



Universidad de  
**San Andrés**

**Universidad de San Andrés**

**Escuela de Administración y Negocios**

**Magister en Finanzas**

---

**Valuación de Texas Roadhouse, Inc.**

---

**Autor: Matías Smart**

**DNI: 31.943.196**

**Director de Tesis: Alejandro Loizaga**

**Buenos Aires, Noviembre de 2018**

## Índice

|          |  |    |
|----------|--|----|
| 1.       | Glosario .....   | 4  |
| 2.       | Resumen Ejecutivo .....  | 5  |
| 3.       | Descripción del Negocio .....                                    | 6  |
| 2.1.     | Introducción .....   | 6  |
| 2.2.     | Negocio.....   | 11 |
| 2.2.3.   | Restaurantes .....   | 14 |
| 2.2.4.   | Oportunidades de crecimiento .....                               | 15 |
| 3.       | La Industria.....  | 17 |
| 3.1.     | La industria de los restaurantes y sus principales desafíos..... | 17 |
| 3.3.     | La categoría “Casual dining” en particular .....                 | 22 |
| 3.4.     | Ventajas competitivas .....                                      | 24 |
| 4.       | Análisis Financiero.....   | 26 |
| 4.1.     | Medidas de rentabilidad .....                                    | 27 |
| 4.2.     | Medidas de riesgo financiero.....                                | 29 |
| 4.3.     | Medidas específicas de la industria .....                        | 33 |
| 5.       | Valuación.....   | 35 |
| 5.1.     | Flujos de Fondos Descontados.....                                | 35 |
| 5.1.1.   | Tasa de descuento.....   | 36 |
| 5.1.2.   | Costo del Capital.....   | 36 |
| 5.1.3.   | Costo de la deuda.....   | 39 |
| 5.1.4.   | Estimación Flujos de Fondos Libres de la compañía .....          | 41 |
| 5.1.4.1. | Escenario base.....  | 41 |
| 5.1.4.2. | Escenario Optimista .....  | 45 |
| 5.1.4.3. | Escenario Pesimista.....   | 48 |
| 5.2.     | Valuación por Múltiplos .....                                    | 51 |
| 5.2.1.   | Valuación por Enterprise Value/Ebitda.....                       | 52 |
| 5.2.2.   | Valuación por Enterprise Value/Sales .....                       | 53 |
| 5.2.3.   | Valuación por Price Earnings Ratio (PER).....                    | 55 |
| 6.       | Conclusión .....   | 56 |

|                       |    |
|-----------------------|----|
| 7. Anexos .....       | 58 |
| 8. Bibliografía ..... | 64 |



## 1. Glosario

**Equity:** Patrimonio Neto

**Casual Dining:** Segmento de comida informal comprendido entre los restaurantes de comida rápida y aquellos de alta cocina. Este tipo de restaurantes sirve comida a precios moderados en un ambiente relajado e informal. Ofrecen servicio de mesa completo y suelen ofrecer servicio completo de bar.

**Same Store Sales:** Es un ratio que mide el cambio en las ventas de los restaurantes de una compañía en relación al mismo período del año anterior sobre la base de restaurantes comparables.

**CAGR:** Compound Annual Growth Rate o tasa de crecimiento anual compuesta.

**EBIT:** Earnings before interests and taxes o beneficio antes de intereses e impuestos.

**EBITDA:** Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization o beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

**Food Styling:** Estilismo culinario.

**Fast Food:** Concepto de comida rápida.

**Baby Boomers:** Aquellas personas que nacieron entre los años 1946 y 1964, durante el baby boom. Fenómeno demográfico ocurrido en esa época y caracterizado por un fuerte incremento en la natalidad.

**NOPAT:** Net operating profit after taxes o beneficio operativo neto después de impuestos.

**Restaurant Margin:** Ratio que representa las ventas de los restaurantes menos sus costos operativos.

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

**PER:** Price Earnings Ratio o ratio precio beneficio. Métrica que mide el precio de la acción en base al beneficio por acción.

**EPS:** Earning Per Share o beneficio por acción.

**Retail:** Venta Minorista.

**MM:** Millones.

## 2. Resumen Ejecutivo

El presente trabajo tiene por objeto estimar la valuación de Texas Roadhouse, Inc. al 01 de enero del año 2018.

Para realizar la valuación se utilizaron 2 métodos muy reconocidos, el modelo de Flujos de Fondos Descontados y el modelo de Valuación por Múltiplos. Se utilizaron ambos enfoques con el fin de poder compararlos y así determinar rangos de valores probables.

El modelo de Flujos de Fondos Descontados se fundamenta en que el valor de un activo puede ser estimado descontando los flujos futuros de efectivo generados por el activo a una tasa determinada; en este caso, el costo promedio ponderado de capital (WACC)

Para el cálculo de los flujos de fondo se tuvieron en cuenta 3 escenarios posibles: escenario base, escenario optimista y escenario pesimista. Luego, con los valores obtenidos de los distintos escenarios se determinó un rango de valor del equity y su precio por acción.

El método de valuación por múltiplos es una valuación relativa, es decir que el valor de un activo es comparado con el valor que el mercado le asigna a activos similares. Es un método de análisis comparable que busca valorar compañías similares utilizando las mismas métricas financieras.

Una vez realizadas ambas valuaciones, se compararon los valores obtenidos y se determinó un rango de valores probables para Texas Roadhouse.

### 3. Descripción del Negocio

#### 2.1. Introducción

Texas Roadhouse es una empresa de restaurantes estadounidense que opera predominantemente en el segmento de casual dining, o comida informal.

El negocio comenzó en 1993, cuando W. Kent Taylor, actual Presidente y CEO, abrió su primer restaurant en Clarksville, Indiana. Al 26 de Diciembre del 2017 ya contaba con 549 restaurantes en 49 estados y 7 en países extranjeros, y con 56.300 empleados aproximadamente.

Hoy en día la compañía cotiza en la bolsa de valores de NASDAQ con el símbolo TXRH y tiene una capitalización bursátil de U\$S 4.660 MM<sup>1</sup>. Durante el último año fiscal la ventas ascendieron a U\$S 2.219 MM, un 11,49% de incremento con respecto al año 2016<sup>2</sup>. Esto se debió principalmente a la apertura de nuevos restaurantes, que fue de 32 durante 2017. Sumado a esto, en este mismo año se incrementó el volumen unitario promedio que fue impulsado por el same store sales y por el aumento de la cantidad de semanas que estuvieron abiertos los restaurantes durante el período 2017. Los incrementos, comparados con el período 2016, fueron de 4,5% y 7,8%, respectivamente.

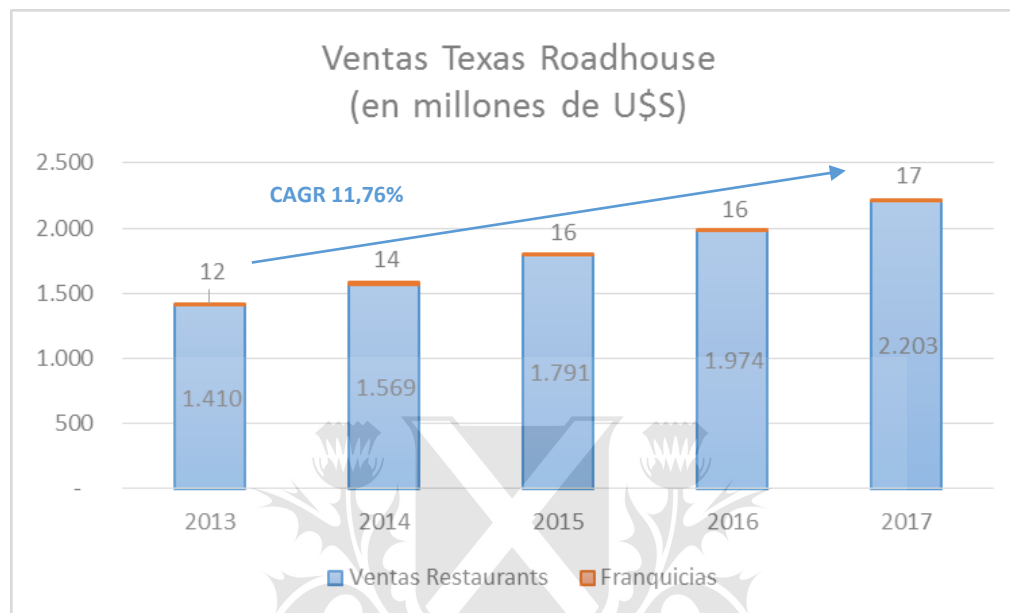
El aumento en las same store sales se debió al aumento del 0,9% en la cuenta promedio y al aumento del 3,6% del tráfico de clientes.

Como se puede observar en el gráfico, la tasa anual de crecimiento, o CAGR, para las ventas fue de 11,76%.

---

<sup>1</sup> Yahoo Finance.

<sup>2</sup> The Texas Roadhouse Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K.

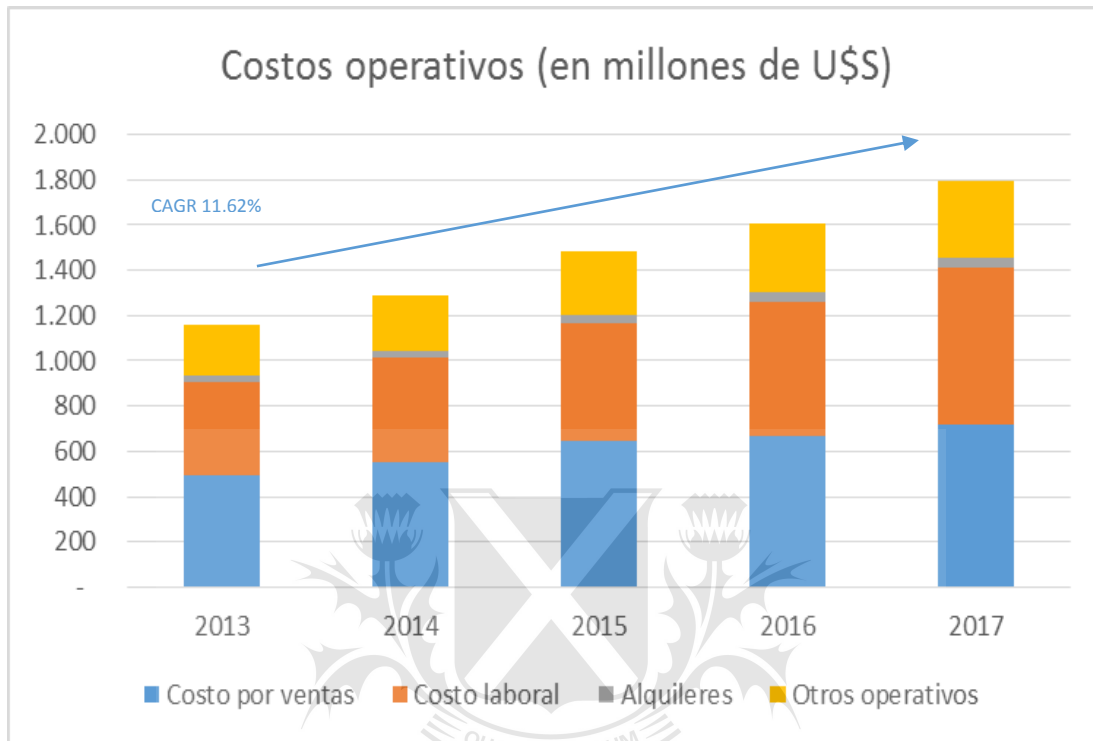


Fuente: Elaboración propia en base a los F. 10K de los años fiscales 2012-2017

Los costos operativos durante el último año fiscal fueron de U\$S 1.797 MM en 2017<sup>3</sup>. Estos fueron aumentando a una tasa anual compuesta de crecimiento de 11,62% durante los últimos 5 años. Si lo comparamos con el CAGR de ventas, podemos observar un crecimiento de 15 puntos básicos menor durante el mismo período.

El incremento de los costos, durante el último año fiscal, se explica, en parte, por mayores costos laborales como resultado de mayores salarios en promedio por un cambio en la estructura de compensación de la compañía.

<sup>3</sup> The Texas Roadhouse Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K.



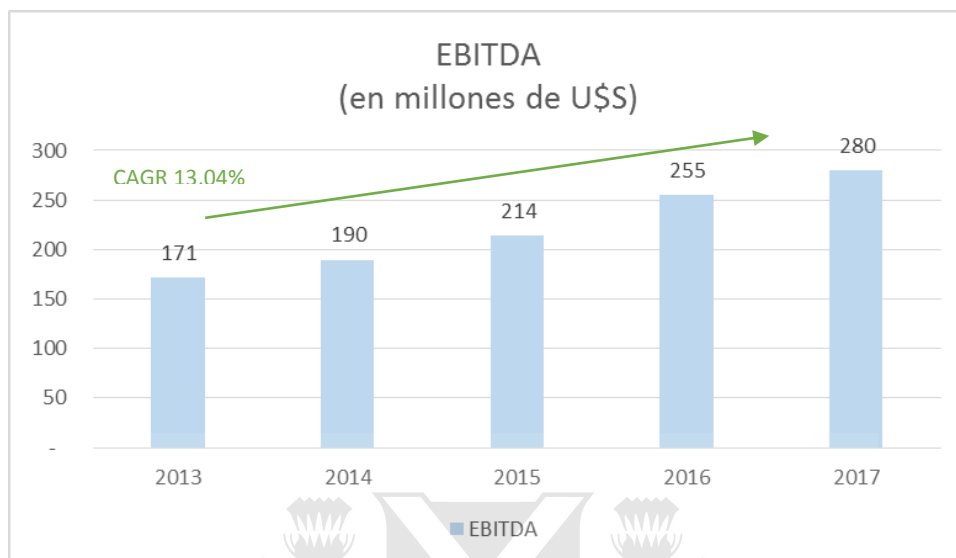
Fuente: Elaboración propia en base a los F. 10K de los años fiscales 2012-2017

Durante el año 2017, el EBITDA de Texas Roadhouse fue de U\$S 280 MM y las depreciaciones y amortizaciones registradas fueron de U\$S 93,5 MM por lo que las ganancias operativas, o EBIT, resultante fue de U\$S 186,5 MM<sup>4</sup>.

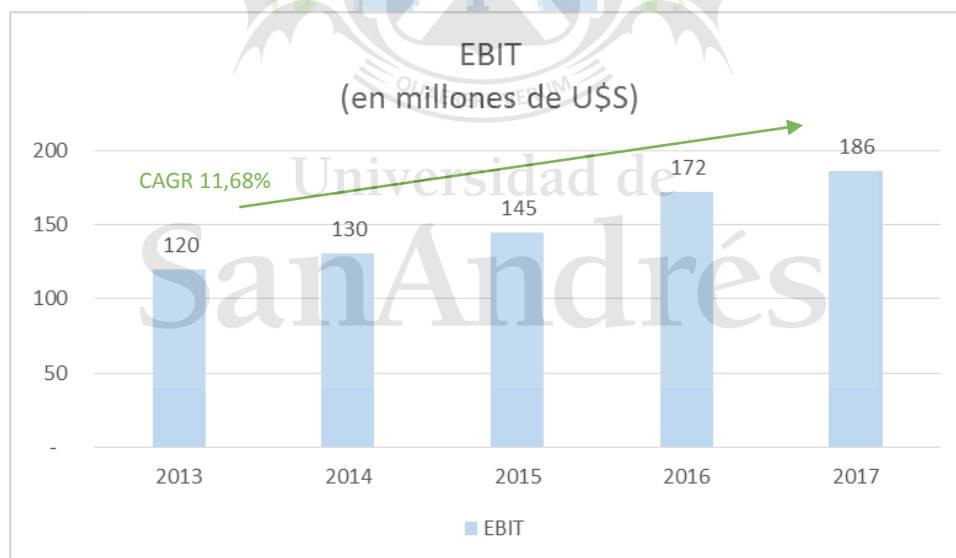
La tasa anual compuesta de crecimiento para el EBITDA es de 13,04% durante los últimos 5 años y de 11,68% para el EBIT. Como se puede observar, ambos indicadores mostraron un crecimiento muy parejo durante los últimos años.

<sup>4</sup> The Texas Roadhouse Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K.





