



Universidad de  
**SanAndrés**

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

***Valuación del Capital Accionario de  
Shake Shack INC***

Autor: Martín Rodríguez Vazquez  
DNI: 34.800.856  
Director de Trabajo Final de Graduación: Javier Epstein

Buenos Aires, 9 de Junio de 2021

## RESUMEN EJECUTIVO

El objetivo del presente informe es valorar el capital accionario de la compañía Shake Shack Inc al 31/12/2020. La compañía consiste en una cadena de restaurantes del tipo *fast casual*, definido como puesto de hamburguesas de ruta moderno, con sede central en Nueva York.

Se comenzará por estudiar la empresa y su modelo de negocios, intentando entender como viene desarrollándose y hacia donde apunta. Repasando brevemente la historia de la empresa, se describirá la estrategia adoptada por la misma y se analizará la industria y la competencia. Luego se procederá a analizar la situación financiera en base a la evolución de distintos indicadores de rentabilidad, de actividad y crediticios. Previo a la valuación de la compañía, es necesario entender el contexto global y las decisiones tomadas por los directivos para realizar proyecciones lo más precisas posibles.

En primer lugar, se estimó el valor del capital accionario utilizando el método de flujo de fondos descontados. Para esto fue necesario proyectar tanto las ventas como los márgenes operativos, las depreciaciones y amortizaciones, las inversiones y el capital de trabajo. Una vez construido el modelo, se calcularon los flujos de fondos libres de la firma y se lo descontaron con una correcta tasa de descuento para llegar a un valor justo de la empresa. Como resultado se obtuvo el valor del capital accionario de Shake Shack de USD 1.067.807 miles de dólares. Luego, se procedió a realizar un análisis de sensibilidad donde se plantearon dos escenarios adicionales, un escenario pesimista, donde se proyectaron resultados por debajo de lo esperado; un escenario optimista, donde la empresa se desempeña mejor a lo esperado, dando como resultado un rango de valor de USD 682.450 a USD 1.641.270 miles de dólares.

En segundo lugar, se utilizaron múltiplos para evaluar la compañía. Para esto se realizó un estudio de mercado con el objetivo de identificar las empresas que más se asemejen a Shake Shack y se utilizó el múltiplo de EBITDA/EV para reflejar de la forma más precisa posible la valoración de la empresa. Bajo este método, se llegó a un rango de valor del capital accionario de USD 3.511.350 y USD 3.745.440 miles de dólares.

Como puede apreciarse, ambos métodos arrojan resultados muy diferenciados, y al tener en cuenta el precio de mercado para la fecha de la valuación de USD 3.536.029 miles de dólares (precio de la acción de USD 84,86), se podría concluir que los precios de mercado parecen reflejar expectativas de crecimiento mayores a las estimadas en el presente informe.

# ÍNDICE

<b>1. GLOSARIO</b>	<b>- 3 -</b>
<b>2. DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO</b>	<b>- 4 -</b>
2.1. INTRODUCCIÓN	- 4 -
2.2. MERCADO DE CAPITALES	- 6 -
2.3. BREVE HISTORIA	- 8 -
2.4. MODELO DE NEGOCIO	- 11 -
2.2.1. Información general	- 11 -
2.2.2. Estrategia del negocio	- 15 -
2.2.3. Estructura del negocio	- 16 -
2.2.4. Objetivos a futuro	- 18 -
2.2.5. Riesgos	- 21 -
<b>3. ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA Y COMPETENCIA</b>	<b>- 22 -</b>
3.1. CARACTERÍSTICAS DE LA INDUSTRIA	- 22 -
3.2. COMPETENCIA	- 29 -
3.3. ANÁLISIS COMPETITIVO	- 31 -
<b>4. ANÁLISIS FINANCIERO</b>	<b>- 34 -</b>
4.1. VENTAS	- 34 -
4.1.1. Impacto de la pandemia	- 36 -
4.2. COSTOS Y MÁRGENES	- 38 -
4.3. RATIOS DE RENTABILIDAD	- 41 -
4.4. RATIOS DE ACTIVIDAD	- 44 -
4.5. RATIOS CREDITICIOS	- 45 -
4.6. RATIOS DE LA INDUSTRIA	- 47 -
4.7. COMPARACIÓN CON LA COMPETENCIA	- 49 -
<b>5. VALUACIÓN</b>	<b>- 51 -</b>
5.1. FLUJO DE FONDOS DESCONTADO	- 51 -
5.1.1. FLUJO DE FONDOS DE LA FIRMA	- 54 -
5.1.2. TASA DE DESCUENTO	- 59 -
5.1.3. VALOR TERMINAL	- 66 -
5.1.4. VALOR DE LA COMPAÑÍA	- 67 -
5.1.5. VALOR DEL CAPITAL ACCIONARIO	- 67 -
5.1.6. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD	- 68 -
5.2. MÚLTIPLOS	- 72 -
5.3. RESUMEN DE LAS VALUACIONES	- 76 -
<b>6. BIBLIOGRAFÍA</b>	<b>- 77 -</b>
<b>7. ANEXOS</b>	<b>- 78 -</b>
ANEXO I: Restaurantes de Shake Shack Inc al 31-12-2021	- 78 -
ANEXO II: Ranking de la competencia tanto directa como indirecta de Shake Shack Inc.	- 79 -
ANEXO III: Estado de situación patrimonial de Shake Shack Inc al 31-12-2020	- 80 -
ANEXO IV: Estado de resultados histórico de Shake Shack Inc	- 81 -
ANEXO V: Proyección del flujo de fondos de la compañía – Escenario Base	- 82 -
ANEXO VI: Proyección del flujo de fondos de la compañía – Escenario Pesimista	- 83 -
ANEXO VII: Proyección del flujo de fondos de la compañía – Escenario Optimista	- 84 -

