima de Riesgo de Mercado**

Prima de Riesgo de Mercado	
Retorno de Mercado	9,52%
Tasa Libre de Riesgo	2,45%
<b>Prima de Riesgo de Mercado</b>	<b>7,07%</b>

*Fuente: elaboración propia en base a Online Database: Historical Returns (Damodaran).*

### III.3.3. Beta



El parámetro beta de un activo representa el riesgo que este activo añade a un portfolio diversificado y su información procede del análisis del mercado.

Las acciones ordinarias de The Cheesecake Factory Incorporated cotizan en el *Nasdaq Global Select Market* bajo el ticker “CAKE.” Para calcular el parámetro se procedió de la siguiente manera:

- Se estimaron los retornos semanales para los 5 años previos a la fecha de valuación, en base a información histórica de la cotización de las acciones de CAKE (Ene. 2012 – Dic. 2016.)
- Se estimaron los retornos semanales para los 5 años previos a la fecha de valuación, en base a información histórica del índice NASDAQ Composite (IXIC).

<sup>9</sup> Reserva Federal de Estados Unidos. Data Base: Market Yield on U.S. Treasury Securities at 10year Constant Maturity, Quoted on Investment Basis.

<sup>10</sup> Damodaran, A. Online Database: Historical Returns: Stocks, T.Bonds & T.Bills With Premiums.

- Mediante el método de regresión simple, se estimó el parámetro beta.

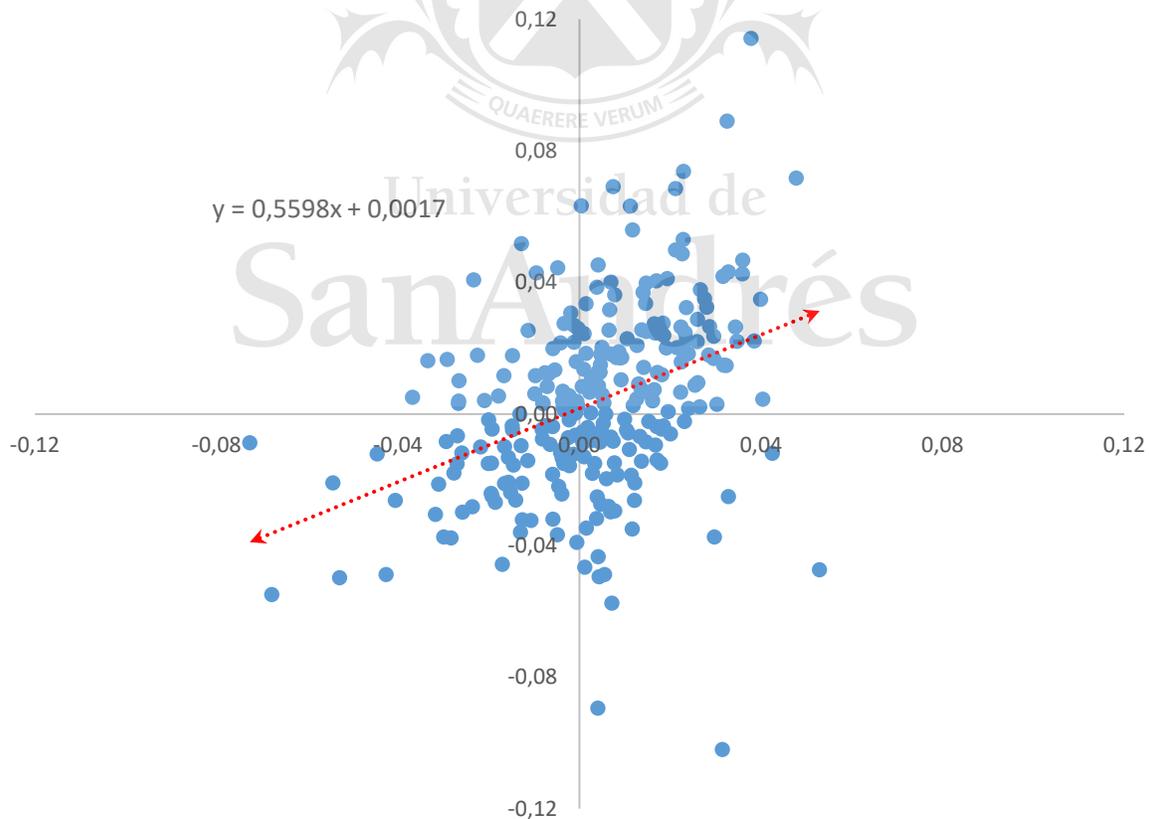
$$\text{Rendimiento CAKE} = \alpha + \beta^{\text{CAKE}} x \text{ Rendimiento IXIC} + \varepsilon$$

Se elige trabajar con retornos semanales, ya que los valores diarios presentan más ruido debido a las oscilaciones provocadas por los días en los que el activo no opera. Por su parte, los retornos mensuales presentan una menor cantidad de observaciones. Una solución a esto podría ser la utilización de un periodo de tiempo más prolongado, lo que conllevaría a que la muestra pierda representatividad sobre la actualidad de la compañía.

Como método adicional de verificación, se calculó el parámetro beta con la función Pendiente de MS Excel y se obtuvo el mismo valor.

En el Gráfico 4 se observa el comportamiento de los retornos de las acciones de CAKE contrapuestos al retorno del índice NASDAQ Composite. El beta obtenido es de 0,56.

**Gráfico 4. Beta Retorno CAKE vs Retorno IXIC (2012-2016)**



Fuente: Elaboración propia en base a base de datos Yahoo Finance y NASDAQ

Como indican Copeland, Koller y Murrin (2000), es a partir de la observación de Marshall Blume (1975) de que en el largo plazo todos los betas tienden a comportarse de manera similar al mercado, que Bloomberg propone y utiliza un mecanismo por el que el beta se ajusta por la “reversión a uno” de la siguiente manera:

$$\text{Beta Ajustado} = 0,67 \times \text{Beta Bruto} + 0,33$$

El uso de esta fórmula suaviza las estimaciones de regresiones brutas a 1, lo que contribuye a armonizar las observaciones extremas hacia el conjunto promedio de betas.

El resultado obtenido se expresa en la siguiente Tabla 15.