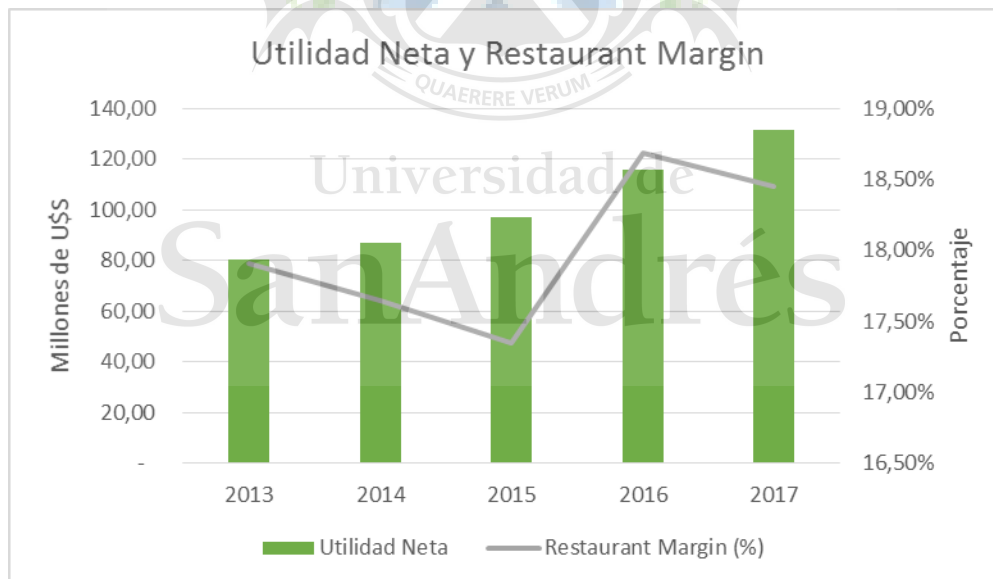
Fuente: Elaboración propia en base a los F. 10K de los años fiscales 2012-2017



Fuente: Elaboración propia en base a los F. 10K de los años fiscales 2012-2017

La utilidad neta de Texas Roadhouse en el período de 2017 fue de U\$S 131,5 MM<sup>5</sup>, un 13,8% superior al período anterior debido al incremento del margen de los restaurantes a pesar de que este último se vio afectado parcialmente por mayores gastos generales explicados, mayormente, por un tema legal que se vio compensado, en gran medida, con la reducción de los impuestos a las ganancias debido al impacto que tuvo la nueva legislación tributaria.

La suba del margen de los restaurantes fue de U\$S 37,5 MM en 2017 pero si lo calculamos como el porcentaje de las ventas por restaurant, se puede observar que disminuyó de 18,7% del período 2016 a 18,4% del período 2017<sup>6</sup>. Esta baja se dio por el incremento en los costos laborales, de acuerdo a lo mencionado anteriormente. De todas maneras, esta suba en los costos laborales se vio compensada, en parte, por la deflación de los commodities, principalmente la carne bovina.



Fuente: Elaboración propia en base a los F. 10K de los años fiscales 2012-2017

<sup>5</sup> The Texas Roadhouse Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K.

<sup>6</sup> The Texas Roadhouse Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K.

## 2.2. Negocio

### 2.2.1. Información general

Desde que se fundó Texas Roadhouse en 1993, la empresa abrió 549 restaurantes en 49 estados de los estados unidos y 7 países extranjeros.

Del total de restaurantes, 462 son propios y el resto son franquicias, 70 radicadas en estados unidos y 17 en países extranjeros.

De los 462 restaurantes propios, 440 operan bajo la marca de Texas Roadhouse, 20 bajo la marca Bubba's 33 y 2 operan por fuera del segmento de "casual dining" o comida informal<sup>7</sup>.

De los ingresos totales de la compañía, más del 99% corresponden a las ventas de los restaurantes y menos del 1% a las regalías provenientes de las franquicias; esta tendencia se mantuvo constante durante los últimos 5 años.

La estrategia de la compañía se basa en posicionar a cada uno de los restaurantes como el favorito de cada localidad para un amplio segmento de consumidores que buscan comidas de alta calidad, con precios accesibles y un servicio amigable y atento. La misión de la empresa es "Comida Legendaria, Servicio Legendario".

La comida que se ofrece en los restaurantes de Texas Roadhouse es de una gran variedad pero su especialidad son los bifés sazonados y cocidos a pedido en parrillas abiertas. Adicionalmente, ofrecen costillas, mariscos, pollo, chuletas de cerdo, platos de verduras, y una gran variedad de hamburguesas, ensaladas y sándwiches.

El concepto de Bubba's 33, a diferencia de Texas Roadhouse, está más orientado a un restaurant familiar y deportivo en el que se ofrecen hamburguesas, pizza, alitas y una gran variedad de aperitivos, sándwiches, cerveza helada y bebidas exclusivas.

---

<sup>7</sup> En el Anexo IV se puede ver el listado detallado de los restaurantes

### 2.2.2. Conceptos clave de la compañía

Los conceptos clave en los que se basa la compañía para llevar a cabo la estrategia del negocio son:

- a) La oferta de alimentos de muy alta calidad y recién preparados.

Como parte del proceso Texas Roadhouse ha desarrollado recetas exclusivas para proporcionar consistencia en la calidad y sabor en todos los restaurantes y así poder brindarle a los clientes una experiencia de sabor única.

A su vez, la empresa contrata un equipo de capacitadores de producto cuya función principal es capacitar al personal de cocina en procedimientos de preparación de alimentos, recetas, estándares de seguridad alimenticia, presentación de los platos, entre otras cosas.

Sumado a esto, con el objetivo de lograr una mayor calidad, se implementó un control por parte de algún empleado de nivel gerencial de los platos que salen de la cocina para confirmar que coincide con lo pedido por el cliente y con las normas de calidad, apariencia y presentación exigidas por la compañía.

- b) El foco puesto en la cena

En un alto porcentaje de restaurantes la empresa limita las horas de apertura sólo a la cena durante días de semana, permitiendo abrir los viernes al mediodía a la mitad, aproximadamente, de los locales. Ellos están convencidos que de esta manera logran ofrecer comida y servicio de mayor calidad. Además, este enfoque proporciona una mejor calidad de vida a los empleados logrando un altísimo grado de retención y atracción de personal capacitado.

- c) Compensación basada en el rendimiento para los managers

Texas Roadhouse le brinda a los gerentes un salario base más una bonificación por desempeño, que representa un porcentaje de los ingresos que genera el restaurant en el cual trabajan.

Esta medida, al igual que la anterior, se tomó con el fin de atraer y retener a personal con mucha experiencia y con gran motivación.

d) Oferta de precios atractivos

Los precios que ofrece la compañía para sus alimentos y bebidas son iguales o más bajos que los que ofrecen muchos de sus competidores. Esto sumado a la calidad de los platos genera una mayor atracción por parte de los comensales. La cuenta promedio por invitado para los restaurantes de Texas Roadhouse durante el año 2017 fue de U\$S 16,83<sup>8</sup>. La cuenta promedio por invitado representa las ventas del restaurant dividido por el número de invitados atendidos.

e) Creando un ambiente divertido y cómodo con un enfoque en el servicio de alta calidad

En la compañía están convencidos que la calidad del servicio y la atmósfera en los restaurantes es un componente clave para fomentar que los clientes vuelvan continuamente. En todos los restaurantes cuentan con un índice de mesa por mozo bajo con el fin de permitirles que se centren en los comensales y atiendan sus necesidades de una manera más personalizada.

Los restaurantes de Texas Roadhouse cuentan con una decoración de estilo rústico con murales pintados a mano, letreros de neón, y grabados, alfombras y artefactos del sudoeste. Además, los locales cuentan con jukeboxes que continuamente pasan éxitos de distintos países.

Los 33 restaurantes de Bubba, a diferencia de Texas Roadhouse, cuentan con paredes llenas de televisores en los que se pueden ver distintos eventos deportivos y/o videos musicales. La decoración tiene un estilo deportivo, con camisetas colgadas, carteles de neón, entre otros artefactos.

---

<sup>8</sup> The Texas Roadhouse Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K.

### 2.2.3. Restaurantes

Para la compañía la apertura de nuevos restaurantes es de suma importancia y es por esto que la selección del sitio se vuelve imprescindible. Al analizar cada sitio, la empresa destina gran cantidad de recursos y tiempo a la evaluación de la demografía del mercado local, la densidad de población, los niveles de ingresos por hogar y características específicas del lugar como visibilidad, accesibilidad, tráfico, proximidad de otras actividades de retail y estacionamiento, entre otras.

En general se necesita entre 3 y 6 meses para ubicar y aprobar el sitio y entre 6 y 12 meses adicionales para obtener los permisos necesarios. Una vez obtenidos los permisos, se necesitan alrededor de 5 meses para construir, equipar y abrir el restaurant

Los locales son diseñados para proporcionar un ambiente relajado para los comensales pero el diseño también se basa en nivel de retornos de los restaurantes en el transcurso del tiempo.

Estos suelen ser construidos en terrenos de 2 hectáreas y el edificio suele abarcar 700 metros cuadrados aproximadamente. Cada restaurante de Texas Roadhouse tiene una capacidad total para 300 personas aproximadamente incluyendo un gran bar y estacionamiento para 160 vehículos.

Hoy en día, los locales de Bubba's 33 siguen en desarrollo mientras continúan abriendo nuevos. Se espera que estos sean de un tamaño similar a los de Texas Roadhouse

La inversión de capital promedio para la apertura de cada local de Texas Roadhouse durante 2017 fue de U\$S 5.3 MM mientras que para 2016 y 2015 fueron de U\$S 5MM y U\$S 4,7MM respectivamente. El aumento durante estos años se debió principalmente a los mayores costos en la construcción<sup>9</sup>.

En lo que respecta a los locales de Bubba's 33, la inversión de capital promedio fue de U\$S 6.1MM, U\$S 6.5MM y U\$S 6.1 para los años 2017, 2016 y 2015 respectivamente<sup>10</sup>. La disminución de la inversión desde 2016 a 2017 se debió a los menores costos asociados con un diseño de local más pequeño. Para el 2018 la compañía espera que la inversión sea de U\$S 6.8 MM aproximadamente

---

<sup>9</sup> The Texas Roadhouse Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K.

<sup>10</sup> The Texas Roadhouse Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K.

debido a mayores costos en un área de Nueva Jersey, en donde planean abrir más locales, así como a mayores costos de alquiler y pre-apertura.

La compañía sigue enfocada en impulsar las ventas y administrar los costos de inversiones en los restaurantes para seguir manteniendo el desarrollo de locales en el futuro. La inversión de capital destinadas a las aperturas de nuevos locales varía dependiendo de distintos factores que incluyen, entre otros, el espacio cuadrado, el diseño, el tipo de trabajo de construcción (sindicalizado o no), los requisitos de permisos locales, la capacidad de la empresa para negociar con los propietarios, el costos del alcohol y otras licencias; las tarifas de conexión, la ubicación geográfica y las demoras por cuestión climáticas.

#### 2.2.4. Oportunidades de crecimiento

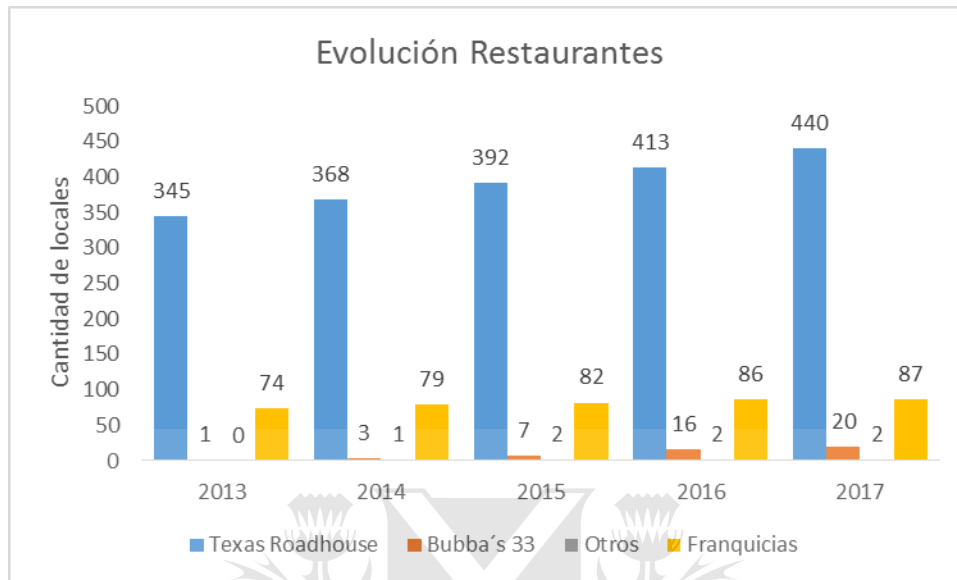
Las estrategias a largo plazo de Texas Roadhouse para hacer crecer el negocio y, por ende, la creación de valor para los accionistas incluyen la expansión de la base de restaurantes. La compañía está en constante evaluación de oportunidades con el fin de desarrollar nuevos restaurantes en mercados existentes y nuevos, domésticos o internacionales. Como se mencionó anteriormente, se destinan muchos recursos para elegir el lugar y luego la construcción en lugares estratégicos.

En 2017 se abrieron 27 restaurantes, incluidos Texas Roadhouse y Bubba's 33 mientras 5 fueron de franquicias. En 2018 la compañía planea abrir 30 restaurantes aproximadamente y espera que se abran 6 restaurantes por parte de los franquiciados, principalmente internacionales<sup>11</sup>.

En el siguiente cuadro se puede observar la evolución de la cantidad de restaurantes de la compañía desde el 2013 hasta 2017:

---

<sup>11</sup> The Texas Roadhouse Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K.



Fuente: Elaboración propia en base a los F. 10K de los años fiscales 2012-2017

Dentro de las estrategias para seguir creciendo la compañía planea mantener o seguir aumentando la rentabilidad de los restaurantes, o el margen del restaurante, impulsados por mayores ventas de restaurantes comparables o same store sales y una mejora en la administración de los costos operativos. El principal desafío que tiene la empresa es seguir equilibrando los impactos inflacionarios.

Es por esto que, además del enfoque en el margen por restaurante también lo hacen en seguir generando un mayor flujo de comensales. Para atraer nuevos comensales y aumentar la frecuencia de las visitas la compañía maneja varios programas de mercadotecnia localizados y se enfoca en la velocidad del servicio; y agregando asientos en ciertos restaurantes más estratégicos.

Por otro lado, para respaldar el crecimiento, TexasRoadhouse, continúa haciendo inversiones de infraestructura como sistemas de información y contabilidad, bienes raíces, recursos humanos, legales, operaciones internacionales y de restaurantes, entre otros. Su objetivo primordial es que los costos generales y administrativos aumenten a un ritmo menor que los ingresos.



### 3. La Industria

#### 3.1. La industria de los restaurantes y sus principales desafíos

La expectativa es grande y los resultados difíciles. El 2017 fue un desafío para la industria en general, principalmente por los costos crecientes asociados a mano de obra y también por el contexto no favorable asociado a regulaciones legales en la industria. Sin embargo, los jugadores no pierden la ilusión de años venideros con resultados crecientes.

Si miramos hacia atrás en la industria, hay desafíos que son históricos en un negocio caracterizado por horarios de trabajo difíciles y foco en fines de semana. El principal, lograr reclutar y, más difícil aún, retener a los empleados más valiosos, esos que hacen la diferencia, que logran que el cliente elija un restaurant sobre otro por una experiencia valiosa.

Pero en esta era se suman otros desafíos no menores: la tecnología, la comunicación moderna y el rol de las redes sociales. Desde ya que estos puntos afectan a todas las industrias, pero en el caso de los restaurantes, Instagram se vuelve dueño de las experiencias gastronómicas de cada noche. El “boca en boca” ya no es más literal, es extensivo a toda la red de seguidores de cada cliente que publica la foto de su plato y le cuenta a toda su red de contactos dónde eligió comer el sábado a la noche. Con lo cual el desafío es mucho más grande, porque las buenas experiencias se comparten, pero las malas se pueden volver virales en cuestión de instantes.

Respecto a la tecnología como herramienta para los restaurantes, este nuevo consumidor ya no quiere esperar. Sus exigencias son inmediatas, aparecen herramientas como reservas en línea, tablets para hacer pedidos y evitar errores, posnets en la mesa, entre otras cosas. Todo se vuelve rápido para evitar demoras por “temas administrativos”. Un cliente cada vez más exigente en cuanto a la experiencia: sin demoras, platos con buenas presentaciones además de ricos, y tecnología acorde a la decreciente paciencia.

Otro factor que aparece en la industria son las tendencias gastronómicas, que a causa también de las redes sociales, hoy están al alcance de todos. Platos vegetarianos, modas saludables, y celíacos en

crecimiento son sólo algunos de los puntos que hay que tener en cuenta para que el restaurant sea inclusivo. Conceptos que solían ser de nicho, hoy se vuelven cotidianos.

### **3.2. El momento de las experiencias**

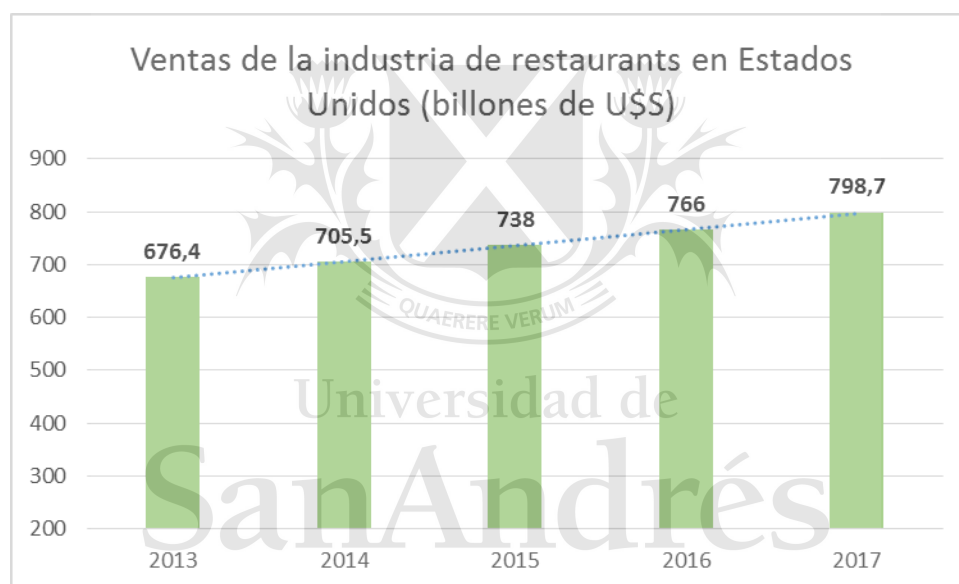
Se escucha mucho hablar hoy en día de “experiencias”. La creencia de priorizar un “momento” sobre un “objeto” es creciente. Esta puede ser una oportunidad para la industria gastronómica, solamente si se logra generar una experiencia diferenciadora para el usuario. En los restaurantes de servicio completo ya no alcanza con ofrecer un buen plato de comida, hasta el valet parking se vuelve importante para que la experiencia total sea recordable, y que el consumidor vuelva, comparta con sus conocidos y recomiende el lugar.