## 1. GLOSARIO

**CAGR** (En inglés: “Compound Annual Growth Rate”): Tasa de crecimiento anual compuesta.

**CAPEX** (En inglés: “Capital expenditures”): Inversiones en bienes de capital.

**CASUAL DINING**: Segmento de la industria de restaurantes donde suelen ofrecer servicio completo, pero se mantienen informales.

**COVID-19**: Declarada pandemia global por la Organización de Salud Mundial en marzo del 2020. El virus impacto negativamente en todas las economías globales.

**DELIVERY**: Entrega de pedidos a domicilio.

**FCD**: Flujo de caja descontado.

**EBIT** (En inglés: “Earnings Before Interest and Taxes”): Utilidades antes de intereses e impuestos.

**EBITDA** (En inglés: “Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization”): Utilidades antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

**EV** (En inglés: “Enterprise Value”): Valor total de la compañía.

**FAST CASUAL**: Segmento de la industria de restaurantes similar a las de comida rápida, pero con mejor calidad y hospitalidad.

**FAST FOOD**: Segmento de la industria de restaurantes en donde se apunta a la venta de productos de bajo precio y de rápida preparación y entrega.

**FCFF** (En inglés: “Free Cash Flow to the Firm”): Flujo de fondos disponibles de la firma.

**NOPAT** (En inglés: “Net Operating Profit After Taxes”): Resultado operativa después de impuestos.

**ROA** (En inglés: “Return On Assets”): Rendimiento sobre activos.

**ROE** (En inglés: “Return On Equity”): Rendimiento del capital accionario.

**ROIC** (En inglés: “Return On Invested Capital”): Rendimiento del capital invertido.

**TICKET**: Referencia al tamaño del pedido.

**TIR**: Tasa interna de retorno. Es la tasa de descuento que hace igual a cero el valor presente neto de una inversión.

**USD**: Dólar estadounidense.

**WACC** (En inglés: “Weighted Average Cost of Capital”): Costo promedio ponderado del capital.

**WK** (En inglés: “Working Capital”): Capital de trabajo neto.

## 2. DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

### 2.1. INTRODUCCIÓN

Shake Shack Inc es una cadena de restaurantes del tipo *fast casual* con sede central en Nueva York. La empresa se inició como un puesto de panchos dentro de la plaza Madison Square por el año 2001, y al 31 de diciembre del 2020, la empresa opera 183 locales y cuenta con 128 licencias en 15 países y 30 estados y planean continuar su expansión llevando la experiencia “Shake Shack” a nuevos clientes alrededor del mundo.

Desde su fundación, fue una de las cadenas de restaurantes con más rápido crecimiento, convirtiéndola en una empresa pública a fines del 2014 al solicitar una oferta pública de acciones por primera vez. El menú consiste principalmente de hamburguesas premium, sándwiches de pollo, panchos, papas fritas, batidos, natillas congeladas, cerveza y vino.