**Tabla 15. Coeficiente Beta de CAKE**

	Beta CAKE	Beta CAKE ajustado
Beta	0,56	0,71

Fuente: elaboración propia en base a base de datos Yahoo Finance y NASDAQ.

### III.3.4. Rendimiento Exigido

Según Modigliani y Miller (1958), el valor de una compañía apalancada puede calcularse como el valor de la compañía desapalancada más el valor presente del ahorro impositivo derivado de los beneficios asociados al pago de la deuda financiera. Cabe mencionar que esta relación asume una deuda a perpetuidad, ignorando todo costo de insolvencia financiera o relacionado a ella.

Así, al igualar las dos expresiones,

$$D + E = V_u + tD$$

Donde  $D$  es la deuda financiera,  $E$  el valor de mercado del *Equity*,  $V_u$  es el valor de la firma desapalancada, y  $t$  es la tasa impositiva sobre ganancias.

Entonces, con el objetivo de obtener el valor de la empresa usando el método APV, se procede al cálculo del rendimiento exigido para una empresa desapalancada ( $k_u$ ). Para esto, se debe calcular primeramente el beta des-apalancado.

Una propiedad del beta es que el beta de un portfolio de activos es el promedio ponderado del beta de cada activo que compone el portfolio. Luego, se aplica este razonamiento a ambos lados de la ecuación mencionada:

$$\beta_u = \frac{\beta_e \times E + \beta_d \times D \times (1 - t)}{D \times (1 - t) + E}$$

Asumiendo que la deuda es libre de riesgo,  $\beta_d = 0$ .

$$\beta_u = \frac{\beta_e}{\left[1 + \frac{D \times (1 - t)}{E}\right]}$$

Se cuenta con los siguientes datos, presentados en la Tabla 16.

**Tabla 16. Cálculo de  $\beta_u$**

Obtención de $\beta_u$	
Beta del <i>equity</i>	$\beta_e = 0,71$
Tasa de impuesto a las ganancias	$t = 35\%$
Deuda de largo plazo	$D = 105$ millones de US\$ <sup>11</sup>
<i>Equity</i> : capitalización de mercado	$E = 2.759$ millones de US\$
Beta desapalancado	$\beta_u = 0,69$

*Fuente: elaboración propia.*

Se puede observar que el nivel de endeudamiento respecto del *Equity* es moderado, representando el 3,75% del mismo.

Con estos resultados, procedemos a calcular el rendimiento exigido al activo,  $k_u$ , de la siguiente manera:

$$k_u = r_f + \beta_u \times r_p$$

En base a esta fórmula y con los datos obtenidos previamente, se obtiene la siguiente Tabla 17.

<sup>11</sup> Reporte Anual 2016 (2 de Marzo del 2017). *The Cheesecake Factory, Inc*, p. 36. Recuperado de <http://investors.thecheesecakefactory.com/phoenix.zhtml?c=109258&p=irol-reportsannual>

**Tabla 17. Cálculo de  $k_u$**

Obtención de $k_u$	
Tasa Libre de Riesgo	$r_f = 2,45\%$
Beta desapalancado	$\beta_u = 0,69$
Prima de Riesgo de Mercado	$r_p = 7,07\%$
Rendimiento exigido	$k_u = 7,32\%$

*Fuente: elaboración propia.*

### III.3.5. Escudo Fiscal

Para calcular los beneficios impositivos derivados del escudo fiscal, existen grandes discrepancias en la literatura. Algunos académicos y *practitioners* sugieren que los Flujos de Fondos derivados del ahorro impositivo deben descontarse al costo de la deuda ( $k_d$ ), ya que la deuda es el pasivo subyacente. Así, el valor del ahorro impositivo equivale al valor presente del escudo fiscal, descontado a la tasa de la deuda.

Otra corriente esgrime que el escudo fiscal debe descontarse a la misma tasa que los flujos de caja operativos (sin financiamiento), es decir al  $k_u$ , argumentando que los gerentes ajustan la estructura financiera en concordancia con las condiciones del negocio o los resultados de la empresa (Fernández, 2013).

Para este ejercicio de valuación, se observó que la relación entre la Deuda Financiera y el Resultado Operativo es la más estable para proyectar la primera. Los resultados se exponen en la Tabla 18.

**Tabla 18. Deuda Financiera respecto de Resultado Operativo de The Cheesecake Factory**

	2012	2013	2014	2015	2016
Deuda Financiera	57	69	80	91	105
Result. Operativo	213	240	228	251	289
D. Finan / R. Op.	26,82%	28,68%	35,24%	36,42%	36,29%

*Fuente: elaboración propia.*

Por consiguiente, al utilizar la relación mencionada, el valor de la empresa se puede expresar en función del Resultado Operativo y consecuentemente de las Ventas, puesto que el escudo fiscal también se expresa en términos del Resultado Operativo. En este modelo, tanto los Flujos de Fondos Libres a la Firma como el escudo fiscal se descuentan al costo de los activos ( $k_u$ ).

Una vez proyectada la deuda financiera, se estiman los intereses derivados de la misma aplicando la tasa promedio de interés del costo de la deuda de los últimos 5 años. Luego, se multiplican los intereses por la tasa de impuesto a las ganancias de Estados Unidos, el 35%.

---

Entonces, el valor de la empresa queda determinado de la siguiente manera:

$$\text{Valor de la empresa} = \text{Valor del negocio} + \text{Valor asociado a la estructura de financiamiento de la empresa}$$

### III.4. Resultados de Valuación por Flujo de Fondos Descontados

A continuación, se presenta el ejercicio de valuación del capital accionario de la compañía The Cheesecake Factory, Inc., utilizando la metodología de Flujo de Fondos Descontados por la variación del APV. Para ello se utiliza:

- Fecha de Valuación: 3 de enero de 2017;
- Tasa de Descuento del  $k_u$ , equivalente al 7,32% anual (US\$ nominal);
- Flujo de Fondos Libres a la Firma (US\$ nominal) proyectados para 2017 a 2021;
- Valor Terminal para el período 2021 a Perpetuidad (US\$ nominal).

Como resultado del ejercicio de valuación obtenido se obtiene que el valor fundamental del capital accionario de The Cheesecake Factory, Inc. asciende a US\$ 2.648 millones (US\$ 55,53 por acción) a la fecha de valuación 3 de enero de 2017.