Este aspecto es un desafío extra que se suma a la industria en los últimos años, y al que hay que ponerle foco para generar una ventaja competitiva en el mercado de las experiencias en general, no solamente de los competidores directos. Porque el consumidor cuenta cada vez con más amplitud en la oferta de entretenimientos, y además porque las comunicaciones cambiaron las reglas del juego.

Dentro de la gastronomía en particular, el “food styling” aparece como una característica más a tener en cuenta, para mostrar los platos lo más estéticos y tentadores posibles considerando la publicidad gratuita en Instagram que pueden hacer los clientes. Otro punto que apareció en los últimos años es contar con un chef de renombre y que tenga contacto con los comensales, y así generar una experiencia distinta.

Números relevantes:

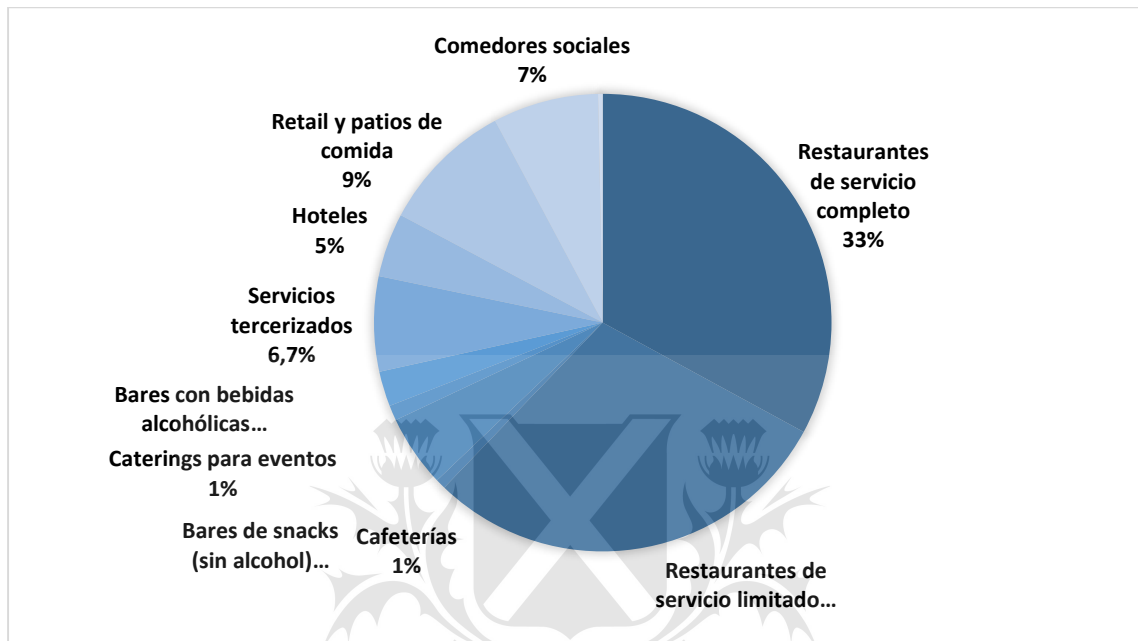
El 2017 continuó con la tendencia creciente en la industria, a pesar de no cumplir con las altas expectativas. Con un crecimiento de 4,3% en la facturación respecto del año anterior, el año pasado muestra ventas por USD 798,7 billones en Estados Unidos. Dicho crecimiento neto de inflación representa el 1,7%. Fue el octavo año seguido de crecimiento en la industria, luego de un 2009 con la mayor contracción de la historia<sup>12</sup>.



Fuente: Elaboración propia en base a National Restaurant Association

<sup>12</sup> The National Restaurant Association.

Las ventas del 2017 están compuestas de la siguiente manera:



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de National Restaurant Association

Los restaurantes de servicio completo son aquellos con atención en la mesa, mientras que los de servicio incompleto implican la compra de la comida previa en caja (en su mayoría son “fast food”).

La categoría “casual dining”, de la cual forma parte Texas Roadhouse, está dentro del grupo de restaurantes de servicio completo. Consideramos esto un dato no menor, ya que la tendencia de crecimiento de poder adquisitivo en Estados Unidos en el 2017 es positiva, lo cual impacta directamente en el crecimiento de actividades de recreación, turismo y gastronomía fuera de casa.

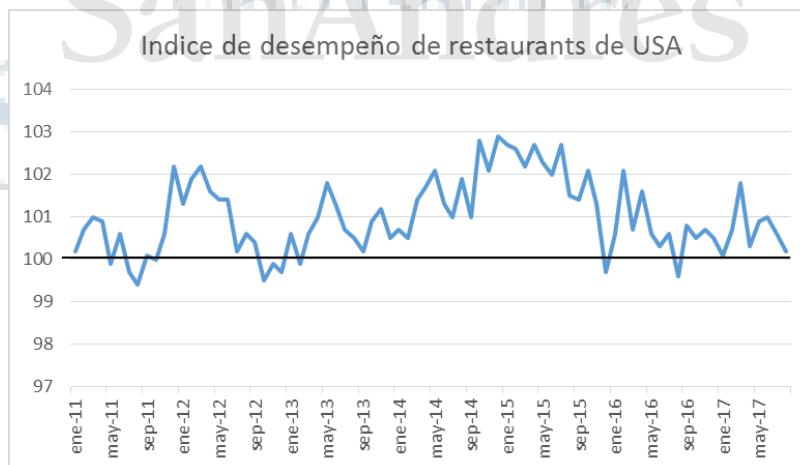
En el siguiente cuadro podemos ver la situación económica personal de un gran grupo de adultos entrevistados en 2015 y 2016. El grupo de categoría “excelente” casi se duplica, pasando del 8% al 14%. Los grupos intermedios se mantienen casi constantes, y cae 6 puntos porcentuales la categoría más baja.

| Año de análisis | Excelente | Buena | Intermedia | Mala |
|-----------------|-----------|-------|------------|------|
| 2015            | 8%        | 38%   | 35%        | 19%  |
| 2016            | 14%       | 37%   | 36%        | 13%  |

Fuente: National Restaurant Association, National Household Survey, 2015 y 2016

El panorama parece positivo para la industria, y el clima es optimista para los consumidores. El 41% revela haber recuperado la confianza y no preocuparse por sus gastos, mientras que un año antes ese grupo representaba un 27%. Sólo el 16% de los entrevistados parece estar preocupado por su economía y medir su consumo significativamente: dicho grupo se redujo a la mitad en un año al otro (pasó de 32% a 16%)<sup>13</sup>.

Sin embargo, cuatro de cada diez personas dicen que no van a restaurantes con la frecuencia que quisieran, en todos los grupos mencionados. Este 40% se mantiene constante en los últimos años. Aunque no muestra resultados reales para la industria hoy en día, el optimismo del poder adquisitivo creciente sumado al deseo latente por mayor consumo de experiencias gastronómicas es prometedor. Especialmente porque el rango de edad Baby Boomers (53-71 años) son quienes más revelan el deseo no satisfecho, y casualmente quienes tienen un ticket promedio más alto cuando deciden salir a comer<sup>14</sup>.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Statista.com

<sup>13</sup> The National Restaurant Association.

<sup>14</sup> The National Restaurant Association.

En el gráfico anterior, se puede observar el índice de desempeño de los restaurantes de Estados Unidos desde el 2011 hasta Agosto de 2017. Cuando el índice se encuentra por encima de la línea de 100, esto significa que el mercado se encuentra en expansión y, si se encuentra por debajo de 100, significa que se está contrayendo<sup>15</sup>. Como podemos ver, desde 2016 la industria se encuentra en expansión y se espera que siga de esta manera por lo mencionado anteriormente.

### 3.3. La categoría “Casual dining” en particular

El foco para Texas Roadhouse se encuentra en ofrecer un valor importante para sus clientes, priorizando el servicio para lograr un crecimiento constante. Sin embargo, las propuestas del menú tienen precios razonables en la búsqueda del equilibrio conveniente calidad-precio. De esta manera buscan atraer a los consumidores a visitarlos con frecuencia. Estas son clásicas características del segmento de “casual dining”, donde el servicio es completo, los productos son de muy buena calidad, y por ser accesibles no limitan las ocasiones de consumo a las más especiales, sino que se vuelven relativamente cotidianos.

Dentro de esta categoría el menú suele incluir hamburguesas, carnes, pescados, costillas de cerdo, ensaladas con guarniciones especiales, entre otras. Todo de la mejor calidad y con detalles gastronómicos diferenciadores de los “fast food”, lo cual los posiciona en un precio promedio de entre un 50 y un 100% más. Además el servicio incluye atención en la mesa.

Los competidores directos dentro de este segmento son: The Cheesecake Factory Inc. (CAKE), Darden Restaurants Inc. (DRI), Bloomin’ Brands Inc. (BLMN), y Brinker International Inc. (EAT).

**The Cheesecake Factory Inc.** es una compañía estadounidense cuyo negocio empezó en 1972 con una panadería en Los Ángeles. Seis años más tarde, el hijo de los fundadores y actual CEO de la empresa, David Overton, abrió el primer restaurante con el mismo nombre que la panadería. Actualmente CAKE cotiza en la bolsa de valores de NASDAQ. Sus ventas en el 2017 fueron de U\$D 2.260 MM, generadas en sus 215 restaurantes de comidas informales en Estados Unidos, y 199 en los territorios de Puerto Rico y Canadá. Además hay otros 21 puntos de venta que operan bajo

---

<sup>15</sup> National Restaurant Association, Restaurant.org/RPI

acuerdos de licencia en los Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Qatar, Arabia Saudita, Líbano, Bahrein, México, China continental y la Región Administrativa Especial de Hong Kong<sup>16</sup>.

La capitalización bursátil de CAKE a principios de 2018 fue de U\$D 2.300 MM<sup>17</sup>.

**Darden Restaurants Inc.**, es una empresa estadounidense que tiene varias marcas. Olive Garden®, LongHorn Steakhouse®, Bahama Breeze®, Season 52®, Eddie V's Prime Seafood®, The Capital Grille®, Yard House® y Cheddar's Scratch Kitchen®. Actualmente esta cadena cuenta con 1.740 restaurantes en Estados Unidos y Canadá, entre los propios y las franquicias (menos de un 3%), y otras 33 franquicias entre Medio Oriente, Malasia, América Central y Sudamérica. Las ventas de Darden Restaurants en 2017 fueron de U\$D 7.170 MM., de las cuales Olive Garden® generó más del 54% y LongHorn Steakhouse® más del 22%<sup>18</sup>. Su capitalización bursátil era de U\$D 13.955 MM en enero de 2018<sup>19</sup>.

**Bloomin' Brands Inc.**, competidor también de origen americano, cuenta con cuatro marcas: Outback Steakhouse®, Fleming's Prime Steakhouse & Wine Bar®, Bonefish Grill® y Carrbba's Italian Grill®. A fines del 2017 contaban con 1.075 restaurantes propios y 165 franquicias en Estados Unidos, y con 249 puntos de venta en el extranjero entre propios y franquicias. En 2017 sus ventas ascendieron a U\$D 4.210 MM, de las cuales casi el 90% tuvieron su origen en Estados Unidos. Su capitalización bursátil era de U\$D 1.980 MM en enero de 2018<sup>20</sup>.

**Brinker International Inc.**, también de origen estadounidense, nació en 1975. Sus principales marcas son Chili's®, que cuenta con 1.622 restaurantes a nivel mundial entre propios y franquicias y Grill & Bar and Maggiano's Little Italy® con 53 restaurantes. Su capitalización bursátil en enero 2018 era de U\$D 1.830 MM, y sus ventas en 2017 ascendieron a U\$D 3.150 MM<sup>21,22</sup>.

En el siguiente cuadro se muestran las ventas de los competidores desde el año 2013 hasta el 2017:

---

<sup>16</sup> The Cheese Cake Factory Inc. Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K.

<sup>17</sup> Bloomberg.

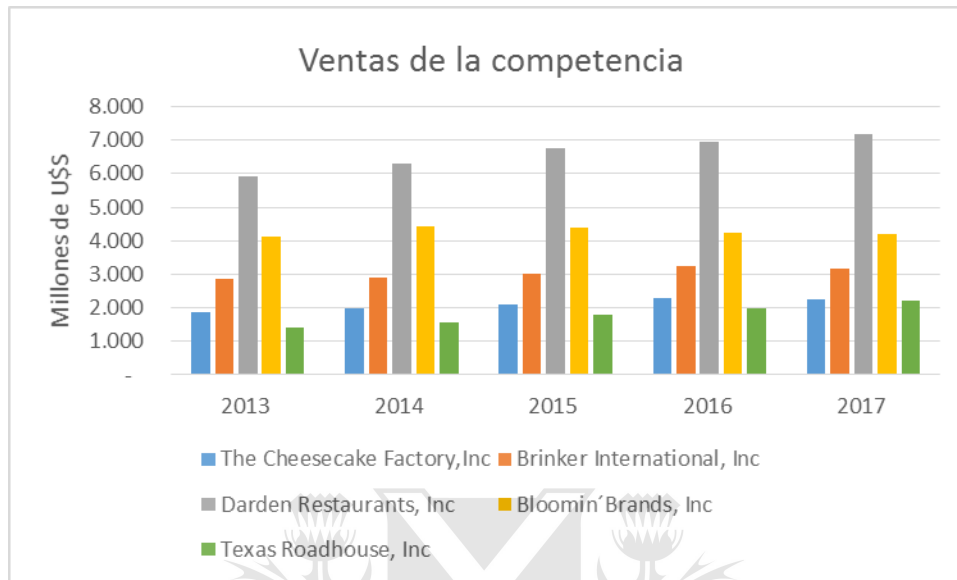
<sup>18</sup> Darden Restaurants Inc. Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K.

<sup>19</sup> Bloomberg.

<sup>20</sup> The Bloomin' Brands Inc. Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K.

<sup>21</sup> Brinker International Inc. Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K.

<sup>22</sup> Bloomberg.



Fuente: Elaboración propia en base a estimaciones hechas de los F10-K de los años fiscales 2013-2017 y Morningstar

### 3.4. Ventajas competitivas

Texas Roadhouse abrió sus puertas el 17 de febrero de 1993, mucho después que la mayoría de sus competidores directos. Este punto lo vuelve menos tradicional que la competencia para el público adulto que suele recordar con melancolía su juventud. Sin embargo, podemos considerar como positivo que no aparecieron grandes competidores directos en el mercado posteriores a Texas Roadhouse, y también que el análisis anterior a su apertura pudo tener en cuenta las oportunidades de mejora de la competencia, en búsqueda de destacarse.

El objetivo principal de la compañía siempre fue posicionarse como un restaurant que recibiera a comensales de todas las edades, que sólo tuvieran en común el deseo de disfrutar de un buen plato de comida a un precio razonable y de divertirse. Es por eso que se volvió un lugar ideal para encuentros entre amigos, familias, parejas, niños y adultos.

Texas Roadhouse se caracteriza por contar con camareros bailarines que entretienen a los comensales, que además son sumamente amigables al momento de atender. Esta cultura divertida ha creado un excelente ambiente laboral dentro de la compañía, bajo la premisa de que empleados



felices logran clientes felices. De esta manera lograron generar un alto sentido de pertenencia, además de muy poca rotación de empleados. Promueven la participación en acciones solidarias y sustentables, para devolver a la sociedad todo lo que les brinda. También tienen un programa de capacitación y motivación de unos empleados con otros, para contagiar la buena energía en el ámbito de trabajo. Desde la compañía saben transmitir esta cultura a los clientes, lo cual vuelta a la marca especial.

Sin embargo, aunque no haya competidores directos grandes y relevantes que hayan aparecido en los últimos años, la industria gastronómica en general no para de crecer en Estados Unidos. Las barreras de entrada son pocas y las ofertas de menú innovadores son varias. Además, cuando hablamos de competencia, no hay que perder de vista que no sólo se compite dentro de la industria de “Casual Dining”, sino por la ocasión de entretenimiento. Una comida en un restaurant puede reemplazarse por una salida al cine con un snack de por medio. Y las propuestas de diversión alternativas a las gastronómicas también han crecido mucho en los últimos años, además de las ya mencionadas redes sociales y reseñas en internet, que tienen el poder de poner de moda una marca de un día para el otro, o de desprestigiarla por completo.