Shake Shack pertenece a la categoría de restaurantes *fast casual* que trata de una combinación entre el *fine dining* y *fast food*. Básicamente apunta a mantener la velocidad de atención a los clientes que ofrecen las *fast food* sirviendo alimentos de buena calidad, generalmente comprometidos con ingredientes saludables, incluyendo una preparación profesional y presentación estética. Esta clase de restaurantes fueron ganando popularidad en los últimos años presentando crecimientos importantes, aunque falta mucho para que puedan competirle de igual a igual a las *fast food* más reconocidas.

El año 2020 fue un año complejo para la industria gastronómica por la llegada de la pandemia que significo, por lo general, la reinención de los negocios hacia una era más digital. Los restaurantes sufrieron caídas en sus ventas y tuvieron que tomar distintas medidas para contrarrestar los efectos de la pandemia que también impacta en las proyecciones a futuro.

En el siguiente gráfico se puede observar la evolución de las ventas de los últimos 6 años. En el 2020, las ventas fueron de USD 523 millones de dólares donde el 97% corresponde a ventas de locales propios y el 3% restante de las licencias otorgadas. Con un importante crecimiento de las ventas en los últimos años se obtuvo un CAGR de 22.4%. El año 2020 fue un año particular por el impacto del Covid por lo que muestra una caída del 12,1%. Hay que tener en cuenta que el 2020 contabilizo una semana adicional sobre el año anterior que conto con solo 52 semanas.

Sacando de lado esa semana adicional la caída fue del 13.9%. Si se comparan las ventas de la misma cantidad de locales (los que cuentan con 2 o más años de antigüedad) la caída fue del 27.8%.

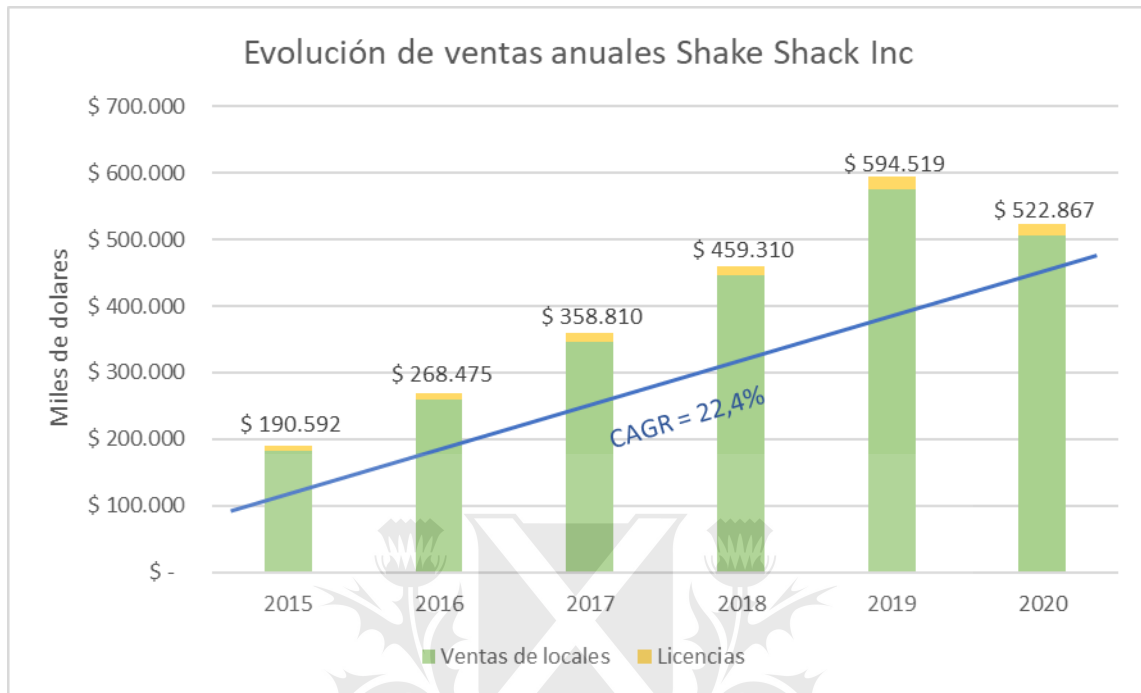


Gráfico N°1: Elaboración propia, datos obtenidos de los informes anuales de la compañía.