El detalle de los flujos de fondos resultantes de los supuestos desarrollados en el presente trabajo, así como los distintos escenarios que se presentan a continuación, se encuentran en los Apéndices A, B y C. En la Tabla 19 se exponen los resultados obtenidos.

Resulta necesario mencionar que, el día 3 de enero de 2017, el precio por acción ordinaria de The Cheesecake Factory se ubicaba en US\$ 57,84. Por lo tanto, considerando la cantidad de acciones en circulación, el valor del Capital Accionario de la compañía en esa fecha ascendía a US\$ 2.759 millones. Se concluye de esta manera que, al 3 de enero de 2017 y según esta valuación fundamental, las acciones de The Cheesecake Factory se encontraban 4% sobrevaloradas.

Como toda valuación, puede ocurrir que la estimación realizada de los parámetros no sea la más apropiada ni la que más se ajuste a la realidad. Es por ello que se presentan los escenarios optimista y pesimista con alguna modificación de variables respecto al ya expuesto escenario base, a fin de poder estimar la magnitud del impacto del potencial margen de error que las estimaciones realizadas pudieran tener en el Valor del Capital Accionario, y en consecuencia, el Precio de la Acción de la compañía.

**Tabla 19. Valor Capital Accionario de The Cheesecake Factory (en US\$)**

The Cheesecake Factory, Inc.	Escenario Pesimista	Escenario Base	Escenario Optimista
<i>Fecha de Valuación</i>	03/01/2017	03/01/2017	03/01/2017
$k_u$	7,32%	7,32%	7,32%
<i>Tasa de Crecimiento 2017-2021</i>	2,53%	3,67%	5,32%
<i>Tasa de Crecimiento a Perpetuidad</i>	1,80%	1,80%	1,80%
Valor Presente de Flujos Proyectados 2017-2021 (US\$ MM)	\$ 577	\$ 584	\$ 595
Valor Presente de Valor Terminal (US\$ MM)	\$ 2.042	\$ 2.080	\$ 2.139
<b>Valor Presente de Flujos de Fondos Libres a la Firma (US\$ MM)</b>	<b>\$ 2.619</b>	<b>\$ 2.664</b>	<b>\$ 2.743</b>
Valor Presente del Escudo Fiscal (US\$ MM)	\$ 35	\$ 35	\$ 35
<b>Valor Firma de The Cheesecake Factory, Inc. (US\$ MM)</b>	<b>\$ 2.654</b>	<b>\$ 2.699</b>	<b>\$ 2.769</b>
Valor Deuda Financiera Neta (US\$ MM)	\$ 51	\$ 51	\$ 51
<b>Valor Capital Accionario de The Cheesecake Factory, Inc. (US\$ MM)</b>	<b>\$ 2.603</b>	<b>\$ 2.648</b>	<b>\$ 2.718</b>
Cantidad de Acciones	47.692.378	47.692.378	47.692.378
<b>Precio por Acción</b>	<b>\$ 54,58</b>	<b>\$ 55,53</b>	<b>\$ 56,98</b>

Fuente: elaboración propia.

- i. Escenario Base:
  - CAGR<sup>12</sup> de Ventas de The Cheesecake Factory de 3,67%, igual a la esperada en el mercado;
  - Tasa  $k_u$  de descuento de 7,32%.
- ii. Escenario Optimista:
  - CAGR de Ventas de The Cheesecake Factory de 5,32%<sup>13</sup>, mayor a la esperada en el mercado;
  - Tasa  $k_u$  de descuento de 7,32%.
- iii. Escenario Pesimista:
  - CAGR de Ventas de The Cheesecake Factory de 2,53%<sup>14</sup>, menor a la esperada en el mercado;
  - Tasa  $k_u$  de descuento de 7,32%.

<sup>12</sup> Tasa anual de crecimiento promedio compuesta.

<sup>13</sup> Tasa igual al crecimiento promedio de Ventas de The Cheesecake Factory para los últimos 5 años (2012-2016)

<sup>14</sup> Se utiliza el factor de diferencia entre el escenario optimista y el escenario base, elevado a la -1.

---

La Tabla 20 muestra los resultados del Análisis de Sensibilidad. Se observa una variación del capital accionario de The Cheesecake Factory entre US\$ 2.603 y US\$ 2.718 millones.

## IV. Valuación Relativa de The Cheesecake Factory

En la metodología de Valuación Relativa o Valuación por Múltiplos, el valor de un activo se pone en relación con los valores evaluados por el mercado de activos similares y permiten realizar una comparación relativamente rápida<sup>15</sup>.

Si bien las valuaciones realizadas por este método son bastante cuestionadas debido a su dispersión, resultan de gran utilidad en una fase posterior de valuación por el método de Descuento de Flujo de Fondos, ya que permite ajustar la valuación original e identificar diferencias entre la empresa valuada y sus comparables (Damodaran, 2006).

Entonces, para valorar The Cheesecake Factory por múltiplos se requiere:

- i. Identificar las compañías comparables a CAKE en términos de actividad, características semejantes y riesgo; y obtener sus valores de mercado.
- ii. Convertir estos valores de mercado en múltiplos de valuación estandarizados.
- iii. En base a los indicadores propios de The Cheesecake Factory y los múltiplos obtenidos, estimar el valor de mercado del capital accionario de la compañía.

Las compañías elegidas comparables a The Cheesecake Factory son las ya mencionadas Darden Restaurants, Bloomin' Brands, Cracker Barrel Old Country, BJ's Restaurants, Del Frisco's y J. Alexander's. Como se expuso previamente, su selección se debe a que se ubican en el mismo segmento de restaurante Casual (*Casual Dining*), popularidad, volumen de ventas y competencia.

### IV.1. Múltiplos de Mercado

Debido a que la compañía y sus comparables operan en el sector Alimentación, se decide utilizar el múltiplo que relaciona el Valor de la Firma (EV) y el EBITDA. Cabe mencionar que este es el múltiplo más utilizado en la práctica financiera. A continuación, se presenta la Tabla 20 donde se muestra la relación EV/EBITDA obtenida y otros indicadores relevantes para las comparables.