Respecto a las ofertas gastronómicas en particular, las barreras de entrada son bajas, aunque la experiencia y trayectoria en el negocio es la que logra las ventajas competitivas en costos y experiencia en el trato con el cliente. Este es un punto a favor respecto de propuestas nuevas, que tienen un período de aprendizaje hasta adaptarse al mercado, aunque el desafío es siempre creciente.

Por lo tanto Texas Roadhouse se esfuerza constantemente por ofrecer novedades en su menú, por renovar los bailes de los empleados y por mejorar su plan sustentable, pero nunca perdiendo su esencia. Lo más peligroso para la marca es que sus comensales fieles se aburran por la falta de renovación de propuesta.

Como mencionamos anteriormente, la estrategia de la compañía se basa en posicionar a cada uno de los restaurantes como el favorito de cada localidad para un amplio segmento de consumidores que buscan comidas de alta calidad, con precios accesibles y un servicio amigable y atento.

A su vez, Texas Roadhouse tiene el foco puesto en la retención de sus empleados. Ellos están convencidos de que una mejor calidad de vida de sus empleados tiene un impacto directo en el servicio ofrecido y por ende un mayor flujo de comensales generando un aumento en las same store sales. Es por esto que la empresa limita las horas de apertura solo a la cena de un alto porcentaje de locales y tiene un sistema de compensaciones basado en el rendimiento.

Por otro lado, para atraer nuevos comensales y aumentar la frecuencia de las visitas la compañía maneja varios programas de mercadotecnia localizados y se enfoca en la velocidad del servicio. Dirige su mensaje de mercadotecnia a las familias conscientes de los costos que buscan opciones de comida asequibles y ha introducido opciones de pago móvil y listas de espera digitales generando mayor calidad en su servicio.

#### 4. Análisis Financiero

Con el fin de lograr un análisis más certero y representativo de la compañía, vamos a realizar el análisis financiero utilizando datos de los últimos 5 años fiscales. Para realizar dicho análisis se utilizarán el Estado de flujo de caja, el Estado de Resultados y el de Situación Patrimonial reportados por la empresa<sup>23</sup>.

El análisis será agrupado en tres grupos, medidas de rentabilidad, medidas de riesgo financiero y medidas específicas de la industria

---

<sup>23</sup> Anexos I, II, III

#### 4.1. Medidas de rentabilidad

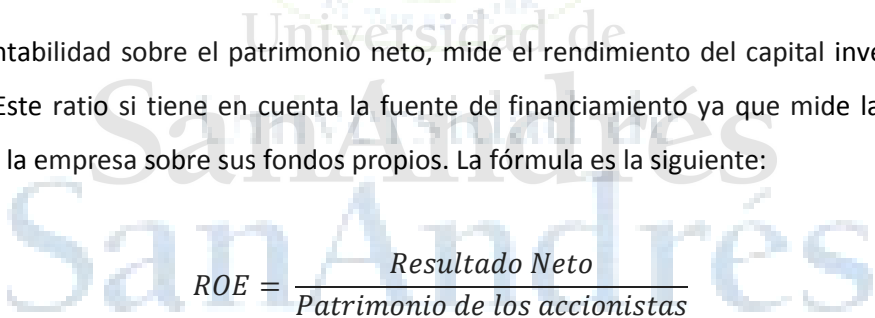
Las medidas o ratios de rentabilidad se utilizan para diagnosticar si una empresa genera suficientes ingresos con respecto a los recursos empleados.

Existen algunas medidas básicas que miden la rentabilidad, unas examinan la rentabilidad en relación con el capital empleado para obtener una tasa de retorno de la inversión y otra mide la rentabilidad relativa a las ventas<sup>24</sup>. Entre los índices más comunes podemos encontrar: ROA, ROIC, ROE, Margen Neto, Margen Operativo y Margen EBITDA.

El ROA, o rentabilidad sobre activos, mide la eficiencia en la generación de retornos sobre los activos que opera, excluyendo los resultados financieros ya que el retorno a los activos no depende de cómo se financien estos últimos. La fórmula es la siguiente:


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

El ROE, o rentabilidad sobre el patrimonio neto, mide el rendimiento del capital invertido por los accionistas. Este ratio si tiene en cuenta la fuente de financiamiento ya que mide la rentabilidad obtenida por la empresa sobre sus fondos propios. La fórmula es la siguiente:


$$ROE = \frac{\text{Resultado Neto}}{\text{Patrimonio de los accionistas}}$$

El Margen Neto mide cuanto beneficio genera cada dólar de ventas y se calcula de la siguiente manera:

$$\text{Margen Neto} = \frac{\text{Resultado Neto}}{\text{Ventas}}$$

---

<sup>24</sup> Damodaran, Aswath: "Investment Valuation", Wiley Finance, 2da Edición

Otro ratio similar a este último es el margen operativo, pero a diferencia de este muestra la proporción de ingresos para cubrir los costos no operativos, como el pago de intereses. Es un buen indicador de cómo se está gestionando la empresa y cuán riesgosa es.

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

Por último, el margen EBITDA es muy útil ya que permite ver de manera clara la rentabilidad operativa de una empresa y su flujo de efectivo al excluir los intereses, depreciaciones, amortizaciones y los impuestos. Permite comparar la rentabilidad de diferentes compañías, independientemente de su estructura de capital.

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

| Ratios de Rentabilidad | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| ROA                    | 13,64% | 13,83% | 14,00% | 14,57% | 10,48% |
| ROE                    | 13,54% | 14,15% | 14,31% | 15,25% | 16,55% |
| Margen Neto            | 5,70%  | 5,55%  | 5,41%  | 5,86%  | 5,97%  |
| Margen Operativo       | 8,42%  | 8,25%  | 8,07%  | 8,64%  | 8,39%  |
| Margen EBITDA          | 12,04% | 11,99% | 11,85% | 12,80% | 12,60% |

Fuente: Elaboración propia en base a los F. 10K de los años fiscales 2012-2017

Como podemos observar en el cuadro en general los ratios de Texas Roadhouse son muy buenos y vienen aumentando en los últimos años a un ritmo constante. En el 2017 la baja significativa en el ROA se debe a mayores gastos generales explicados, mayormente, por un tema legal que se vio compensado, en gran medida, con la reducción de los impuestos a las ganancias debido al impacto que tuvo la nueva legislación tributaria. Por otro lado, en este año se vio un aumento en ciertos activos como caja y cuentas por cobrar a un mayor ritmo que los ingresos netos. Este último se debió al incremento de ventas con tarjetas de regalo.

Con respecto al ROE, este viene aumentando progresivamente desde hace varios años debido al incremento del resultado neto impulsado por la apertura de nuevos locales y a las same store sales.

Los demás márgenes muestran un comportamiento similar entre si ya que desde el 2013 al 2015 se muestra un leve descenso y a partir del 2016 comenzaron a crecer nuevamente. De todas maneras estos ratios se comportaron de manera muy estable durante estos años y siguen reflejando la buena performance de la compañía.

#### 4.2. Medidas de riesgo financiero

En esta sección vamos a analizar los ratios financieros que se utilizan para medir el riesgo financiero de una compañía. Dentro de estas medidas de riesgo financiero vamos a agrupar aquellos ratios que evalúan el riesgo de liquidez a corto plazo y aquellos de solvencia a largo plazo y riesgo de impago

##### 4.2.1. Riesgo de liquidez a corto plazo

Estos ratios fueron diseñados para ir siguiendo la exposición de la empresa al riesgo de incumplimiento de sus obligaciones de corto plazo. Dentro de estos ratios se pueden identificar los siguientes: días de cuentas a cobrar, rotación de inventario, días de inventario, días de cuentas a pagar, días de capital de trabajo, ratio de solvencia, ratio de acidez, entre otros.

Los días de créditos por ventas o cuentas a cobrar miden la efectividad de una empresa en la otorgación de crédito por las ventas realizadas y el cobro de las mismas, o sea, cuantos días transcurren entre las ventas y el cobro de estas.

$$\text{Días de cuentas a cobrar} = \frac{\text{Créditos por ventas}}{\text{Ventas}} * 365$$

Los días de Inventario es una medida utilizada para evaluar la velocidad en que una compañía convierte los inventarios en ventas.

$$\text{Días de inventarios} = \frac{\text{Inventarios}}{\text{CMV}} * 365$$

Con respecto a los días de cuentas a pagar, es una medida de financiamiento ya que indica cuantos días transcurren entre que la empresa recibe la mercadería hasta la realización del pago. Se calcula de la siguiente manera:

$$\text{Días de cuentas a pagar} = \frac{\text{Cuentas a pagar}}{\text{Compras}} * 365$$

|                          | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Días de cuentas a cobrar | 5,36  | 6,85  | 8,02  | 9,31  | 10,90 |
| Días de inventario       | 3,60  | 3,70  | 3,68  | 3,61  | 3,29  |
| Días de cuentas a pagar  | 11,16 | 11,58 | 11,66 | 11,57 | 11,01 |

Fuente: Elaboración propia en base a los F. 10K de los años fiscales 2012-2017

Como podemos observar en el cuadro, los días de inventario y cuentas a pagar se mantuvieron estable durante los últimos 5 años, a diferencia de los días de cuentas a cobrar que vienen aumentando a un promedio de 1,4 días por año. La principal causa de esto es que en los últimos años fueron aumentando las ventas con tarjetas de regalo y los proveedores de estas le pagan a Texas Roadhouse a mayor plazo que las ventas en los locales. Por otro lado, las regalías correspondientes a las franquicias se cobran a plazo.

El capital de trabajo es la diferencia entre los activos corrientes y los pasivos corrientes. Se utiliza para medir la salud financiera de una empresa como la eficiencia operativa de corto plazo. Si los pasivos corrientes superan los activos corrientes la empresa puede llegar a tener inconvenientes para pagarle a los acreedores. Si los activos corrientes superan los pasivos de corto plazo significa que la empresa está sana financieramente pero si lo hacen en gran medida los analistas pueden tomarlo como una gestión operativa poco eficiente.

Para calcular el capital de trabajo tomamos cuentas a cobrar, inventarios y cuentas a pagar. Se calcula de la siguiente manera:

$$\text{Capital de trabajo} = \text{Cuentas a cobrar} + \text{Inventario} - \text{Cuentas a pagar}$$

| CT en miles de U\$\$      | 2013          | 2014         | 2015          | 2016          | 2017          |
|---------------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| Cuentas a cobrar          | 25.391        | 34.023       | 45.421        | 56.127        | 76.496        |
| Inventario                | 11.954        | 14.256       | 15.633        | 16.088        | 16.306        |
| Cuentas a pagar           | 38.404        | 43.585       | 50.996        | 50.789        | 57.579        |
| <b>Capital de trabajo</b> | <b>-1.059</b> | <b>4.694</b> | <b>10.058</b> | <b>21.426</b> | <b>35.223</b> |

Fuente: Elaboración propia en base a los F. 10K de los años fiscales 2012-2017

Como se puede ver en el cuadro anterior el capital de trabajo es positivo y viene aumentando desde el año 2013. Como mencionamos anteriormente, esto se debe a que las cuentas a cobrar vienen aumentando a mayor ritmo debido al incremento en las ventas con tarjetas de regalo generando una demora en el cobro por las ventas.

El ratio de solvencia mide el activo corriente sobre el pasivo corriente, es decir la capacidad que tiene una empresa para hacer frente a sus obligaciones financieras de corto plazo. Se calcula de la siguiente manera:

$$\text{Ratio de Solvencia} = \frac{\text{Activos Corrientes}}{\text{Pasivos Corrientes}}$$

El ratio de acidez es una variante del de solvencia pero, a diferencia de este último, toma como activos aquellos realizables inmediatamente.

$$\text{Ratio de Acidez} = \frac{(\text{Caja y equivalentes} + \text{Créditos por ventas})}{\text{Pasivos Corrientes}}$$

|                    | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--------------------|------|------|------|------|------|
| Ratio de Solvencia | 0,83 | 0,68 | 0,52 | 0,72 | 0,78 |
| Ratio de Acidez    | 0,69 | 0,56 | 0,41 | 0,60 | 0,69 |

Fuente: Elaboración propia en base a los F. 10K de los años fiscales 2012-2017

Ambos ratios fueron menores a 1 por lo que podría decirse que se encuentra en una situación complicada pero, generalmente, la industria de restaurantes suele operar con capital de trabajo negativo ya que los clientes pagan en efectivo o equivalentes y la compañía es capaz de liquidar los

inventarios antes de pagárselos a los proveedores. En el caso de Texas Roadhouse, esto ocurrió hasta 2013 y luego la tendencia cambió.

Como se puede observar en el cuadro, si bien los ratios son menores a 1, estos vienen aumentando significativamente en los últimos años por el incremento de cuentas a cobrar por lo que podemos confirmar que la empresa puede hacer frente a sus obligaciones de corto plazo sin ningún problema.

#### **4.2.2. Solvencia a largo plazo y riesgo de impago**

Las medidas de solvencia a largo plazo se utilizan para medir la capacidad que tiene una empresa de cumplir con los pagos de intereses y de capital a largo plazo, a diferencia de los ratios mencionados anteriormente que se enfocan en el corto plazo.

Estos ratios intentan relacionar la rentabilidad de la empresa con los pagos de deuda para identificar que tan cómoda se encuentra la compañía para cumplir con los mismos. Dentro de estos ratios se pueden identificar los siguientes: Cobertura de Intereses, Estructura de capital y Apalancamiento Financiero, entre otros.

La cobertura de intereses mide la capacidad de la empresa para afrontar el pago de intereses con respecto al resultado operativo de la empresa. Cuanto mayor es el ratio, mayor es la capacidad de la empresa de cumplir con sus obligaciones. La fórmula para calcularlo es la siguiente:

$$\text{Cobertura de intereses} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Intereses}}$$

Existen 2 variantes de ratios de deuda, la estructura de capital y el apalancamiento financiero. El primero mide en que porcentaje se encuentran financiados los activos por deuda pero solo utiliza la deuda de largo plazo. El apalancamiento financiero muestra la proporción de la deuda y del capital propio de la compañía.

Se calculan de la siguiente manera:

$$\text{Estructura de Capital} = \frac{\text{Deuda a Largo Plazo}}{(\text{Deuda a Largo Plazo} + \text{Capitalización Bursátil})}$$



$$\text{Apalancamiento Financiero} = \frac{\text{Deuda a Largo Plazo}}{\text{Capitalización Bursátil}}$$

|                           | 2013  | 2014  | 2015   | 2016   | 2017   |
|---------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Cobertura de intereses    | 77,82 | 90,99 | 109,37 | 203,08 | 177,37 |
| Estructura de capital     | 2,54% | 2,10% | 1,01%  | 1,47%  | 1,33%  |
| Apalancamiento financiero | 2,60% | 2,14% | 1,02%  | 1,49%  | 1,35%  |

Fuente: Elaboración propia en base a los F. 10K de los años fiscales 2012-2017

Según estos ratios podemos confirmar que la compañía puede afrontar los pagos del largo plazo sin inconvenientes. La cobertura de intereses fue incrementado año tras año salvo en el 2017 debido al mayor incremento de los intereses con respecto al EBITDA. De todas maneras, el ratio es muy alto debido a que la empresa se encuentra muy poco endeudada por lo tanto los intereses son muy bajos. Los otros 2 ratios son muy similares entre sí y se comportaron de la misma manera durante los 5 años. Los ratios son muy bajos indicándonos que la empresa posee una estructura de capital con muy poca deuda debido a que se financia con los accionistas.

#### 4.3. Medidas específicas de la industria

Las medidas específicas de la industria son aquellas que se utilizan por los restaurantes para poder realizar comparaciones entre los mismos. Dentro de los principales ratios de la industria podemos encontrar; Same Store Sales y Restaurant Margin .

El ratio de same store sales, refleja el cambio en las ventas de los restaurantes de una compañía en relación al mismo período del año anterior sobre la base de restaurantes comparables. Esta base incluye aquellos restaurantes abiertos por 18 meses antes del comienzo del período medido y excluye aquellos cerrados durante el período. Las variaciones de este ratio pueden darse por cambios en el flujo de comensales o por cambios en la cuenta promedio por persona.

El restaurant margin, como porcentaje de las ventas de restaurantes, representa las ventas de los mismos menos los costos operativos de estos, incluidos los costos de ventas, mano de obra,

alquileres y otros costos operativos. Son excluidos del análisis los costos que no impactan directamente en el restaurant como los gastos administrativos y generales, de depreciación y amortización

Este ratio es una métrica útil para evaluar la eficiencia y el rendimiento operativo de los restaurantes de la compañía.

|                   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Same Store sales  | 3,40%  | 4,70%  | 7,20%  | 3,50%  | 4,50%  |
| Restaurant Margin | 17,90% | 17,60% | 17,30% | 18,70% | 18,40% |

Fuente: Elaboración propia en base a los F. 10K de los años fiscales 2012-2017

Como se muestra en el cuadro, los SSS se incrementaron hasta el 2015. En el 2016 sufrieron una fuerte caída debido a la baja en el flujo de comensales, por ser un año electoral en Estados Unidos, en mayor proporción que el aumento en la cuenta promedio por persona. Luego, en 2017 el flujo de comensales se vio recuperado impactando positivamente en el ratio.