En el gráfico N° 2 se puede observar la evolución del EBITDA y del margen del EBITDA sobre las ventas. En el año 2020, el margen EBITDA/ventas fue de 4.5% por debajo al promedio del 16% de los últimos años debido más que nada al impacto de la pandemia sobre las ventas. Mientras se mantenga las condiciones de la pandemia el margen continuara en bajos niveles, en cuanto se liberen las restricciones se esperaría volver a los márgenes habituales.

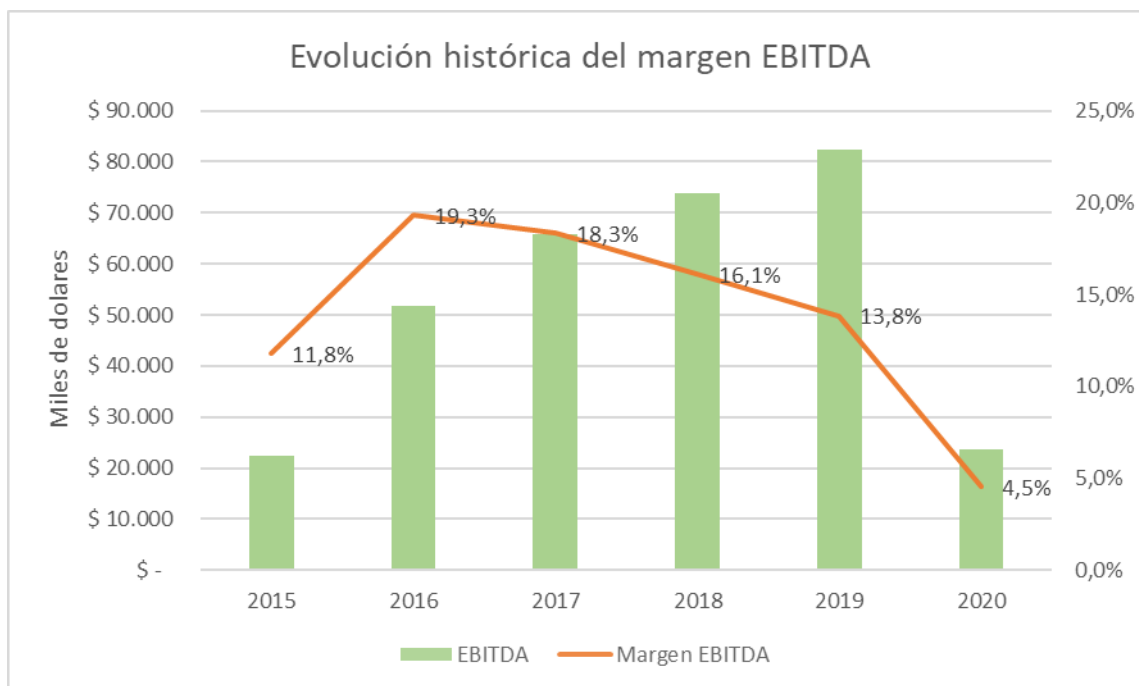


Gráfico N°2: Elaboración propia, datos obtenidos de los informes anuales de la compañía

## 2.2. MERCADO DE CAPITALES

Shake Shack es una compañía pública, controlada por SSE HOLDING, que cotiza en la bolsa de Nueva York bajo el símbolo de SHAK desde el año 2015. Al 31 de diciembre del 2020, la compañía contaba con 38.717.790 de acciones comunes clase A, que cotizan en la bolsa, y 2.951.188 de acciones clase B, que no cotizan en la bolsa.

En la siguiente tabla se puede observar a los principales accionistas de la compañía, aquellos que posean el 5% o más del total de las acciones. De la misma se desprende que el poder de voto del grupo de directores y ejecutivos es del 10% y la única institución que supera dicho porcentaje es el fondo de inversión BlackRock Inc con un 13,2%.

Principales accionistas de la compañía					
Nombre del propietario	Acciones clase A		Acciones clase B		Poder de voto combinado
	Cantidad	%	Cantidad	%	
Directores y ejecutivos					
Daniel Meyer	1.871.655	4,80%	1.861.057	63,70%	8,90%
Otros	160.083	0,40%	310.023	10,60%	1,10%
<b>Total</b>	<b>2.031.738</b>	<b>5,20%</b>	<b>2.171.080</b>	<b>74,30%</b>	<b>10%</b>
Otras instituciones/ accionistas con 5%					
12 West Capital Management LP	2.802.862	7,20%	-	-	6,70%
Alger Associates, Inc	2.783.507	7,10%	-	-	6,60%
BlackRock, Inc.	5.563.174	14,20%	-	-	13,20%
Gilder, Gagnon, Howe & Co. LLC	2.970.395	7,60%	-	-	7,10%
Select Equity Group, L.P.	2.752.091	7,00%	-	-	6,50%
Vanguard Group Inc	3.698.851	9,50%	-	-	8,80%

Tabla N° 1: Elaboración propia en base a los informes anuales de la compañía.