Se observa que las compañías que más se asemejan a The Cheesecake Factory son Darden Restaurants y Cracker Barrel por la cercanía de valores en todos los ratios de rentabilidad presentados. Por su parte, BJ's Restaurants, Del Frisco's y Bloomin' Brands muestran valores

---

<sup>15</sup> Fernandez, Pablo. "Valuation methods and shareholder value creation." *Academic Press* (2002).

inferiores para la mayoría de los indicadores. Esta última posee un crecimiento en sus ventas muy inferior y prácticamente nulo para los últimos tres años.

**Tabla 20. Compañías Comparables y The Cheesecake Factory**

Compañía	EV/ EBITDA	CAGR Orgánico ventas 3 años	Margen EBITDA	Margen Operativo	ROE
Darden Restaurants	11,5	4,5%	13,6%	9,6%	25,5%
Bloomin' Brands	7,8	1,0%	9,5%	5,3%	45,9%
Cracker Barrel Old Country Store	10,0	3,3%	12,3%	9,6%	36,0%
BJ's Restaurants	7,2	8,6%	12,7%	6,2%	16,6%
Del Frisco's Restaurant Group	9,3	9,0%	12,5%	7,1%	7,2%
J. Alexander's Holdings	8,3	5,3%	8,6%	4,6%	6,8%
Promedio	9,0	5,3%	11,5%	7,1%	23,0%
The Cheesecake Factory		6,6%	12,7%	8,8%	23,1%

Fuente: elaboración propia.

El promedio de la relación EV/EBITDA para las seis compañías presentadas es de 9x, que se considera el punto medio. El rango razonable de múltiplos a utilizar se ubica entre 8,5x y 9,5x. Al multiplicar estos valores por el EBITDA se alcanza el Valor de la Empresa. Luego, se resta el valor de la deuda financiera neta y se obtiene el Valor de la Firma. Estos resultados se exponen en la Tabla 21.

**Tabla 21. Valuación por Múltiplos**

The Cheesecake Factory, Inc.	Límite Inferior	Punto Medio	Límite Superior
Múltiplos comparables			
Valor de Compañía / EBITDA	8,5x	9,0x	9,5x
<i>Información financiera CAKE:</i>			
EBITDA (US\$ MM)		\$289	
Valuación por Múltiplos EV/EBITDA			
Valor de Compañía Cheesecake Factory	\$2.457	\$2.601	\$2.746
Valor Deuda Financiera		\$105	
<b>Valor Equity Cheesecake Factory (US\$ MM)</b>	<b>\$2.352</b>	<b>\$2.496</b>	<b>\$2.641</b>
Cantidad de acciones		47.692.378	
<b>Precio por Acción</b>	<b>\$49,31</b>	<b>\$52,34</b>	<b>\$55,37</b>

Fuente: elaboración propia.

---

De esta manera, se obtiene un valor del capital accionario de entre US\$ 2.352 millones y US\$ 2.641 millones, con el punto medio en US\$ 2.496 millones. El valor obtenido por acción varía entre US\$ 49,31 y US\$ 55,37, con el punto medio en US\$ 52,34.

El valor de punto medio obtenido mediante la Valuación Relativa se aproxima a aquel obtenido mediante el método por Descuento de Flujo de Fondos de US\$ 2.648 millones.

## IV.2. Ratio Capitalización – Beneficio

El ratio Capitalización / Beneficio - PER por sus siglas en inglés *Price to Earnings Ratio* - es un múltiplo ampliamente utilizado e internamente consistente, ya que tanto su numerador como su denominador son datos provenientes del *equity* (Damodaran, 2006):

$$PER = \frac{\text{Precio de la Acción}}{\text{Beneficio Neto por Acción}}$$

Según Pablo Fernández (2013), el PER es el múltiplo más apropiado para el subsector Comida dentro del sector Minoristas y bienes de consumo. La ventaja del PER radica en la simpleza para su cálculo y comprensión debido a que éste está basado en el precio o capitalización.

En la Tabla 22 se presentan los PER históricos de CAKE y sus comparables, junto con sus niveles de facturación. A fin de que el ratio final resulte representativo, se prescinde de las firmas con niveles de facturación significativamente dispares respecto a aquellos de CAKE: BJ's Restaurants y Del Frisco's Restaurant Group. También se excluye J. Alexander's del cálculo debido a que sólo presenta información desde 2015, año en que comenzó a cotizar.

El PER para The Cheesecake Factory para el año 2016 resulta en 19,9.

Asimismo, se analizan las dos principales valoraciones relativas al PER. Ellas son: PER respecto a la historia de la propia compañía y respecto al sector.

El primero de ellos se calcula como el PER de la compañía correspondiente al año 2016 respecto de su tendencia histórica (últimos 5 años). El segundo, se calcula como el PER de la compañía para el año 2016 respecto al promedio de las tendencias históricas del PER de las comparables (últimos 5 años).

**Tabla 22. Ratios Capitalización - Beneficio históricos**

	2012	2013	2014	2015	2016	Tendencia
The Cheesecake Factory	16,2	20,5	23,4	18,7	19,9	20,8
<i>Ventas</i>	1.809	1.878	1.977	2.101	2.276	
Darden Restaurants	10,3	12,2	17,7	9,6	21,6	18,3
<i>Ventas</i>	5.327	5.921	6.286	6.764	6.934	
Bloomin' Brands	33,1	13,5	31	15,8	48,3	34,9
<i>Ventas</i>	3.988	4.129	4.442	4.377	4.252	
Cracker Barrel Old Country Store	11,7	17,5	15,5	20,4	18,9	20,2
<i>Ventas</i>	2.580	2.644	2.683	2.842	2.912	
BJ's Restaurants	29,2	41,1	50,4	25,2	19,8	26,2
<i>Ventas</i>	708	775	845	919	993	
Del Frisco's Restaurant Group	22,9	46,2	33	23,8	23	25,3
<i>Ventas</i>	232	271	301	331	351	
J. Alexander's Holdings	-	-	-	30,3	22,4	-
<i>Ventas</i>	-	-	-	217,9	219,6	

Fuente: elaboración propia en base a reportes anuales de las compañías, Nasdaq.