El restaurant margin fue desacelerando su crecimiento desde el año 2013 hasta el 2016, período en el que se revirtió la tendencia. En el 2017 volvió a caer debido al aumento en los costos salariales y a un cambio en la estructura de compensaciones de la compañía. A pesar de esto el ratio sigue siendo muy alto.

## 5. Valuación

En este punto se realizará la valuación de Texas Roadhouse en base a la información analizada anteriormente y aplicando dos modelos de valuación muy reconocidos, el modelo de Flujos de Fondos Descontados y el modelo de Valuación por Múltiplos. Se utilizarán ambos enfoques con el fin de poder compararlos y así determinar rangos de valores probables.

### 5.1. Flujos de Fondos Descontados

Este es un método de valuación utilizado para estimar si una inversión resulta atractiva y se fundamenta en que el valor de un activo puede ser estimado descontando los flujos futuros de efectivo generados por el activo a una tasa determinada.

El modelo, a pesar de ser complejo ya que existen muchas variables a estimar y que puede ser fácilmente manipulado por los analistas para obtener el resultado deseado, permite entender con mayor precisión la compañía y la industria.

El primer paso para poder valorar con este método es proyectar los flujos futuros de fondos de la empresa. Para ello se realizan hipótesis en las principales variables o drivers que impactan a la firma. Estas hipótesis están respaldadas por el análisis de la compañía y en base a las proyecciones de la gerencia de Texas Roadhouse.

Luego de la proyección de los flujos se obtiene el flujo de fondos libres para la firma para cada año. Este es aquel que se genera por las operaciones sin tener en cuenta el endeudamiento. Es efectivo que queda disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión de capital y las variaciones en el capital de trabajo.

Por último, dado que la vida de una empresa suele exceder los periodos proyectados es necesario calcular un valor terminal, es decir un valor de crecimiento a perpetuidad.

Para el cálculo de los flujos de fondo de Texas Roadhouse se tendrán en cuenta 3 escenarios posibles: escenario base, escenario optimista y escenario pesimista. Luego, con los valores obtenidos de los distintos escenarios se va a determinar un rango de valor del equity y su precio por acción.

### 5.1.1. Tasa de descuento

Como mencionamos anteriormente, para descontar los flujos de fondo de la firma es necesario calcular la tasa que se utilizará para dicho descuento.

En el presente trabajo se utilizará el WACC o costo promedio ponderado del capital. En general, una empresa financia sus activos a través de deuda o con capital y tanto los acreedores como los accionistas esperan recibir cierto rendimiento sobre los fondos proporcionados. El WACC es el promedio de los costos de estos tipos de financiamiento en las proporciones utilizadas. La fórmula es la siguiente:

$$WACC = K_e * \frac{\text{Capital}}{\text{Deuda} + \text{Capital}} + K_d * (1 - T) * \frac{\text{Deuda}}{\text{Deuda} + \text{Capital}}$$

Donde,

$K_e$  = Costo del Capital

$\frac{E}{D+E}$  = Porcentaje de capital en la estructura de capital

$K_d$  = Costo de la deuda

$\frac{D}{D+E}$  = Porcentaje de deuda en la estructura de capital

$(1 - T)$  = Alícuota de impuesto

### 5.1.2. Costo del Capital

Para estimar el costo del capital de Texas Roadhouse utilizaremos el modelo Capital Asset Pricing Model (CAPM). Este es un modelo basado en la teoría de la eficiencia media-varianza desarrollada por Markowitz (1959). La rentabilidad esperada de un activo debe ser una función lineal y positiva de la covarianza entre su rentabilidad y la de la cartera del mercado. Esta medida de riesgo de mercado, llamado riesgo beta, es la que genera, de acuerdo al modelo, las variaciones de la rentabilidad esperada de los activos. El modelo describe la relación entre el riesgo sistemático y el rendimiento esperado de los activos.

La fórmula es la siguiente:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Donde,

$K_e$  = Costo del capital

$R_f$  = Tasa libre de riesgo

$\beta$  = Beta de la empresa

$R_m$  = Rendimiento de mercado

De la ecuación se desprende la prima de riesgo ( $R_m - R_f$ ), esta es la tasa requerida por un inversor por invertir en acciones en lugar de activos libres de riesgo. El cálculo de la misma varía según los datos y el horizonte de tiempo utilizados. En este caso, para calcular el retorno de mercado, tomamos el rendimiento promedio anual del S&P 500 en el período 01/01/1968-01/01/2018 con un valor promedio de 8,31%<sup>25</sup>.

A su vez, para el cálculo del costo del capital, se tomó como la tasa libre de riesgo los bonos del tesoro americano con vencimiento a 10 años. Al 01/01/2018 la misma era de 2,405%<sup>26</sup>.

Como mencionamos anteriormente, la medida de riesgo de mercado (Beta), es una medida de la volatilidad o riesgo sistemático de un activo o cartera en comparación con todo el mercado o índice de referencia.

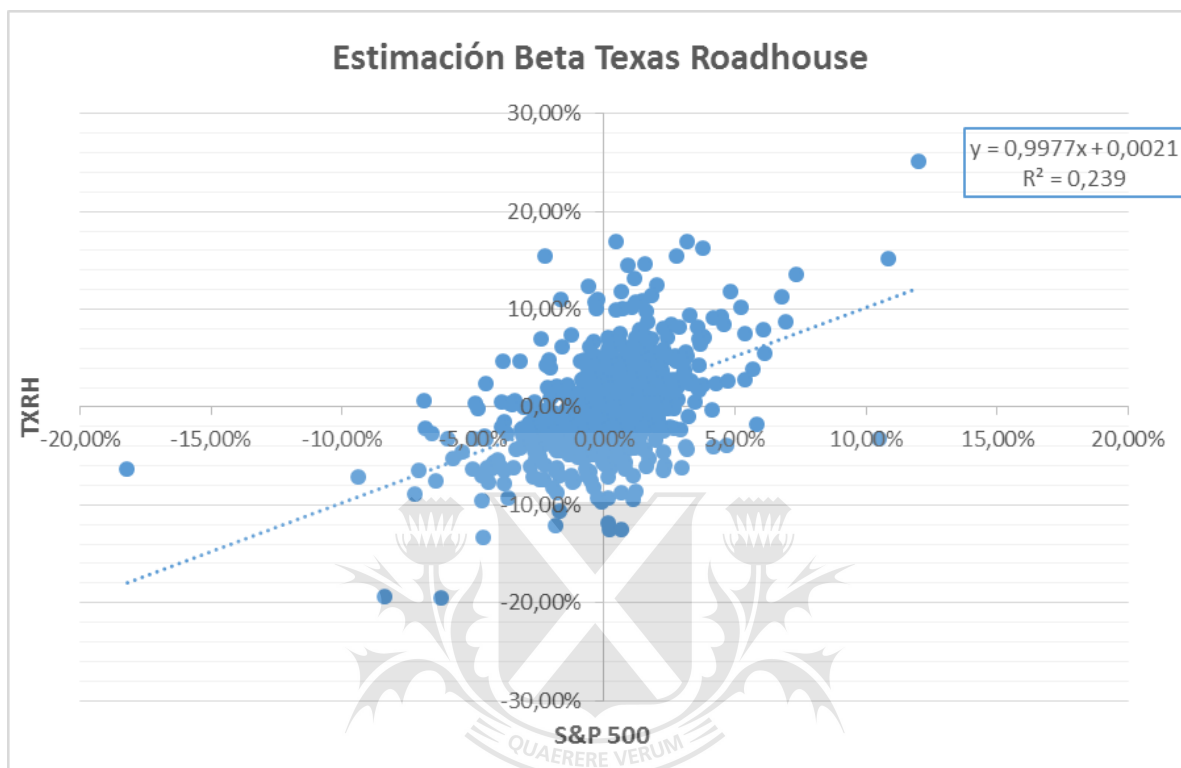
Con el objeto de poder estimarlo, corrimos una regresión comparando los retornos de la acción de Texas Roadhouse sobre el retorno del índice de mercado S&P 500 para los períodos comprendidos entre el 05/10/2004, momento en que comenzó a cotizar la compañía, y el 01/01/2018 <sup>27</sup>.

---

<sup>25</sup> La serie de precios al cierre ajustados del S&P500 se obtuvo de Yahoo Finance, para el período 01/01/1968 – 01/01/2018.

<sup>26</sup> Información obtenida de <https://www.investing.com>

<sup>27</sup> La series de precios al cierre ajustados semanalmente de TXRH y S&P500 se obtuvieron de Yahoo Finance, para el período 05/10/2004 – 01/01/2018.



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo Finance del precio del cierre ajustado semanalmente de la acción TXRH y del índice S&P500 entre las fechas 05/10/2004 y 01/01/2018.

Como se puede observar en el gráfico, el Beta estimado de Texas Roadhouse viene dado por la pendiente de la regresión que es de **0,9977**.

A su vez, se puede calcular de la siguiente manera:

$$\beta = \frac{\text{Covarianza (TXRH;S\&P500)}}{\text{Varianza (S\&P500)}} = \frac{0,0538\%}{0,0540\%} = 0,996$$

Habiendo calculado los parámetros, podemos calcular el costo del capital:

$$K_e = 2,405\% + 0,998 * (8,31\% - 2,405\%) = 8,30\%$$

### 5.1.3. Costo de la deuda

El costo de la deuda de una compañía es la tasa que una empresa debe pagar para financiarse. Esta medida es útil para los inversores ya que les da una idea del nivel de riesgo de la empresa en comparación con otras ya que aquellas más endeudadas tienen mayor riesgo.

Esta tasa es deducible de impuestos por lo que se calcula de la siguiente manera:

$$K_d * (1-T)$$

En el caso de Texas Roadhouse, la compañía obtuvo una línea de crédito en Agosto de 2017 con el sindicato de prestamistas comerciales liderado por JP Morgan Chase Bank, PNC Bank y Wells Fargo Bank. Las condiciones de esta línea le obliga a pagar a la compañía intereses a la tasa Interbancaria de Londres (Libor) más un spread de 2,175%. La tasa libor al 29/12/2017 fue de 2,107%<sup>28</sup> por lo que la tasa del costo de deuda ascendió a 4,28%.

Por otro lado, al tratarse de una línea de crédito revolvente y no una emisión de un bono o un préstamo, comparamos esta tasa con la YTM de un bono de Darden Restaurants, uno de sus principales competidores. Si Texas Roadhouse tuviera la necesidad o quisiera endeudarse con el mercado creemos que lo haría a una tasa muy similar a Darden ya que ambas tienen un buen rating crediticio y muy poca deuda. La cobertura de intereses de esta compañía es de 22,6 la cual es muy alta al igual que la de Texas Roadhouse.

Darden Restaurants cuenta con una emisión de un bono a tasa fija DRI 3,85 con vencimiento el 01/05/2027 y con una YTM de 4,45%<sup>29</sup>. Esta tasa es muy similar a la que obtiene Texas Roadhouse con la línea de crédito por lo que elegimos esta última, 4,28%.

A dicha tasa se le descontaron los impuestos, 15,5%<sup>30</sup> arrojando un resultado de 3,62%.

---

<sup>28</sup> Información obtenida del Banco Central de Argentina.

<sup>29</sup> Bloomberg.

<sup>30</sup> The Texas Roadhouse Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K

Una vez obtenidos el costo del capital y el costo de la deuda calculamos el WACC

$$WACC = 8,30\% * 98,67\% + 3,62\% * 1,33\%$$

El WACC obtenido es de 8,23%.

|                                 |              |
|---------------------------------|--------------|
| Tasa Libre de Riesgo            | 2,41%        |
| Beta                            | 0,998        |
| Retorno de Mercado              | 8,31%        |
| Prima de riesgo                 | 5,91%        |
| <b>Costo del Equity (Ke)</b>    | <b>8,30%</b> |
| Costo de la deuda (Kd)          | 4,28%        |
| <b>Kd*(1-t)=</b>                | <b>3,62%</b> |
| E/E+D                           | 98,67%       |
| D/E+D                           | 1,33%        |
| <b>Tasa de descuento (WACC)</b> | <b>8,23%</b> |



#### 5.1.4. Estimación Flujos de Fondos Libres de la compañía

En esta sección estimamos los flujos de fondos libres a un horizonte temporal de 5 años para los 3 escenarios planteados anteriormente, escenario base, escenario optimista y escenario pesimista.

##### 5.1.4.1. Escenario base

Para poder proyectar los flujos fue necesario realizar hipótesis de las principales variables de impacto para la firma. Para esto tuvimos en cuenta el análisis financiero de la compañía, análisis de la industria, supuestos propios y proyecciones de la gerencia de Texas Roadhouse.

#### Supuestos

##### ➤ Ingresos:

Los ingresos de Texas Roadhouse provienen de la venta de restaurantes propios y del negocio de franquicias. Este último representa menos del 1% de las ventas.

El primer paso para proyectar las ventas de locales propios fue estimar las ventas promedio por local utilizando los 2 drivers que consideramos más relevantes, same store sales y apertura de nuevos locales.

| Variables  | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Same store sales (SSS)                                 | 4,50% | 4,50% | 4,50% | 4,00% | 3,50% | 3,00% |
| Apertura nuevos locales propios                        | 27    | 30    | 30    | 30    | 25    | 20    |
| Cantidad de locales propios                            | 462   | 492   | 522   | 552   | 577   | 597   |
| Ventas promedio por locales propios (en miles de U\$S) | 4.768 | 4.983 | 5.207 | 5.416 | 5.605 | 5.773 |

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar en el cuadro los 2 primeros años se proyectaron same store sales de 4,5% y a partir del 2020 comienzan a desacelerar en la medida que alcanza su madurez hasta llegar a los 3%.

Durante los últimos años la compañía tuvo un SSS superior al de la su competencia y creemos que ese diferencial se mantendrá en los próximos años.

Con respecto a la apertura de nuevos locales la empresa tiene el foco puesto en seguir abriendo al ritmo que lo viene haciendo hace varios años ya que considera que es la principal fuente de crecimiento. A partir del año 2021 estimamos que irán desacelerándose en la medida que la compañía alcance su madurez.

El incremento de las ventas promedio por local fueron calculadas en base al incremento de las SSS. Para calcular las ventas multiplicamos la cantidad de locales por las ventas promedio por local. Dado que la apertura de nuevos locales se realiza durante todo el año consideramos que cada restaurant nuevo contribuye la mitad de ventas promedio para el año en análisis.

Con respecto al negocio de las franquicias, tomamos el promedio de los últimos 5 años de los ingresos con respecto a las ventas para poder proyectarlos. El ratio utilizado fue de 0,84% de las ventas.

- **Costos y gastos**

Los costos se proyectaron a un ratio de 87% del total de los ingresos. Dicho ratio se obtuvo del promedio de los costos con respecto a los ingresos de los últimos 5 años.

- **Depreciaciones & Amortizaciones**

Las D&A se proyectaron a un ratio de 4% del total de los ingresos. Dicho ratio se obtuvo del promedio de las D&A con respecto a los ingresos de los últimos 5 años.

- **Impuesto a las ganancias**

El impuesto a las ganancias efectivo del período 2017 fue del 26,1%<sup>31</sup> pero debido a una reducción de los impuestos corporativos impulsada por la presidencia de Donald Trump la gerencia estima que a partir del 2018 la tasa efectiva rondará los 15% - 16%. La tasa que estimamos fue de 15,5%.

---

<sup>31</sup> The Texas Roadhouse Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K.

- **Variación del capital de trabajo**

Para proyectar la variación del capital de trabajo calculamos la proporción del capital de trabajo sobre las ventas. Para ello tomamos el capital de trabajo y las ventas promedio desde 2015 a 2017, arrojando un resultado de 1,11%. Estimamos que esta proporción se va a mantener estable durante los próximos años.

- **Capex**

Según las proyecciones de la gerencia para el 2018 los gastos de inversión en bienes y equipamiento van a rondar los U\$S 165 MM- U\$S 175 MM por los locales nuevos. Para proyectar los gastos futuros estimamos una inversión de U\$S 170 MM para abrir 30 locales nuevos por lo que la inversión por local asciende a U\$S 5.6 MM. Suponemos que este valor va a ir incrementando por inflación un 2% anual.

- **Valor terminal**

Para poder estimar el valor terminal se tomó un crecimiento a perpetuidad de 2,5%, menor al crecimiento promedio de la economía de Estados Unidos ya que consideramos que va a haber una desaceleración en el crecimiento en el mediano plazo y debido a que la compañía irá desacelerando su crecimiento en la medida que alcance su madurez.