En el gráfico N° 3 se puede observar el desempeño de las acciones de Shake Shack a partir del retorno acumulado desde febrero del 2015 a diciembre 2020. Una forma de medir el resultado es comparándola con otros activos. En este caso se procedió a analizar los desempeños del S&P 500 y del S&P 600 Restaurant index.

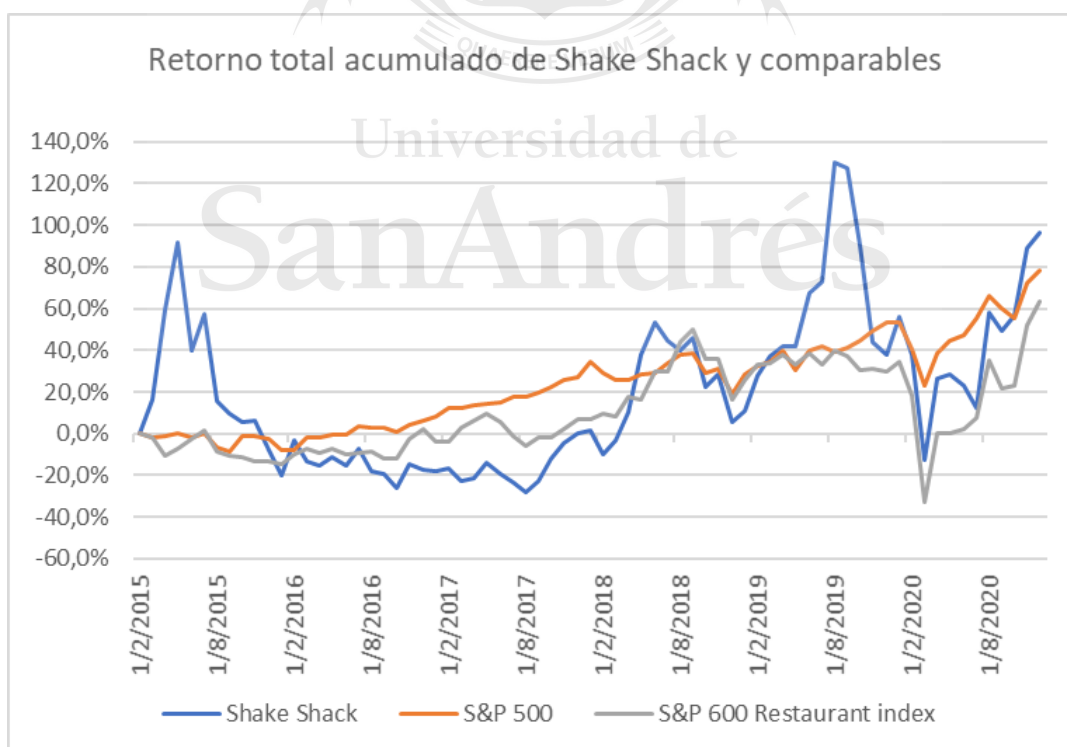


Gráfico N°3: Elaboración propia, fuente: yahoo finance.



El índice de S&P 500 es uno de los índices bursátiles más importantes de los Estados Unidos y se lo considera el índice más representativo de la situación real del mercado, mientras que el índice S&P 600 es un índice bursátil de acciones de pequeña capitalización que cubre entre el 3 y 4% del total de las acciones de Estados Unidos. El S&P 600 restaurant index se enfoca en las compañías del segmento de restaurantes que figuran dentro del mismo.

El retorno acumulado de Shake Shack para los últimos años fue de 96.5% lo que demuestra el gran crecimiento que obtuvo la compañía desde que cotiza en la bolsa y sus expectativas a futuro. El índice S&P 500 obtuvo un retorno acumulado de aproximadamente 78% y el S&P 600 Restaurant index 63% lo que sugiere un buen desempeño de la compañía.