En la Tabla 23 se presentan los ratios obtenidos para Cheesecake Factory respecto a su propia historia y a su sector compuesto por las compañías comparables ya analizadas.

**Tabla 23. Ratios Capitalización - Beneficio relativos para The Cheesecake Factory**

	2016
Relativo histórico	0,95
Relativo al sector	0,85

Fuente: elaboración propia.

El PER histórico levemente inferior a 1 indica que la compañía se encuentra infravalorada respecto a su promedio tradicional. Uno de los inconvenientes que presenta este valor relativo es que depende de factores externos a la empresa, tales como tasas de interés y el momento de mercado en el que se ubica. Cabe destacar que si la compañía cambiase su naturaleza de los negocios y composición a través del tiempo, resultaría carente de sentido el cálculo del múltiplo. Sin embargo, esto no ocurre para Cheesecake Factory.

De forma contraria, el valor relativo al sector se ubica holgadamente por debajo de 1. Esto supone que está relativamente más barata que el resto de las compañías de su sector. Este múltiplo relativo resulta el más adecuado de los dos ratios analizados. Empero, un posible problema sería que la industria se encuentre sobrevaluada, ya que todas las compañías dentro de ella también lo estarían.

---

## V. Conclusiones

En el presente trabajo se estimó el capital accionario de The Cheesecake Factory, una cadena estadounidense de restaurantes, evaluando cuantitativamente su valor intrínseco a la fecha 3 de enero de 2017.

El método de valuación elegido es el Flujo de Fondos Descontados (DCF) por el enfoque del Valor Actual Ajustado (APV), el cual supone que la política de financiamiento y el valor de los activos de la empresa afectan de manera independiente el valor de la compañía.

Por el método del APV, el valor de la firma al 3 de enero de 2017 es de US\$ 2.648 millones, con un precio por acción de US\$ 55,53. Se consideró un escenario negativo y otro positivo, lo cual hace oscilar el valor de la compañía entre US\$ 2.603 millones y US\$ 2.718 millones.

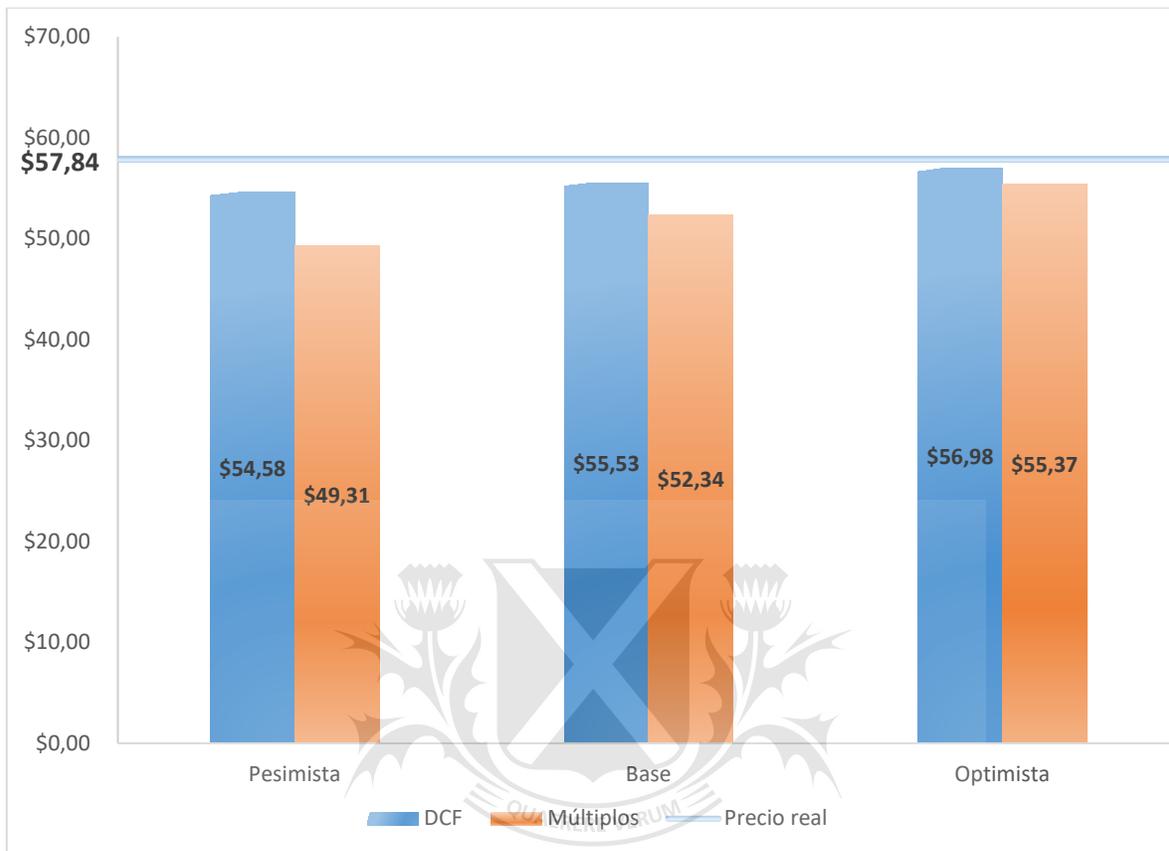
Adicionalmente, se realizó una valuación alternativa por la metodología de Múltiplos, a fin de aproximar y contrastar el valor obtenido mediante el descuento de flujos. En este caso y debido a la industria en la que se desarrolla la compañía, se utiliza el múltiplo que relaciona el Valor de la Firma y Beneficio antes de Intereses, Impuestos, Depreciaciones y Amortizaciones (EBITDA).

Siguiendo el método de múltiplos, el valor de la firma al 3 de enero de 2017 es de US\$ 2.496 millones, con un precio por acción de US\$ 52,34. Se consideró un escenario negativo y otro positivo, lo cual hace oscilar el valor de la compañía entre US\$ 2.352 millones y US\$ 2.641 millones.

En la fecha de valuación, el precio por acción ordinaria de The Cheesecake Factory se ubicaba en US\$ 57,84. Por lo tanto, considerando la cantidad de acciones en circulación, el valor del Capital Accionario de la compañía en esa fecha ascendía a US\$ 2.759 millones. Se concluye de esta manera que, al 3 de enero de 2017 y según este ejercicio de valuación, las acciones de The Cheesecake Factory se encontraban 4% sobrevaloradas.