Una vez proyectados los flujos de fondo calculamos el valor terminal de Texas Roadhouse.

$$VT = \frac{FFL_{2022} * (1 + g)}{WACC - g}$$

$$VT = \frac{235.051 * (1 + 2,5\%)}{6,59\% - 2,5\%} = 5.897.781$$

Finalmente, descontamos los flujos de fondos a la tasa de descuento obtenida (WACC) y eso nos arrojó el Enterprise Value de la compañía. En el cuadro siguiente se pueden observar los resultados:

**Flujos de Fondos Libres de la Firma (Miles de U\$S)**

| Actividades operativas                              | 2017           | 2018E          | 2019E          | 2020E          | 2021E          | 2022E          |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Ventas  | 2.219.531      | 2.396.864      | 2.662.253      | 2.932.574      | 3.190.648      | 3.417.357      |
| Costos de Ventas                                    | 1.939.826      | 2.094.811      | 2.326.756      | 2.563.011      | 2.788.563      | 2.986.702      |
| <b>EBITDA</b>                                       | <b>279.705</b> | <b>302.052</b> | <b>335.497</b> | <b>369.563</b> | <b>402.085</b> | <b>430.655</b> |
| Depreciaciones y amortizaciones                     | 93.499         | 95.875         | 106.490        | 117.303        | 127.626        | 136.694        |
| <b>EBIT</b>   | <b>186.206</b> | <b>206.178</b> | <b>229.007</b> | <b>252.260</b> | <b>274.459</b> | <b>293.961</b> |
| Impuesto a las ganancias                            | 48.581         | 31.958         | 35.496         | 39.100         | 42.541         | 45.564         |
| <b>NOPAT</b>  | <b>131.526</b> | <b>174.220</b> | <b>193.511</b> | <b>213.159</b> | <b>231.918</b> | <b>248.397</b> |
| Variación de capital de trabajo                     | 13.797         | -8.618         | 2.946          | 3.001          | 2.865          | 2.516          |
| Depreciaciones y amortizaciones                     | 93.499         | 95.875         | 106.490        | 117.303        | 127.626        | 136.694        |
| <b>Flujo de efectivo por actividades operativas</b> |                | <b>261.477</b> | <b>302.946</b> | <b>333.463</b> | <b>362.409</b> | <b>387.607</b> |

| Actividades de inversión                              | 2017           | 2018E          | 2019E          | 2020E          | 2021E          | 2022E          |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Inversión en bienes y equipamiento                    | 109.626        | 170.000        | 173.400        | 176.868        | 150.338        | 122.676        |
| Adquisición de franquicias                            | 16.528         | -              | -              | -              | -              | -              |
| <b>Flujo de efectivo por actividades de inversión</b> | <b>128.171</b> | <b>170.000</b> | <b>173.400</b> | <b>176.868</b> | <b>150.338</b> | <b>122.676</b> |

|  |  |                |                |                |                |                |
|--|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Flujos de fondos libres para la firma</b> |  | <b>108.713</b> | <b>123.655</b> | <b>150.594</b> | <b>206.341</b> | <b>259.899</b> |
|--|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|

|                       |                  |
|-----------------------|------------------|
| <b>Valor Terminal</b> | <b>4.645.901</b> |
|-----------------------|------------------|

|                         |                  |
|-------------------------|------------------|
| <b>Enterprise Value</b> | <b>3.777.998</b> |
|-------------------------|------------------|

Fuente: Elaboración propia

Una vez obtenido el Enterprise Value procedimos a calcular el valor del Equity y el precio por acción.

$$Equity = Enterprise Value - Deuda + Caja$$

| Escenario Base                         |                  |
|--|------------------|
| Enterprise Value                       | 3.777.998        |
| Deuda                                  | 51.981           |
| Caja                                   | 150.918          |
| <b>Valor del Equity (Miles de USD)</b> | <b>3.876.935</b> |
| Cantidad de acciones (Miles)           | 71.169           |
| <b>Precio por acción (U\$S)</b>        | <b>54,48</b>     |

#### 5.1.4.2. Escenario Optimista

En este escenario se asume que la empresa tuvo un desempeño mejor al esperado, sobrecumpliendo las estimaciones de ciertas variables clave que planteamos en el escenario base.

#### **Supuestos**

##### ➤ **Ingresos:**

| <b>Variables</b>                                       | <b>2017</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> |
|--|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Same store sales (SSS)                                 | 4,50%       | 4,50%        | 4,50%        | 4,50%        | 4,00%        | 3,50%        |
| Apertura nuevos locales propios                        | 27          | 35           | 35           | 30           | 25           | 20           |
| Cantidad de locales propios                            | 462         | 497          | 532          | 562          | 587          | 607          |
| Ventas promedio por locales propios (en miles de U\$S) | 4.804       | 5.020        | 5.246        | 5.482        | 5.702        | 5.901        |

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar en el cuadro los 3 primeros años se proyectaron same store sales de 4,5% y a partir del 2021 comienzan a desacelerar en la medida que alcanza su madurez hasta llegar a los 3,5%. Se espera un incremento en las aperturas de nuevos locales para el 2018 y 2019 pero luego comienzan a desacelerar a medida que Texas Roadhouse alcanza su madurez.

- **Costos y gastos**

Los costos se proyectaron a un ratio de 86% del total de los ingresos, un porcentaje menor al considerado en los otros escenarios ya que suponemos que los salarios van a ir aumentando a menor ritmo que el resto de los costos.

- **Depreciaciones & Amortizaciones**

Las D&A se proyectaron a un ratio de 4% del total de los ingresos. Dicho ratio se obtuvo del promedio de las D&A con respecto a los ingresos de los últimos 5 años.

- **Impuesto a las ganancias**

El impuesto a las ganancias efectivo del período 2017 fue del 26,1%<sup>32</sup> pero debido a una reducción de los impuestos corporativos impulsada por la presidencia de Donald Trump la gerencia estima que a partir del 2018 la tasa efectiva rondará los 15% - 16%. La tasa que estimamos fue de 15,5%.

- **Variación del capital de trabajo**

Para proyectar la variación del capital de trabajo calculamos la proporción del capital de trabajo sobre las ventas. Para ello tomamos el capital de trabajo y las ventas promedio desde 2015 a 2017, arrojando un resultado de 1,11%. Estimamos que esta proporción se va a mantener estable durante los próximos años.

- **Capex**

Según las proyecciones de la gerencia para el 2018 los gastos de inversión en bienes y equipamiento van a rondar los U\$S 165 MM- U\$S 175 MM por los locales nuevos. Para proyectar los gastos futuros estimamos una inversión de U\$S 170 MM para abrir 30 locales nuevos por lo que la inversión por local asciende a U\$S 5.6 MM. Suponemos que este valor va a ir incrementando por inflación un 2% anual.

- **Valor terminal**

Para poder estimar el valor terminal se tomó un crecimiento a perpetuidad de 3%.

---

<sup>32</sup> The Texas Roadhouse Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K.

En el siguiente gráfico se pueden observar los resultados:

**Flujos de Fondos Libres de la Firma (Miles de U\$S)**

| Actividades operativas                              | 2017           | 2018E          | 2019E          | 2020E          | 2021E          | 2022E          |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Ventas  | 2.219.531      | 2.427.487      | 2.721.887      | 3.024.045      | 3.303.120      | 3.552.622      |
| Costos de Ventas                                    | 1.939.826      | 2.097.373      | 2.351.737      | 2.612.804      | 2.853.928      | 3.069.500      |
| <b>EBITDA</b>                                       | <b>279.705</b> | <b>330.115</b> | <b>370.150</b> | <b>411.241</b> | <b>449.192</b> | <b>483.122</b> |
| Depreciaciones y amortizaciones                     | 93.499         | 97.099         | 108.875        | 120.962        | 132.125        | 142.105        |
| <b>EBIT</b>   | <b>186.206</b> | <b>233.015</b> | <b>261.275</b> | <b>290.279</b> | <b>317.067</b> | <b>341.017</b> |
| Impuesto a las ganancias                            | 48.581         | 36.117         | 40.498         | 44.993         | 49.145         | 52.858         |
| <b>NOPAT</b>  | <b>131.526</b> | <b>196.898</b> | <b>220.777</b> | <b>245.286</b> | <b>267.922</b> | <b>288.159</b> |
| Variación de capital de trabajo                     | 13.797         | -8.278         | 3.268          | 3.354          | 3.098          | 2.769          |
| Depreciaciones y amortizaciones                     | 93.499         | 97.099         | 108.875        | 120.962        | 132.125        | 142.105        |
| <b>Flujo de efectivo por actividades operativas</b> |                | <b>285.719</b> | <b>332.920</b> | <b>369.601</b> | <b>403.144</b> | <b>433.034</b> |

| Actividades de inversión                              | 2017           | 2018E          | 2019E          | 2020E          | 2021E          | 2022E          |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Inversión en bienes y equipamiento                    | 109.626        | 198.333        | 202.300        | 176.868        | 150.338        | 122.676        |
| Adquisición de franquicias                            | 16.528         | -              | -              | -              | -              | -              |
| <b>Flujo de efectivo por actividades de inversión</b> | <b>128.171</b> | <b>198.333</b> | <b>202.300</b> | <b>176.868</b> | <b>150.338</b> | <b>122.676</b> |

|  |                |                |                |                |                |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Flujos de fondos libres para la firma</b> | <b>103.942</b> | <b>124.085</b> | <b>186.026</b> | <b>246.611</b> | <b>304.819</b> |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|

|                       |                  |
|-----------------------|------------------|
| <b>Valor Terminal</b> | <b>5.998.535</b> |
|-----------------------|------------------|

|                         |                  |
|-------------------------|------------------|
| <b>Enterprise Value</b> | <b>4.772.160</b> |
|-------------------------|------------------|

Fuente: Elaboración Propia

| Escenario Optimista                    |                  |
|--|------------------|
| Enterprise Value                       | 4.772.160        |
| Deuda                                  | 51.981           |
| Caja                                   | 150.918          |
| <b>Valor del Equity (Miles de USD)</b> | <b>4.871.097</b> |
| Cantidad de acciones (Miles)           | 71.169           |
| <b>Precio por acción (U\$S)</b>        | <b>68,44</b>     |

### 5.1.4.3. Escenario Pesimista

En este escenario se asume que la empresa tuvo un desempeño peor al esperado por la gerencia, analistas y por nosotros.

#### **Supuestos**

➤ **Ingresos:**

| Variables  | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Same store sales (SSS)                                 | 4,50% | 3,50% | 3,00% | 2,50% | 2,00% | 1,50% |
| Apertura nuevos locales propios                        | 27    | 25    | 25    | 20    | 15    | 15    |
| Cantidad de locales propios                            | 462   | 487   | 512   | 532   | 547   | 562   |
| Ventas promedio por locales propios (en miles de U\$S) | 4.804 | 4.972 | 5.121 | 5.250 | 5.355 | 5.435 |

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar en el cuadro el primer año se proyectó same store sales de 3,5% y a partir del 2019 comienzan a desacelerar en la medida que alcanza su madurez hasta llegar a 1,5%.

A pesar de la magnitud en la desaceleración de este ratio creemos que va a seguir manteniendo un spread significativo en comparación a la competencia.

Con respecto a las aperturas de nuevos locales, estimamos aperturas menores a las esperadas con una caída a partir del 2020 ya que consideramos que la empresa va a ir alcanzando su madurez.

- **Costos y gastos**

Los costos se proyectaron a un ratio de 88% del total de los ingresos, un porcentaje mayor al considerado en los otros escenarios ya que creemos que los salarios van a ir aumentando más aceleradamente.



- **Depreciaciones & Amortizaciones**

Las D&A se proyectaron a un ratio de 4% del total de los ingresos. Dicho ratio se obtuvo del promedio de las D&A con respecto a los ingresos de los últimos 5 años.

- **Impuesto a las ganancias**

El impuesto a las ganancias efectivo del período 2017 fue del 26,1%<sup>33</sup> pero debido a una reducción de los impuestos corporativos impulsada por la presidencia de Donald Trump la gerencia estima que a partir del 2018 la tasa efectiva rondará los 15% - 16%. La tasa que estimamos fue de 15,5%.

- **Variación del capital de trabajo**

Para proyectar la variación del capital de trabajo calculamos la proporción del capital de trabajo sobre las ventas. Para ello tomamos el capital de trabajo y las ventas promedio desde 2015 a 2017, arrojando un resultado de 1,11%. Estimamos que esta proporción se va a mantener estable durante los próximos años.

- **Capex**

Según las proyecciones de la gerencia para el 2018 los gastos de inversión en bienes y equipamiento van a rondar los U\$S 165 MM- U\$S 175 MM por los locales nuevos. Para proyectar los gastos futuros estimamos una inversión de U\$S 170 MM para abrir 30 locales nuevos por lo que la inversión por local asciende a U\$S 5.6 MM. Suponemos que este valor va a ir incrementando por inflación un 2% anual.

- **Valor terminal**

Para poder estimar el valor terminal se tomó un crecimiento a perpetuidad de 2%.

---

<sup>33</sup> The Texas Roadhouse Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K.

En el siguiente gráfico se pueden observar los resultados:

**Flujos de Fondos Libres de la Firma (Miles de U\$S)**

| Actividades operativas                                | 2017           | 2018E            | 2019E          | 2020E          | 2021E          | 2022E          |
|---|----------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Ventas  | 2.219.531      | 2.379.187        | 2.579.676      | 2.763.274      | 2.913.031      | 3.038.934      |
| Costos de Ventas                                      | 1.939.826      | 2.103.225        | 2.280.459      | 2.442.762      | 2.575.148      | 2.686.447      |
| <b>EBITDA</b>   | <b>279.705</b> | <b>275.963</b>   | <b>299.217</b> | <b>320.513</b> | <b>337.883</b> | <b>352.487</b> |
| Depreciaciones y amortizaciones                       | 93.499         | 95.167           | 103.187        | 110.531        | 116.521        | 121.557        |
| <b>EBIT</b>   | <b>186.206</b> | <b>180.795</b>   | <b>196.030</b> | <b>209.982</b> | <b>221.362</b> | <b>230.929</b> |
| Impuesto a las ganancias                              | 48.581         | 28.023           | 30.385         | 32.547         | 34.311         | 35.794         |
| <b>NOPAT</b>  | <b>131.526</b> | <b>152.772</b>   | <b>165.646</b> | <b>177.435</b> | <b>187.051</b> | <b>195.135</b> |
| Variación de capital de trabajo                       | 13.797         | -8.814           | 2.225          | 2.038          | 1.662          | 1.398          |
| Depreciaciones y amortizaciones                       | 93.499         | 95.167           | 103.187        | 110.531        | 116.521        | 121.557        |
| <b>Flujo de efectivo por actividades operativas</b>   |                | <b>239.125</b>   | <b>271.058</b> | <b>290.004</b> | <b>305.234</b> | <b>318.090</b> |
| Actividades de inversión                              | 2017           | 2018E            | 2019E          | 2020E          | 2021E          | 2022E          |
| Inversión en bienes y equipamiento                    | 109.626        | 141.667          | 144.500        | 117.912        | 90.203         | 92.007         |
| Adquisición de franquicias                            | 16.528         | -                | -              | -              | -              | -              |
| <b>Flujo de efectivo por actividades de inversión</b> | <b>128.171</b> | <b>141.667</b>   | <b>144.500</b> | <b>117.912</b> | <b>90.203</b>  | <b>92.007</b>  |
| <b>Flujos de fondos libres para la firma</b>          |                | <b>115.087</b>   | <b>122.107</b> | <b>168.016</b> | <b>211.707</b> | <b>223.288</b> |
| <b>Valor Terminal</b>                                 |                | <b>3.653.416</b> |                |                |                |                |
| <b>Enterprise Value</b>                               |                | <b>3.107.370</b> |                |                |                |                |

Fuente: Elaboración Propia

| Escenario Pesimista                    |                  |
|--|------------------|
| Enterprise Value                       | 3.107.370        |
| Deuda                                  | 51.981           |
| Caja                                   | 150.918          |
| <b>Valor del Equity (Miles de USD)</b> | <b>3.206.307</b> |
| Cantidad de acciones (Miles)           | 71.169           |
| <b>Precio por acción (U\$S)</b>        | <b>45,05</b>     |

## 5.2. Valuación por Múltiplos

Una vez realizada la valuación por Flujos de Fondos Descontados se realizó una valuación complementaria para poder comparar los resultados obtenidos y así lograr un análisis más preciso.

El método utilizado fue la valuación por múltiplos o dicho de otra manera, una valuación relativa. Esto quiere decir que el valor de un activo es comparado con el valor que el mercado le asigna a activos similares. Es un método de análisis comparable que busca valorar compañías similares utilizando las mismas métricas financieras.

La idea detrás de dicho análisis es que cuando las empresas son comparables los múltiplos se pueden utilizar para determinar el valor de una empresa en función del valor de otra. Es por esto que es de suma importancia la selección de las empresas comparables. Las mismas deben tener características similares como competir en el mismo negocio, potencial crecimiento, cantidad de ventas, ratios financieros, riesgo, entre otros.

Las empresas que seleccionamos para este análisis son las que detallamos en la sección de Análisis de Industria ya que consideramos que tienen características similares y que compiten en el mismo segmento de negocio.

Una vez seleccionadas las empresas procedimos a elegir los múltiplos a utilizar. En este caso seleccionamos el múltiplo de Enterprise Value/EBITDA (EV/EBITDA). Este ratio suele ser muy utilizado ya que permite la comparación directa de distintas empresas, independientemente de su estructura de capital. Por otro lado, seleccionamos el múltiplo Enterprise Value/Sales (EV/SALES). Esta es una medida que compara el valor de la empresa con sus ventas. Por último, elegimos el PER o Price Earnings Ratio. Este último, mide el precio de la acción en base al beneficio por acción. Este indicador permite conocer si una acción está sobrevalorada o subvaluada. Generalmente, empresas con un alto P/E son empresas con altas expectativas de crecimiento de los beneficios a futuro.