### 2.3. BREVE HISTORIA

En el año 2000, la ciudad de Nueva York comenzó un proceso de reconstrucción del parque Madison Square que se encontraba en estado de desuso y deterioro. Como parte del programa, Danny Meyer, encargado de las operaciones de restauración, organizó una exhibición de arte llamada "I <3 Taxi" dentro del parque para crear conciencia sobre el esfuerzo de renovación. Dentro de la exhibición, se incorporó un puesto de panchos que con el tiempo se volvió extremadamente exitoso y permaneció en funcionamiento durante casi 3 años.



*Ilustración 1: Shake Shack (2001). Puesto de panchos en la galería de arte "I < TAXI" en Madison Square. Fuente: <https://www.shakeshack.com/2017/04/28/grill-chill-summer-recipes-flat-top-dogs-revealed-shake-shack-recipes-stories/>*

En el año 2004, a partir del éxito obtenido, se inaugura un nuevo puesto de comida estilo "quiosco" dentro del parque: el primer Shake Shack. El puesto fue creado y diseñado por el grupo que lideraba Meyer, USHG, que era dueño y operaba alguno de los restaurantes más aclamados en la ciudad de Nueva York. El nuevo restaurante presentaba un menú más amplio que incluía hamburguesas, batidos y cerveza entre otras cosas. El objetivo fue crear una única tienda diseñada específicamente para la ciudad de Nueva York. Sin embargo, a partir del aumento tanto de los clientes como de las ventas, y observar la aceptación que generaba la idea del restaurante, se dieron cuenta que había un mercado para la expansión.



*Ilustración 2: Shake Shack (2004). Puesto original Shake Shack en Madison Square. Fuente: [https://en.wikipedia.org/wiki/Shake\\_Shack#/media/File:Shake\\_Shack\\_Madison\\_Square.jpg](https://en.wikipedia.org/wiki/Shake_Shack#/media/File:Shake_Shack_Madison_Square.jpg)*

En junio de 2010, Shake Shack abrió su primer restaurante fuera de la ciudad de Nueva York en el centro comercial Lincoln Road en Miami Beach. Ese mismo año también se inauguró un local más en el distrito de los teatros en Manhattan que fue significativo ya que potencio la zona que venía atravesando tiempos difíciles.

En el año 2013, se inauguran dos locales más, uno en la terminal de trenes Grand Central y el otro en el aeropuerto internacional John F. Kennedy ambos en Nueva York con ubicaciones estratégicas.

En agosto 2014, Shake Shack había empezado a operar en 14 ciudades de Estados Unidos y la compañía ya estaba preparándose para salir a la bolsa iniciando negociaciones con distintos bancos de inversión.

En enero 2015, la compañía lanza su primera oferta inicial (IPO) con un valor de 21 dólares por acción. Al siguiente día, comenzó a cotizar en la bolsa de Nueva York a 47 dólares la acción, alrededor del 123% del valor inicial. En abril ya alcanzaba el valor de 72 dólares hasta alcanzar un máximo de 90 dólares en mayo.



Gráfico N°4: Elaboración propia.

El 31 de agosto de 2016, Shake Shack anunció que comenzaría el servicio a la habitación en el hotel Chicago Athletic Association, el primer hotel en Estados Unidos en ofrecer Shake Shack en la habitación.

En 2017, se lanzó la aplicación para IOS "Shake App" para realizar ordenes de comida con el teléfono.

El 10 de octubre de 2018, Shake Shack anunció que comenzará oficialmente a operar en Singapur en el aeropuerto Jewel Changi en 2019.

El 27 de junio de 2019, Shake Shack abrió en la Ciudad de México en el Paseo de la Reforma , una de las calles más concurridas de México. La inauguración fue tan popular que el día de la inauguración, la gente hizo cola durante unas dos horas.

## 2.4. MODELO DE NEGOCIO

### 2.2.1. Información general

Shake Shack Inc se destaca por el menú clásico, pero de calidad, por su atención tanto a los clientes como a la comunidad y por su gran trabajo en la innovación.

El enfoque de la compañía sigue la visión de Meyer “Enlightened Hospitality” ( Hospitalidad iluminada), filosofía que enfatiza a los empleados sobre los clientes, la comunidad, los proveedores e incluso los inversores; también establece una clara distinción entre "servicio" (entrega técnica del producto) y "hospitalidad" (forma en que la entrega de ese producto hace sentir al destinatario).