Como se puede observar en el Gráfico 5, en ambos métodos se ha arribado a valores de la acción sin diferencias significativas en el escenario base. Para los escenarios pesimista y optimista, se observa una mayor dispersión de valores para la metodología por Múltiplos, ampliando el rango de valores posibles. Para el método por DCF, la dispersión de valores respecto del punto medio es menor para ambos escenarios.

**Gráfico 5. Precio por acción de CAKE según valuación vs precio real, al 3/1/2017 (US\$)**



*Fuente: elaboración propia.*

El presente trabajo abre la puerta para futuras investigaciones que exceden el alcance de esta valuación. Entre los principales aspectos a considerar se recomienda:

- Analizar el impacto sobre la valuación al incrementar las fuentes generadoras de valor asociados a la facturación, además de los propuestos en el presente documento;
- Estudiar el impacto derivado de la expansión hacia otros mercados (desarrollados y en vías de desarrollo);
- Examinar cambios futuros en hábitos de consumo y su potencial impacto en la compañía;
- Revisar cómo el impacto de la tecnología y la adopción de innovaciones afectaría al valor de la empresa, tales como las impresiones de comida - que ya son estudiadas en la Universidad de Columbia -, nuevos insumos y materias primas, y ampliación de los canales de venta.

## Apéndice A. Detalle de Flujo de Fondos, escenario base.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Valor Terminal
Ventas Totales	1.809	1.878	1.977	2.101	2.276	2.359	2.446	2.535	2.628	2.725	
- Costo de Bienes Vendidos	450	456	490	504	527	571	592	614	637	660	
<b>Resultado Bruto</b>	<b>1.359</b>	<b>1.422</b>	<b>1.486</b>	<b>1.597</b>	<b>1.749</b>	<b>1.788</b>	<b>1.853</b>	<b>1.921</b>	<b>1.992</b>	<b>2.065</b>	
- Costo Laboral	580	603	646	685	760	768	797	826	856	888	
- Otros Gastos Operativos	440	453	479	501	540	567	588	609	632	655	
- Gastos Generales y Administrativos	104	115	119	137	146	146	151	156	162	168	
- Pérdida por Deterioro de Activos	10	-1	1	6	0	4	4	4	4	4	
- Costos de Pre-Apertura	12	13	14	17	14	16	17	18	18	19	
<b>Resultado Operativo</b>	<b>213</b>	<b>240</b>	<b>228</b>	<b>251</b>	<b>289</b>	<b>286</b>	<b>297</b>	<b>308</b>	<b>319</b>	<b>331</b>	
- Impuesto a las Ganancias	75	84	80	88	101	100	104	108	112	116	
+ Depreciación y Amortización	74	79	83	86	88	91	96	100	105	109	
- Adquisiciones PP&E (CAPEX)	86	106	114	154	116	135	140	145	150	156	
- Δ Capital de Trabajo	24	-16	-44	-42	-30	59	-4	-4	-4	-4	
<b>Flujo de Fondos Libres a la Firma</b>	<b>103</b>	<b>143</b>	<b>161</b>	<b>137</b>	<b>190</b>	<b>83</b>	<b>152</b>	<b>159</b>	<b>165</b>	<b>172</b>	<b>3.178</b>
Tasa de Crecimiento Perpetua						7,32%	7,32%	7,32%	7,32%	7,32%	1,80%
Tasa de Descuento (Ku)						1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	7,32%
Periodo de Descuento (Años)						0,93	0,87	0,81	0,75	0,70	6,00
Factor de Descuento											0,65
<b>Valor Presente de FCFF @ Dic.2016</b>						<b>78</b>	<b>132</b>	<b>128</b>	<b>125</b>	<b>121</b>	<b>2.080</b>
<b>Valor Firma CheeseCake Factory al 3 de enero 2017</b>						<b>2.664</b>					
<b>Escudo Fiscal</b>						<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>24</b>
<b>Valor presente del Escudo Fiscal</b>						<b>35</b>					
<b>Valor de la Firma de The Cheesecake Factory Inc. - 3 de enero 2017</b>						<b>2.699</b>					
- Deuda Financiera						105					
+ Caja Y Equivalentes						54					
<b>Valor Capital Accionario de The Cheesecake Factory, Inc. - 3 de enero 2017 (US\$ MM)</b>						<b>2.648</b>					

Fuente: elaboración propia.

## Apéndice B. Detalle de Flujo de Fondos, escenario pesimista.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Valor Terminal
Ventas Totales	1.809	1.878	1.977	2.101	2.276	2.333	2.392	2.453	2.515	2.578	
- Costo de Bienes Vendidos	450	456	490	504	527	565	579	594	609	624	
<b>Resultado Bruto</b>	<b>1.359</b>	<b>1.422</b>	<b>1.486</b>	<b>1.597</b>	<b>1.749</b>	<b>1.768</b>	<b>1.813</b>	<b>1.859</b>	<b>1.906</b>	<b>1.954</b>	
- Costo Laboral	580	603	646	685	760	760	779	799	819	840	
- Otros Gastos Operativos	440	453	479	501	540	561	575	590	604	620	
- Gastos Generales y Administrativos	104	115	119	137	146	144	148	151	155	159	
- Pérdida por Deterioro de Activos	10	-1	1	6	0	4	4	4	4	4	
- Costos de Pre-Apertura	12	13	14	17	14	16	17	17	18	18	
<b>Resultado Operativo</b>	<b>213</b>	<b>240</b>	<b>228</b>	<b>251</b>	<b>289</b>	<b>283</b>	<b>290</b>	<b>298</b>	<b>305</b>	<b>313</b>	
- Impuesto a las Ganancias	75	84	80	88	101	99	102	104	107	110	
+ Depreciación y Amortización	74	79	83	86	88	91	96	100	105	109	
- Adquisiciones PP&E (CAPEX)	86	106	114	154	116	134	137	140	144	148	
- Δ Capital de Trabajo	24	-16	-44	-42	-30	59	-4	-4	-4	-4	
<b>Flujo de Fondos Libres a la Firma</b>	<b>103</b>	<b>143</b>	<b>161</b>	<b>137</b>	<b>190</b>	<b>83</b>	<b>151</b>	<b>157</b>	<b>163</b>	<b>169</b>	<b>3.119</b>
Tasa de Crecimiento Perpetua						7,32%	7,32%	7,32%	7,32%	7,32%	1,80%
Tasa de Descuento (Ku)						1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	7,32%
Período de Descuento (Años)						0,93	0,87	0,81	0,75	0,70	6,00
Factor de Descuento											0,65
<b>Valor Presente de FCFF @ Dic.2016</b>						<b>77</b>	<b>131</b>	<b>127</b>	<b>123</b>	<b>119</b>	<b>2.042</b>
<b>Valor Firma CheeseCake Factory al 3 de enero 2017</b>						<b>2.619</b>					
<b>Escudo Fiscal</b>						<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>24</b>
<b>Valor presente del Escudo Fiscal</b>						<b>35</b>					
<b>Valor de la Firma de The Cheesecake Factory Inc. - 3 de enero 2017</b>						<b>2.654</b>					
- Deuda Financiera						105					
+ Caja Y Equivalentes						54					
<b>Valor Capital Accionario de The Cheesecake Factory, Inc. - 3 de enero 2017 (US\$ MM)</b>						<b>2.603</b>					