Los ratios que utilizamos para comparar a Texas Roadhouse con la competencia fueron:

- Margen EBITDA
- Margen operativo (EBIT)
- Same Store Sales (SSS)
- ROA
- Tasa anual compuesta de crecimiento de las ventas a 5 años

### **Múltiplos de compañías comparables**

| Compañía                    | Margen EBITDA | Margen operativo (EBIT) | SSS          | ROA          | CAGR ventas 5 AÑOS | Múltiplo EV/EBITDA | Múltiplo EV/SALES | Múltiplo P/E |
|-----------------------------|---------------|-------------------------|--------------|--------------|--------------------|--------------------|-------------------|--------------|
| The Cheesecake Factory, Inc | 11%           | 7%                      | -0,80%       | 11,99%       | 4,74%              | 9,29               | 1,01              | 17,71        |
| Brinker International, Inc  | 13%           | 8%                      | -2,30%       | 10,45%       | 2,50%              | 8,69               | 1,09              | 14,28        |
| Darden Restaurants, Inc     | 13%           | 9%                      | 2,60%        | 9,50%        | 4,90%              | 12,36              | 1,75              | 24,62        |
| Bloomin' Brands, Inc        | 9%            | 5%                      | 1,80%        | 3,84%        | 0,49%              | 9,13               | 0,73              | 26,68        |
| <b>Promedio</b>             | <b>12%</b>    | <b>7%</b>               | <b>0,33%</b> | <b>8,95%</b> | <b>3,16%</b>       | <b>9,87</b>        | <b>1,15</b>       | <b>20,82</b> |
| Texas Roadhouse, Inc        | 13%           | 8%                      | 4,50%        | 10,48%       | 11,75%             | 9-13x              | 1-2x              | 21-29x       |

Fuente: Elaboración propia en base a estimaciones hechas de los F10-K de los años fiscales 2013-2017 y Morningstar

#### 5.2.1. Valuación por Enterprise Value/Ebitda

Para realizar la valuación por este múltiplo se utilizó el EBITDA proyectado a 2018 en la valuación a través del descuento de flujo de fondos. El rango de EBITDA utilizado fue de U\$S 270 MM –U\$S 330 MM, correspondiente a los valores proyectados en los escenarios pesimista y optimista; y el del múltiplo en el rango 9-13x.

En el cuadro siguiente se puede observar la matriz de sensibilidad para los múltiplos y EBITDA mencionados anteriormente. Al multiplicar el múltiplo por el EBITDA obtuvimos los distintos valores de la firma. A estos valores le restamos la deuda y le sumamos la caja y de esta forma obtuvimos los valores del equity.

|                    |     | EV/EBITDA |       |       |       |       |
|--------------------|-----|-----------|-------|-------|-------|-------|
|                    |     | 9         | 10    | 11    | 12    | 13    |
| EBITDA (Mill U\$S) | 270 | 2.529     | 2.799 | 3.069 | 3.339 | 3.609 |
|                    | 280 | 2.619     | 2.899 | 3.179 | 3.459 | 3.739 |
|                    | 290 | 2.709     | 2.999 | 3.289 | 3.579 | 3.869 |
|                    | 300 | 2.799     | 3.099 | 3.399 | 3.699 | 3.999 |
|                    | 310 | 2.889     | 3.199 | 3.509 | 3.819 | 4.129 |
|                    | 320 | 2.979     | 3.299 | 3.619 | 3.939 | 4.259 |
|                    | 330 | 3.069     | 3.399 | 3.729 | 4.059 | 4.389 |

Fuente: Elaboración propia en base a estimaciones hechas de los F10-K de los años fiscales 2013-2017 y Morningstar

Al dividir el valor de la firma por la cantidad de acciones en circulación obtuvimos el precio de la acción en U\$S.

|                    |     | EV/EBITDA |       |       |       |       |
|--------------------|-----|-----------|-------|-------|-------|-------|
|                    |     | 9         | 10    | 11    | 12    | 13    |
| EBITDA (Mill U\$S) | 270 | 35,53     | 39,33 | 43,12 | 46,92 | 50,71 |
|                    | 280 | 36,80     | 40,73 | 44,67 | 48,60 | 52,54 |
|                    | 290 | 38,06     | 42,14 | 46,21 | 50,29 | 54,36 |
|                    | 300 | 39,33     | 43,54 | 47,76 | 51,97 | 56,19 |
|                    | 310 | 40,59     | 44,95 | 49,30 | 53,66 | 58,02 |
|                    | 320 | 41,86     | 46,35 | 50,85 | 55,35 | 59,84 |
|                    | 330 | 43,12     | 47,76 | 52,40 | 57,03 | 61,67 |

Fuente: Elaboración propia en base a estimaciones hechas de los F10-K de los años fiscales 2013-2017 y Morningstar

Como podemos observar en ambos cuadros, el valor de la firma se encuentra en el rango U\$S 2.529 MM – U\$S 4.389 MM y los precios por acción entre los rangos U\$S 35,53 – U\$S 61,67.

### 5.2.2. Valuación por Enterprise Value/Sales

Para realizar la valuación por el múltiplo Ev/Sales se utilizaron las ventas proyectadas en la valuación por DCF para 2018. El rango de ventas utilizado fue de U\$S 2.370 MM –U\$S 2.430 MM, correspondiente a los valores proyectados en los escenarios pesimista y optimista; y el del múltiplo en el rango 1-2x.

Para calcular el valor de la firma multiplicamos el múltiplo por las ventas, luego le restamos la deuda y le sumamos la caja y de esta manera obtuvimos el valor del equity.

|                    |       | EV/SALES |       |       |       |       |
|--------------------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|
|                    |       | 1        | 1,25  | 1,5   | 1,75  | 2     |
| Ventas (Mill U\$S) | 2.370 | 2.469    | 3.061 | 3.654 | 4.246 | 4.839 |
|                    | 2.380 | 2.479    | 3.074 | 3.669 | 4.264 | 4.859 |
|                    | 2.390 | 2.489    | 3.086 | 3.684 | 4.281 | 4.879 |
|                    | 2.400 | 2.499    | 3.099 | 3.699 | 4.299 | 4.899 |
|                    | 2.410 | 2.509    | 3.111 | 3.714 | 4.316 | 4.919 |
|                    | 2.420 | 2.519    | 3.124 | 3.729 | 4.334 | 4.939 |
|                    | 2.430 | 2.529    | 3.136 | 3.744 | 4.351 | 4.959 |

Fuente: Elaboración propia en base a estimaciones hechas de los F10-K de los años fiscales 2013-2017 y Morningstar

Al dividir el valor de la firma por la cantidad de acciones en circulación obtuvimos el precio de la acción en U\$S.

|                    |       | EV/SALES |       |       |       |       |
|--------------------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|
|                    |       | 1        | 1,25  | 1,5   | 1,75  | 2     |
| Ventas (Mill U\$S) | 2.370 | 34,69    | 43,02 | 51,34 | 59,67 | 67,99 |
|                    | 2.380 | 34,83    | 43,19 | 51,55 | 59,91 | 68,27 |
|                    | 2.390 | 34,97    | 43,37 | 51,76 | 60,16 | 68,55 |
|                    | 2.400 | 35,11    | 43,54 | 51,97 | 60,40 | 68,84 |
|                    | 2.410 | 35,25    | 43,72 | 52,18 | 60,65 | 69,12 |
|                    | 2.420 | 35,39    | 43,89 | 52,40 | 60,90 | 69,40 |
|                    | 2.430 | 35,53    | 44,07 | 52,61 | 61,14 | 69,68 |

Fuente: Elaboración propia en base a estimaciones hechas de los F10-K de los años fiscales 2013-2017 y Morningstar

De acuerdo a los resultados que arrojan ambos cuadros, el valor de la firma se encuentra en el rango U\$S 2.469 MM – U\$S 4.959 MM y los precios por acción entre los rangos U\$S 34,69 – U\$S 69,68.

### 5.2.3. Valuación por Price Earnings Ratio (PER)

Para realizar la valuación por el múltiplo P/E se utilizaron los beneficios por acción obtenidos en la proyección de flujos de fondo para 2018. El rango utilizado fue de 2,20 –2,80, correspondiente a los valores proyectados en los escenarios pesimista y optimista; y el del múltiplo en el rango 21-29x. Elegimos el rango por encima del valor promedio de la competencia ya que si lo comparamos, éste es bastante mayor debido a que es una empresa que se encuentra en pleno crecimiento y tiene altos márgenes y una muy buena rentabilidad.

Para calcular el valor por acción multiplicamos el múltiplo de Price Earnings (P/E) por el beneficio por acción o earning per share (EPS).

|     |      | P/E   |       |       |       |       |
|-----|------|-------|-------|-------|-------|-------|
|     |      | 21    | 23    | 25    | 27    | 29    |
| EPS | 2,20 | 46,20 | 50,60 | 55,00 | 59,40 | 63,80 |
|     | 2,30 | 48,30 | 52,90 | 57,50 | 62,10 | 66,70 |
|     | 2,40 | 50,40 | 55,20 | 60,00 | 64,80 | 69,60 |
|     | 2,50 | 52,50 | 57,50 | 62,50 | 67,50 | 72,50 |
|     | 2,60 | 54,60 | 59,80 | 65,00 | 70,20 | 75,40 |
|     | 2,70 | 56,70 | 62,10 | 67,50 | 72,90 | 78,30 |
|     | 2,80 | 58,80 | 64,40 | 70,00 | 75,60 | 81,20 |

Fuente: Elaboración propia en base a estimaciones hechas de los F10-K de los años fiscales 2013-2017 y Morningstar

Una vez obtenido el valor por acción lo multiplicamos por la cantidad de acciones en circulación:

|     |      | P/E   |       |       |       |       |
|-----|------|-------|-------|-------|-------|-------|
|     |      | 21    | 23    | 25    | 27    | 29    |
| EPS | 2,20 | 3.288 | 3.601 | 3.914 | 4.227 | 4.541 |
|     | 2,30 | 3.437 | 3.765 | 4.092 | 4.420 | 4.747 |
|     | 2,40 | 3.587 | 3.929 | 4.270 | 4.612 | 4.953 |
|     | 2,50 | 3.736 | 4.092 | 4.448 | 4.804 | 5.160 |
|     | 2,60 | 3.886 | 4.256 | 4.626 | 4.996 | 5.366 |
|     | 2,70 | 4.035 | 4.420 | 4.804 | 5.188 | 5.573 |
|     | 2,80 | 4.185 | 4.583 | 4.982 | 5.380 | 5.779 |

Fuente: Elaboración propia en base a estimaciones hechas de los F10-K de los años fiscales 2013-2017 y Morningstar

Como podemos observar en ambos cuadros, el valor de la firma se encuentra en el rango U\$S 3.288 MM – U\$S 5.779 MM y los precios por acción entre los rangos U\$S 46,20 – U\$S 81,20.

## 6. Conclusión

Una vez realizadas las valuaciones podemos concluir que los valores obtenidos dependen considerablemente de la metodología utilizada para valuar y todos los supuestos utilizados.

La valuación por flujos de fondos descontados varía significativamente dependiendo de los supuestos utilizados y como se realice la proyección de los flujos. En este caso concluimos que los valores del equity se encuentran ubicados entre 3.206 millones de dólares y 4.871 millones de dólares para los casos pesimista y optimista respectivamente. El valor del equity en el escenario base fue de 3.877 millones de dólares.

Con respecto al valor de las acciones, estos se encuentran ubicados entre los rangos U\$S 45,05 para el escenario pesimista y U\$S 68,44 para el optimista. El valor obtenido en el escenario base fue de U\$S 54,48.

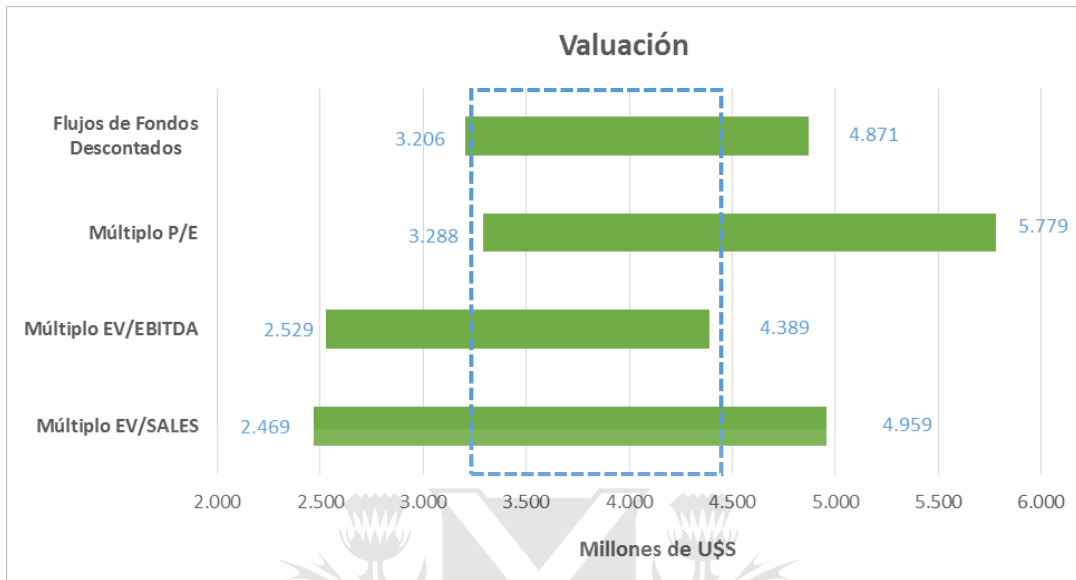
La valuación mediante el múltiplo EV/EBITDA tiene un rango más acotado que oscila entre los 2.529 y 4.389 millones de dólares, mientras que el precio por acción se ubica en el rango U\$S 35,53 – U\$S 61,67.

A diferencia del múltiplo anterior, el valor del equity utilizando la valuación con el múltiplo EV/SALES tiene un rango más amplio que se encuentra entre los 2.469 y 4.959 millones de dólares. El precio de las acciones se encuentra en el rango U\$S 34,69 – U\$S 69,68.

Por último, la valuación a través del PER nos dio como resultado un rango entre los 3.288 y 5.779 millones de dólares y un rango de precio por acción de U\$S 46,20 – U\$S 81,20.

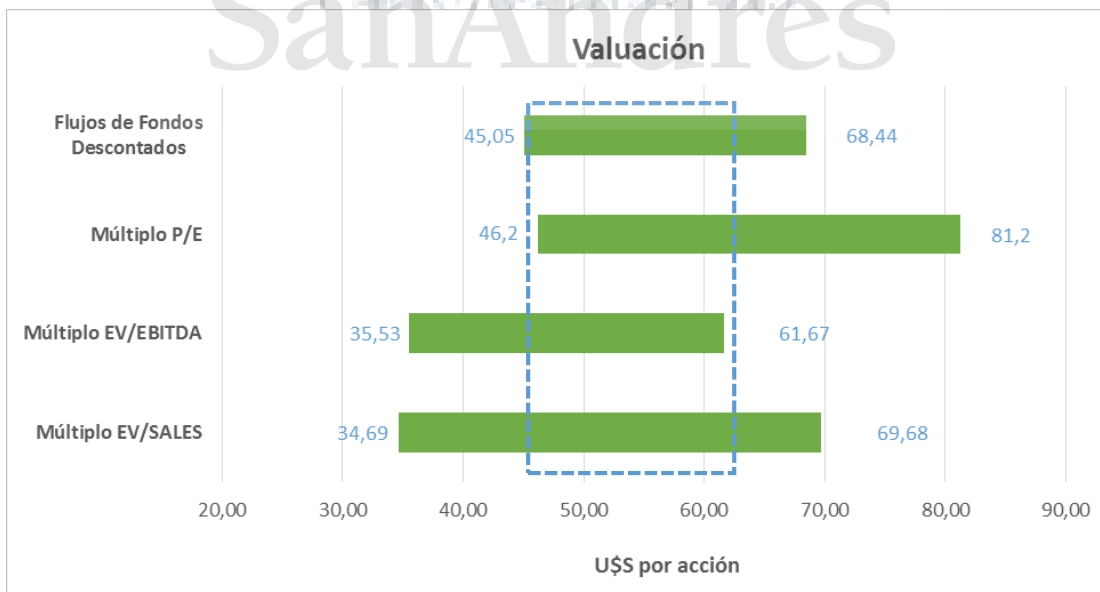
En el siguiente cuadro se puede observar un resumen de los valores del equity obtenido a través de las distintas valuaciones.





Fuente: Elaboración propia

Podemos concluir que entre el margen inferior de la valuación por el múltiplo P/E y el margen superior de la valuación por el múltiplo EV/EBITDA los 4 métodos coinciden en la valuación por lo que consideramos que Texas Roadhouse tiene un valor entre los rangos U\$ 3.288 MM – U\$ 4.389 MM y de U\$ 46,20 – U\$ 61,67 por acción.