La propuesta del restaurante se define en gran parte por sus raíces en la buena comida, ya que Meyer poseía algunos de los restaurantes más aclamados de Nueva York. Para lograrlo, la compañía se comprometió en abastecerse con ingredientes de primera calidad, como carnes naturales libres de hormonas y antibióticos. El menú principal está inspirado en las mejores versiones del clásico puesto de hamburguesas americano de ruta y ocasionalmente ofrecen propuestas de comida de tiempo limitado experimentando nuevas categorías para agregarle valor al menú que con el tiempo pueden quedar de forma permanente.

Como parte de su compromiso por la creatividad y excelencia, la compañía trabaja en colaboración junto con chefs galardonados, panaderos talentosos, agricultores y proveedores artesanales y se encuentra en constante búsqueda de los mejores ingredientes y socios a medida que se expande.

#### Menú:

El menú se caracteriza por presentar alimentos americanos clásicos de primera calidad a precios más accesibles que restaurantes de servicio completo. Dentro del mismo se pueden mencionar:



Hamburguesas: elaboradas a partir de carnes naturales y servidos en panes no transgénicos. La hamburguesa de cabecera es la ShackBurger ( con salsa ShackSauce)

pero también ofrecen otras opciones dentro de las cuales se puede mencionar la hamburguesa vegetariana de hongos.



Pollo: también elaborados de pollos 100% naturales, cocido a fuego lento en hierbas de suero de leche, rebozado y empanizado a mano.



Papas fritas: de corte arrugado clásicas y apasionadas hechas de papas Yukon de primera calidad, preparadas 100% libres de grasas trans artificiales. También se destacan las papas cubiertas con salsa de queso cheddar.



Panchos: se le hace honor al origen del restaurante ofreciendo panchos premium hechos de carne totalmente natural libre de hormonas y antibióticos.



Batidos y natillas heladas: los batidos se encuentran dentro de las opciones favoritas de los clientes. Producidos a partir de azúcar real (sin jarabe de maíz) y leche sin hormonas.



Cerveza, vino y bebidas: la cerveza ShackMeister Ale fue elaborada para complementar el perfil de la hamburguesa. En algunas zonas se ofrecen cervezas artesanales. También cuenta con los vinos Shack Red and Shack White ofreciendo vinos de calidad difícil de encontrar dentro de los restaurantes del mismo segmento.

Como respuesta ante el Covid, en la primera mitad el año 2020 la compañía tuvo que simplificar el menú, pero en la segunda mitad se retomó el programa de rotación LTO (en inglés: “limited time offerings”: ofertas de tiempo limitado) donde se presentan ítems nuevos y se analiza el impacto de estos en los clientes. A partir del programa, también se comprueba como la presencia internacional puede mejorar el menú donde aquellas hamburguesas creadas en países extranjeros que resulten exitosos pueden desembarcar en los locales de Estados Unidos, como por ejemplo, la hamburguesa de pollo picante coreana que se comenzaría a vender en el país a partir de enero 2021.

#### Evolución digital:

El objetivo principal que persigue la compañía es la hospitalidad y hacen mucho foco en la atención de los clientes. Parte de esa atención es posible gracias a la estrategia digital que desarrolla la compañía. A través de plataformas modernas se busca brindar la experiencia Shake Shack de forma más rápida y placentera.

Las herramientas de ordenes digitales comenzaron hace unos años y siempre fueron una parte esencial de la actividad, pero la llegada de la pandemia aumento la necesidad y acelero los



planes de desarrollo de forma tal de poder conectar con los clientes directamente, con más frecuencia y con mayor seguridad sin perder de vista la estrategia de crecimiento proyectado.

Si se combinan tanto la página web como las aplicaciones aparecen como el canal de venta de mayor crecimiento. Para fines del año 2020, se sumaron 1.8 millones de nuevos primeros pedidos a partir de esos canales y continúan creciendo de forma exponencial. Esta nueva tendencia dio la oportunidad de capitalizar las estrategias de marketing y orientación que podría llegar a impulsar aún más tanto la frecuencia como el tamaño del pedido. En el gráfico N° 5 se puede observar la importancia de las ventas digitales a lo largo del 2020 debido al impacto de la pandemia.