Fuente: elaboración propia.

## Apéndice C. Detalle de Flujo de Fondos, escenario optimista.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Valor Terminal
Ventas Totales	1.809	1.878	1.977	2.101	2.276	2.397	2.524	2.659	2.800	2.949	
- Costo de Bienes Vendidos	450	456	490	504	527	580	611	644	678	714	
<b>Resultado Bruto</b>	<b>1.359</b>	<b>1.422</b>	<b>1.486</b>	<b>1.597</b>	<b>1.749</b>	<b>1.816</b>	<b>1.913</b>	<b>2.015</b>	<b>2.122</b>	<b>2.235</b>	
- Costo Laboral	580	603	646	685	760	781	822	866	912	961	
- Otros Gastos Operativos	440	453	479	501	540	576	607	639	673	709	
- Gastos Generales y Administrativos	104	115	119	137	146	148	156	164	173	182	
- Pérdida por Deterioro de Activos	10	-1	1	6	0	4	4	4	5	5	
- Costos de Pre-Apertura	12	13	14	17	14	17	18	19	20	21	
<b>Resultado Operativo</b>	<b>213</b>	<b>240</b>	<b>228</b>	<b>251</b>	<b>289</b>	<b>291</b>	<b>306</b>	<b>323</b>	<b>340</b>	<b>358</b>	
- Impuesto a las Ganancias	75	84	80	88	101	102	107	113	119	125	
+ Depreciación y Amortización	74	79	83	86	88	91	96	100	105	109	
- Adquisiciones PP&E (CAPEX)	86	106	114	154	116	137	145	152	160	169	
- Δ Capital de Trabajo	24	-16	-44	-42	-30	59	-4	-4	-4	-4	
<b>Flujo de Fondos Libres a la Firma</b>	<b>103</b>	<b>143</b>	<b>161</b>	<b>137</b>	<b>190</b>	<b>84</b>	<b>154</b>	<b>161</b>	<b>169</b>	<b>177</b>	<b>3.267</b>
Tasa de Crecimiento Perpetua						7,32%	7,32%	7,32%	7,32%	7,32%	1,80%
Tasa de Descuento (Ku)						1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	7,32%
Periodo de Descuento (Años)						0,93	0,87	0,81	0,75	0,70	6,00
Factor de Descuento											0,65
<b>Valor Presente de FCFF @ Dic.2016</b>						<b>79</b>	<b>134</b>	<b>131</b>	<b>127</b>	<b>124</b>	<b>2.139</b>
<b>Valor Firma CheeseCake Factory al 3 de enero 2017</b>						<b>2.734</b>					
<b>Escudo Fiscal</b>						<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>24</b>
<b>Valor presente del Escudo Fiscal</b>						<b>35</b>					
<b>Valor de la Firma de The Cheesecake Factory Inc. - 3 de enero 2017</b>						<b>2.769</b>					
- Deuda Financiera						105					
+ Caja Y Equivalentes						54					
<b>Valor Capital Accionario de The Cheesecake Factory, Inc. - 3 de enero 2017 (US\$ MM)</b>						<b>2.718</b>					

Fuente: elaboración propia.

---

## Bibliografía

Advance Monthly Sales for Retail and Food Services (2018). *U.S. Census Bureau*. Recuperado de <https://www.census.gov/econ/retail.html>

Baca Urbina, G. (2010). *Evaluación de proyectos (6ta ed.)*. México D.F.: Mc Graw Hill.

Bloomin' Brands, Inc (2017). *eMarketer.Retail*. Recuperado de <https://retail-index.emarketer.com/company/53fb4e4eddb53b4f60ebedc3/bloomin-brands>

Blume, M. E. (1975). Betas and Their Regression Tendencies. *The Journal of Finance*, 30 (3), 785-795.

Brinker International, Inc (2017). *eMarketer.Retail*. Recuperado de <https://retail-index.emarketer.com/company/53fb4e4eddb53b4f60ebeded/brinker-international>.

Consumer Market Outlook – Food 2010-2021 (2017). *Statista*. Recuperado de <https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/outlook/40000000/109/food/united-states#>

Copeland, T., Koller, T., y Murrin, J. (2000). *Valuation Measuring and Managing The Value of Companies (3era ed.)*. New York: John Wiley & Sons.

Damodaran, A. (1999). *Estimating risk free rates*. Nueva York: Stern School of Business.

Damodaran, A. (2001). *Corporate finance: theory and practice (2da ed.)*. Nueva York: *International Edition*, John Wiley & Sons.

Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation*. Nueva York: John Wiley & Sons.

Damodaran, A. (2011). *The Little Book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock and Profit*. Nueva York: John Wiley & Sons.