Fuente: Elaboración Propia

## 7. Anexos

### Anexo I: Estado de Resultados Consolidado<sup>34</sup>

**Texas Roadhouse, Inc.**  
**Estado de Resultados Consolidado**  
(en miles, excepto datos por acción)

|   | 2017             | 2016             | 2015             |
|---|------------------|------------------|------------------|
| <b>Estado de Resultados Consolidado:</b>  |                  |                  |                  |
| Ingresos:   |                  |                  |                  |
| Venta de restaurantes   | 2.203.017        | 1.974.261        | 1.791.446        |
| Derechos de franquicia y honorarios   | 16.514           | 16.453           | 15.922           |
| <b>Ingresos Totales</b>   | <b>2.219.531</b> | <b>1.990.714</b> | <b>1.807.368</b> |
| Costos y gastos:  |                  |                  |                  |
| <i>(Como porcentaje ventas de restaurantes)</i>   |                  |                  |                  |
| Costos operativos del restaurante (excluyendo depreciación y amortización mostrados por separado a continuación): |                  |                  |                  |
| El costo de ventas  | 721.55           | 669.203          | 644.001          |
| Labor   | 687.545          | 590.256          | 524.203          |
| Alquilar  | 44.807           | 40.580           | 37.183           |
| Otros operativos  | 342.702          | 305.29           | 275.296          |
| Pre-apertura  | 19.274           | 19.547           | 19.116           |
| Depreciación y amortización   | 93.499           | 82.964           | 69.694           |
| Deterioro y cierre  | 654              | 179              | 974              |
| General y administrativo  | 123.294          | 110.795          | 92.336           |
| <b>Total de costos y gastos</b>   | <b>2.033.325</b> | <b>1.818.814</b> | <b>1.662.803</b> |
| Ingresos por operaciones (EBIT)   | 186.206          | 171.9            | 144.565          |
| Gastos por intereses, neto  | 1.577            | 1.255            | 1.959            |
| Ingresos patrimoniales de inversiones en filiales no consolidadas.  | -1.488           | -1.111           | -1.641           |
| <b>Ingresos antes de impuestos (EBT)</b>  | <b>186.117</b>   | <b>171.756</b>   | <b>144.247</b>   |
| Provisión para impuestos sobre la renta   | 48.581           | 51.183           | 42.986           |
| <b>Ingreso neto incluyendo intereses no controlados</b>   | <b>137.536</b>   | <b>120.573</b>   | <b>101.261</b>   |
| Utilidad neta atribuible a intereses no controlados.  | 6.01             | 4.975            | 4.367            |
| <b>Ingreso neto atribuible a Texas Roadhouse, Inc. y subsidiarias</b>   | <b>131.526</b>   | <b>115.598</b>   | <b>96.894</b>    |
| <b>Ingreso neto por acción ordinaria:</b>   |                  |                  |                  |
| Básico  | 1,85             | 1,64             | 1,38             |
| Diluido   | 1,84             | 1,63             | 1,37             |
| <b>Promedio ponderado de acciones en circulación:</b>   |                  |                  |                  |
| Básico  | 70.989           | 70.396           | 70.032           |
| Diluido   | 71.527           | 71.052           | 70.747           |
| <b>Dividendos en efectivo declarados por acción.</b>  | <b>0,84</b>      | <b>0,76</b>      | <b>0,68</b>      |

<sup>34</sup> The Texas Roadhouse Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K

**Anexo II: Estado de Situación Patrimonial Consolidado<sup>35</sup>**

**Texas Roadhouse, Inc.**  
**Estado de Situación Patrimonial Consolidado (en miles, excepto datos por acción)**

| <b>Estado de Situación Patrimonial Consolidado:</b>   | <b>26/12/2017</b> | <b>27/12/2016</b> |
|---|-------------------|-------------------|
| <b>Activos</b>  |                   |                   |
| Activos corrientes:   |                   |                   |
| Caja y equivalentes de caja   | 150.918           | 112.944           |
| Cuentas a cobrar  | 76.496            | 56.127            |
| Inventarios, neto   | 16.306            | 16.088            |
| Impuesto sobre la renta prepago   | -                 | 954               |
| Gastos pagados por anticipado   | 13.361            | 12.15             |
| Activos por impuestos diferidos, neto   | -                 | 1.996             |
| <b>Total de activos corrientes</b>  | <b>257.081</b>    | <b>200.259</b>    |
| Propiedad y equipo, neto de la depreciación acumulada.  | 912.147           | 830.054           |
| Activos intangibles   | 121.040           | 116.571           |
| Activos intangibles, neto   | 2.7               | 3.622             |
| Otros activos   | 37.655            | 29.465            |
| <b>Total Activos</b>  | <b>1.330.623</b>  | <b>1.179.971</b>  |
| <b>Pasivos y Patrimonio Neto</b>  |                   |                   |
| Pasivo corriente:   |                   |                   |
| Vencimientos actuales de la deuda a largo plazo y obligaciones bajo arrendamiento de capital.   | 9                 | 167               |
| Cuentas por pagar   | 57.579            | 50.789            |
| Tarjetas de regalo de ingresos diferidos  | 156.627           | 129.558           |
| Salarios devengados   | 29.678            | 26.039            |
| Impuestos sobre la renta por pagar  | 2.494             | -                 |
| Impuestos y licencias devengados.   | 21.997            | 19.698            |
| Dividendos pagables   | 14.945            | 13.418            |
| Otros pasivos devengados  | 46.669            | 39.858            |
| <b>Total pasivos corrientes</b>   | <b>329.998</b>    | <b>279.527</b>    |
| Deuda a largo plazo y obligación bajo arrendamiento de capital, excluidos los vencimientos actuales   | 51.981            | 52.381            |
| Opción de acciones y otros depósitos.   | 7.699             | 7.491             |
| Alquiler diferido   | 42.141            | 36.103            |
| Pasivos por impuestos diferidos, netos  | 5.301             | 12.268            |
| Otros pasivos   | 42.112            | 33.959            |
| <b>Total Pasivos</b>  | <b>479.232</b>    | <b>421.729</b>    |
| <b>Patrimonio Neto</b>  |                   |                   |
| Acciones preferidas (\$ 0.001 valor nominal, 1,000,000 de acciones autorizadas; ninguna acción emitida o en circulación)  | -                 | -                 |
| Acciones ordinarias (\$ 0.001 valor nominal, 100,000,000 acciones autorizadas, 71,168,897 y 70,619,737 acciones emitidas y en circulación al 26 de diciembre de 2017 y al 27 de diciembre de 2016, respectivamente) | 71                | 71                |
| Pago adicional en capital   | 236.548           | 219.626           |
| Ganancias retenidas   | 602.499           | 530.723           |
| Otras pérdidas integrales acumuladas  | -39               | -194              |
| <b>Total de acciones de Texas Roadhouse, Inc. y subsidiarias</b>  | <b>839.079</b>    | <b>750.226</b>    |
| Sin control de intereses  | 12.312            | 8.016             |
| <b>Total Patrimonio Neto</b>  | <b>851.391</b>    | <b>758.242</b>    |
| <b>Total Pasivo y Patrimonio Neto</b>   | <b>1.330.623</b>  | <b>1.179.971</b>  |

<sup>35</sup> The Texas Roadhouse Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K

**Anexo III: Estado de Flujo de Efectivo Consolidado (en miles)<sup>36</sup>**

|  | 26/12/2017      | 27/12/2016      | 29/12/2015      |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Flujos de efectivo por actividades operativas:</b>  |                 |                 |                 |
| Ingreso neto incluyendo intereses no controlados   | 137.536         | 120.573         | 101.261         |
| <b>Ajustes para conciliar los ingresos netos con el efectivo neto provisto por las actividades operativas:</b> |                 |                 |                 |
| Depreciación y amortización  | 93.499          | 82.964          | 69.694          |
| Impuestos sobre la renta diferido  | -5.069          | 5.994           | 411             |
| Pérdida en la disposición de activos   | 4.961           | 5.125           | 5.455           |
| Costos de deterioro y cierre.  | 600             | 139             | 974             |
| Ingresos patrimoniales de inversiones en filiales no consolidadas.   | -1.488          | -1.111          | -1.641          |
| Distribuciones de ingresos recibidos de inversiones en filiales no consolidadas.                               | 1.424           | 1.901           | 502             |
| Provisión para cuentas de cobro dudoso.  | 10              | 27              | -4              |
| Gastos de compensación basados en acciones   | 26.934          | 26.067          | 22.825          |
| <b>Cambios en el capital de trabajo operativo:</b>   |                 |                 |                 |
| Cuentas por cobrar   | -20.379         | -10.733         | -11.395         |
| Inventarios  | -48             | -455            | -1.377          |
| Gastos pagados por anticipado  | -1.211          | -855            | -743            |
| Otros activos  | -7.401          | -4.229          | -2.276          |
| Cuentas por pagar  | 1.601           | 138             | 7.611           |
| Ingresos diferidos — tarjetas de regalo  | 26.678          | 28.284          | 21.812          |
| Salarios devengados  | 3.639           | -10.194         | 5.858           |
| Beneficios fiscales en exceso de la compensación basada en acciones  | -               | -3.291          | -4.54           |
| Impuestos sobre la renta prepagados e impuestos sobre la renta pagaderos                                       | 3.448           | 2.3             | 2.994           |
| Impuestos y licencias devengados.  | 2.299           | 919             | 1.187           |
| Otros pasivos devengados   | 5.148           | 3.326           | 1.991           |
| Alquiler diferido  | 6.038           | 4.61            | 4.529           |
| Otros pasivos  | 8.154           | 5.566           | 2.813           |
| <b>Efectivo neto provisto por las actividades operativas</b>   | <b>286.373</b>  | <b>257.065</b>  | <b>227.941</b>  |
| <b>Flujos de efectivo de actividades de inversión:</b>   |                 |                 |                 |
| Gastos de capital — bienes y equipo  | -161.628        | -164.738        | -173.475        |
| Adquisición de franquicias de restaurantes, neto de efectivo adquirido.  | -16.528         | -               | -               |
| Ingresos procedentes de la venta de bienes y equipos, incluidos los ingresos del seguro                        | -               | -               | 272             |
| <b>Efectivo neto utilizado en actividades de inversión</b>   | <b>-178.156</b> | <b>-164.738</b> | <b>-173.203</b> |
| <b>Flujos de efectivo de actividades de financiamiento:</b>  |                 |                 |                 |
| Ingresos de la facilidad de crédito renovable, neto  | -               | 25              | -25             |
| Gastos de emisión de deuda.  | -476            | -               | -               |
| Ingresos de la obligación de arrendamiento financiero  | -               | -               | 3               |
| Ingresos procedentes de aportes de intereses no controlados.   | 3.457           | -               | -               |
| Recompra de acciones comunes.  | -               | -4.11           | -11.397         |
| Distribuciones a titulares de intereses no controlantes.   | -5.171          | -4.479          | -3.911          |
| Beneficios fiscales en exceso de la compensación basada en acciones  | -               | 3.291           | 4.54            |
| Ingresos por opción de compra de acciones y otros depósitos, neto  | 740             | 419             | 1.422           |
| Recompra indirecta de acciones por retenciones fiscales mínimas.   | -11.639         | -9.312          | -8.572          |
| Principales pagos de deuda a largo plazo y obligación de arrendamiento de capital                              | -558            | -145            | -128            |
| Ingresos por ejercicio de opciones sobre acciones.   | 1.558           | 2.673           | 4.696           |
| Dividendos pagados a los accionistas.  | -58.154         | -52.054         | -46.176         |
| <b>Efectivo Neto usado en actividades financieras</b>  | <b>-70.243</b>  | <b>-38.717</b>  | <b>-81.526</b>  |

<sup>36</sup> The Texas Roadhouse Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K

|   |                |                |               |
|---|----------------|----------------|---------------|
| Incremento neto en efectivo y equivalentes de efectivo.           | 37.974         | 53.61          | -26.788       |
| Caja y equivalentes de caja — comienzo del periodo                | 112.944        | 59.334         | 86.122        |
| <b>Caja y equivalentes de caja — final del período</b>            | <b>150.918</b> | <b>112.944</b> | <b>59.334</b> |
| Divulgaciones suplementarias de información de flujo de efectivo: |                |                |               |
| Intereses pagados, neto de importes capitalizados.                | 1.216          | 1.011          | 2.321         |
| Impuesto sobre la renta pagado                                    | 50.201         | 42.89          | 39.581        |
| Gastos de capital incluidos en el pasivo corriente.               | 12.156         | 2.781          | 3.726         |
| Obligación bajo arrendamiento de capital                          | -              | 2              | -             |



**Anexo IV: Cantidad de Restaurantes<sup>37</sup>**

**Cantidad de Restaurantes (26/12/2017)**

|                | <b>Compañía</b> | <b>Franquicias</b> | <b>Total</b> |
|----------------|-----------------|--------------------|--------------|
| Alabama        | 8               | —                  | 8            |
| Alaska         | 2               | —                  | 2            |
| Arizona        | 17              | —                  | 17           |
| Arkansas       | 4               | —                  | 4            |
| California     | 3               | 7                  | 10           |
| Colorado       | 15              | 1                  | 16           |
| Connecticut    | 5               | —                  | 5            |
| Delaware       | 2               | 2                  | 4            |
| Florida        | 30              | 1                  | 31           |
| Georgia        | 7               | 6                  | 13           |
| Idaho          | 5               | —                  | 5            |
| Illinois       | 15              | —                  | 15           |
| Indiana        | 18              | 8                  | 26           |
| Iowa           | 9               | —                  | 9            |
| Kansas         | 5               | 1                  | 6            |
| Kentucky       | 11              | 2                  | 13           |
| Louisiana      | 9               | 1                  | 10           |
| Maine          | 3               | —                  | 3            |
| Maryland       | 7               | 6                  | 13           |
| Massachusetts  | 10              | 1                  | 11           |
| Michigan       | 14              | 3                  | 17           |
| Minnesota      | 4               | —                  | 4            |
| Mississippi    | 3               | —                  | 3            |
| Missouri       | 14              | —                  | 14           |
| Montana        | —               | 1                  | 1            |
| Nebraska       | 3               | 1                  | 4            |
| Nevada         | 1               | —                  | 1            |
| New Hampshire  | 3               | —                  | 3            |
| New Jersey     | 7               | —                  | 7            |
| New Mexico     | 5               | —                  | 5            |
| New York       | 18              | —                  | 18           |
| North Carolina | 18              | —                  | 18           |
| North Dakota   | 2               | 1                  | 3            |

<sup>37</sup> The Texas Roadhouse Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K

|   |            |           |            |
|---|------------|-----------|------------|
| Ohio                                      | 30         | 2         | 32         |
| Oklahoma                                  | 7          | —         | 7          |
| Oregon                                    | 2          | —         | 2          |
| Pennsylvania                              | 23         | 6         | 29         |
| Rhode Island                              | 3          | —         | 3          |
| South Carolina                            | 2          | 6         | 8          |
| South Dakota                              | 2          | —         | 2          |
| Tennessee                                 | 13         | 2         | 15         |
| Texas                                     | 63         | 5         | 68         |
| Utah                                      | 9          | 1         | 10         |
| Vermont                                   | 1          | —         | 1          |
| Virginia                                  | 15         | —         | 15         |
| Washington                                | 1          | —         | 1          |
| West Virginia                             | 2          | 3         | 5          |
| Wisconsin                                 | 10         | 3         | 13         |
| Wyoming                                   | 2          | —         | 2          |
| <b>Total restaurantes domésticos</b>      | <b>462</b> | <b>70</b> | <b>532</b> |
| Bahrain                                   | —          | 1         | 1          |
| Kuwait                                    | —          | 3         | 3          |
| Philippines                               | —          | 2         | 2          |
| Qatar                                     | —          | 2         | 2          |
| Saudi Arabia                              | —          | 1         | 1          |
| Taiwan                                    | —          | 3         | 3          |
| United Arab Emirates                      | —          | 5         | 5          |
| <b>Total restaurantes Internacionales</b> | <b>—</b>   | <b>17</b> | <b>17</b>  |
| <b>Total</b>                              | <b>462</b> | <b>87</b> | <b>549</b> |

## 8. Bibliografía

- Damodaran, Aswath: “Investment Valuation”, Wiley Finance, 2da Edición.
- Damodaran, Aswath, 2006, “Damodaran on Valuation”, John Wiley & Sons Inc, 2da Edición.
- Fernández, Pablo, 2008, “Métodos de Valoración de Empresas”, Universidad de Navarra, Documento de Investigación DI-771.
- National Restaurant Association, 2017, “State of the Industry”.
- Burns, William, 2004, “Introduction to Financial Ratios and Financial Statement Analysis”, Harvard Business School.

### Sitios Web:

- Sitio Oficial de Texas Roadhouse, Inc.: <https://www.texasroadhouse.com/>
- Sitio Oficial de Cheesecake Factory, Inc.: <https://www.thecheesecakefactory.com/>
- Sitio Oficial de Darden Restaurants, Inc.: <https://www.darden.com/>
- Sitio Oficial de Bloomin´Brands, Inc.: <https://www.bloominbrands.com/>
- Sitio Oficial de Brinker International, Inc.: <https://www.brinker.com/>
- Sitio Oficial de Yahoo Finance: <https://finance.yahoo.com/>
- Sitio Oficial de Morningstar: <https://www.morningstar.com/>
- Sitio Oficial de Investing: <https://www.investing.com/>
- Sitio Oficial de Trading Economics: <https://tradingeconomics.com/>
- Sitio Oficial de Damodaran Online: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Sitio Oficial de National Restaurant Association: <https://www.restaurant.org/Home>
- Sitio Oficial de U.S. Securities and Exchange Commission: <https://www.sec.gov/>
- Sitio Oficial del Banco Central de la República Argentina: <http://www.bcra.gov.ar/>
- Sitio Oficial de Statista: <https://www.statista.com/>

### Plataformas:

- Bloomberg
- TD Ameritrade