Damodaran, A. Online Database: Historical Returns: Stocks, T.Bonds & T.Bills With Premiums. Recuperado de [www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histretSP.xls](http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histretSP.xls)

Darden Restaurants, Inc (2017). *eMarketer.Retail*. Recuperado de <https://retail-index.emarketer.com/company/53fb4e4eddb53b4f60ebedc2/darden-restaurants>

Facts at Glance (2017). *National Restaurant Association*. <http://www.restaurant.org/News-Research/Research/Facts-at-a-Glance>

Fama, E. F. (1968). Risk, Return and Equilibrium: Some Clarifying Comments. *Journal of Finance*, 23(1), 29-40.

Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.

Fama, E. F. y French, K. R. (2004). The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *Journal of Economic Perspectives*, 18(3), 25-46.

Fariñas Fernández, F. (2016). *Expansión.com*. Recuperado de <http://www.expansion.com/diccionario-economico/opciones-reales.html>

---

Federal Open Market Committee. December 13, 2017: FOMC Projections materials, accessible version. *Board of Governors of the Federal Reserve System*. Recuperado de <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcprojetabl20171213.htm>

Fernandez, P. (2000). *Financial literature about discounted cash flow valuation*. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=743205>

Fernandez, P. (2002). *Valuation methods and shareholder value creation*. San Diego: Academic Press.

Fernandez, P. (2013). *Valoración de Empresas y Sensatez*. Madrid: Universidad de Navarra - IESE Business School.

GDP (current US\$). World Development Indicators (2018). *The World Bank Data*. [https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?end=2016&locations=US&start=1992&year\\_high\\_desc=true](https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?end=2016&locations=US&start=1992&year_high_desc=true)

Gropelli, A., y Nikbakht, E. (2000). *Finance (4<sup>ta</sup> ed.)*. Nueva York: Barron's Educational Series.

Hays, Linda (2015). *How the Economy Affects the Restaurant Industry*. Recuperado de <https://www.rewardsnetwork.com/blog/economyofrestaurants/>

Horrigan, J. O. (1966). The Determination of Long-Term Credit Standing with Financial Ratios. *Journal of Accounting Research*, 4, 44-62.

Investor Relations (2017). *The Cheesecake Factory, Inc.* Recuperado de <http://investors.thecheesecakefactory.com/phoenix.zhtml?c=109258&p=irol-IRHome>

Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13-17.

Luehrman, T. A. (1997). Using APV: A Better Tool for Valuing Operations. *Harvard Business Review*, 75 (3), 145-146.

Modigliani, F., y Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48 (3), 261-297.

Most popular casual-dining restaurant chains in the United States (2015). *Statista*. Recuperado de <https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/statistics/294913/most-popular-casual-dining-restaurant-chains-us/>

Nasdaq, Inc. Revenue & Earnings Per Share (EPS) (2018). *Nasdaq, Revenue and EPS Summary*. Recuperado de <https://www.nasdaq.com/symbol/ndaq/revenue-eps>

Porter, M. E. (1979). How competitive forces shape strategy. *Harvard Business Review*, 57 (2), 137-145.

Porter, M. E. (2008). *Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance*. Nueva York: Simon & Schuster.

---

Restaurants & Nightlife (Junio 2017a). *U.S. Industry report 2017, Statista*. Recuperado de <https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/study/15829/industry-report--food-services-and-drinking-places/>

Restaurant Industry Outlook (2017). *National Restaurant Association*. Recuperado de [https://www.restaurant.org/Downloads/PDFs/NewsResearch/2017\\_Restaurant\\_outlook\\_summary-FINAL.pdf](https://www.restaurant.org/Downloads/PDFs/NewsResearch/2017_Restaurant_outlook_summary-FINAL.pdf)

Reporte Anual 2016 (2 de Marzo del 2017). The Cheesecake Factory, Inc. Recuperado de <http://investors.thecheesecakefactory.com/phoenix.zhtml?c=109258&p=irol-reportsannual>

Reporte Anual 2015 (25 de Febrero del 2016). The Cheesecake Factory, Inc. Recuperado de <http://investors.thecheesecakefactory.com/phoenix.zhtml?c=109258&p=irol-reportsannual>

Reporte Anual 2014 (2 de Marzo del 2015). The Cheesecake Factory, Inc. Recuperado de <http://investors.thecheesecakefactory.com/phoenix.zhtml?c=109258&p=irol-reportsannual>

Reporte Anual 2013 (27 de Febrero de 2014). The Cheesecake Factory, Inc. Recuperado de <http://investors.thecheesecakefactory.com/phoenix.zhtml?c=109258&p=irol-reportsannual>

Reporte Anual 2012 (28 de Febrero de 2013). The Cheesecake Factory, Inc. Recuperado de <http://investors.thecheesecakefactory.com/phoenix.zhtml?c=109258&p=irol-reportsannual>

Reporte Anual 2011 (29 de Febrero de 2012). The Cheesecake Factory, Inc. Recuperado de <http://investors.thecheesecakefactory.com/phoenix.zhtml?c=109258&p=irol-reportsannual>

Reporte Anual 2010 (23 de Febrero de 2011). The Cheesecake Factory, Inc. Recuperado de <http://investors.thecheesecakefactory.com/phoenix.zhtml?c=109258&p=irol-reportsannual>

Reporte Anual 2009 (26 de Febrero de 2010). The Cheesecake Factory, Inc. Recuperado de <http://investors.thecheesecakefactory.com/phoenix.zhtml?c=109258&p=irol-reportsannual>

Reporte Anual 2008 (27 de Febrero de 2009). The Cheesecake Factory, Inc. Recuperado de <http://investors.thecheesecakefactory.com/phoenix.zhtml?c=109258&p=irol-reportsannual>

Reporte Anual 2007 (28 de Febrero de 2008). The Cheesecake Factory, Inc. Recuperado de <http://investors.thecheesecakefactory.com/phoenix.zhtml?c=109258&p=irol-reportsannual>

Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, 19(3), 425-442.

10-Year Treasury Constant Maturity Rate (DGS10) (2017). *Federal Reserve Bank of St. Louis*. Recuperado de <https://fred.stlouisfed.org/series/DGS10>

The Cheesecake Factory Incorporated, Cotización de valores y datos de resumen (2017). *Nasdaq*. Recuperado de <http://www.nasdaq.com/symbol/cake>

The Cheesecake Factory, Inc. – Historical Data (2017). *Yahoo Finance*. Recuperado de <https://finance.yahoo.com/quote/CAKE/history?p=CAKE>