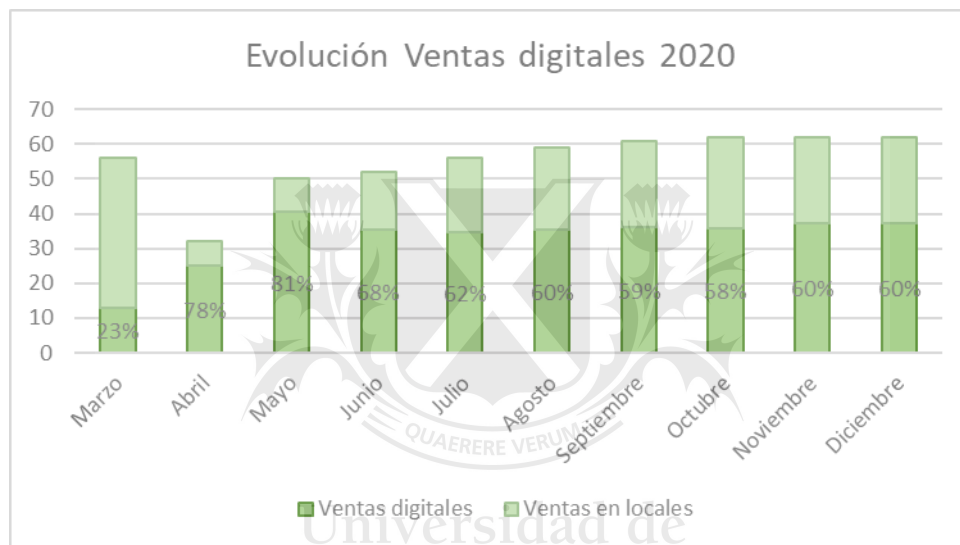


Gráfico N°5: Elaboración propia, datos obtenidos de los informes anuales de la compañía.

Durante el 2020 se innovó en la experiencia de entrega de pedidos y se expandió a distintas modalidades para adaptarse a las necesidades de cada cliente. A continuación, se detalla cada modalidad que se ofrece para retirar los pedidos:

- *Pick up inShack*: entrega dentro del local.
- *Shack Track*: ofrece una solución digital mejorada para pedidos anticipados que permite a los clientes realizar órdenes a través de las aplicaciones y recogerlo por el lugar y de la forma que más cómodo les quede, ya sea desde la ventana caminando o en auto, desde la calle o desde un área de entregas. Permite mejorar la organización de los retiros reduciendo las fricciones en cada paso de la experiencia del cliente.
- *Curbside pick up*: se lanzó esta nueva opción donde los clientes pueden realizar la orden desde una aplicación, identificar su auto de forma tal que el equipo de atención del

restaurante le acerque la orden. La idea es reducir al mínimo el contacto y con el tiempo aprender y mejorar la herramienta.

- *Shake Shack drive – up*: tanto el pedido como el retiro del producto se realiza a través de la ventanilla para autos.
- *Kiosk*: modalidad tipo quisco.
- Servicios de delivery: en los últimos años se crearon distintas formas de entrega tercerizadas para entregar el pedido donde los clientes lo necesiten. Teniendo en cuenta que en la actualidad es un método muy utilizado para realizar ordenes, se completó la asociación con Uber Eats y se expandieron las sociedades ya existentes con Postmates, DoorDash y Caviar y se cambió a un acuerdo no exclusivo con Grubhub. Adicionalmente, la compañía se asoció junto con Goldbelly para ofrecer kits de comida Shackburger para cocinar en casa disponibles a través de envíos a todo el país.

Con el objetivo de apoyar las estrategias digitales siempre apuntando a aumentar las ventas a través de todos los canales y mejorando la experiencia de los clientes, en octubre, se completó la primera fase de una iniciativa para reunir datos dispares y obtener información procesable a través de análisis e inteligencia empresarial.

Asimismo, con la mira puesta en la seguridad, se está trabajando en métodos de pago desde el teléfono para evitar el contacto. Este nuevo método de pago permite a los huéspedes pagar a través de un dispositivo de pago seguro y utilizar billeteras digitales y se espera poder implementarlo durante el 2021 en todos los puntos del país.

#### Reconocimiento:

Una gran ventaja para Shake Shack ha sido el lugar de nacimiento y sede en la ciudad de Nueva York, y su origen en una empresa de *fine dining*. Esto generó un tremendo poder mediático y de marca, que a menudo supera el tamaño relativo de la compañía.

Shake Shack fue galardonado con el premio “Restaurant Business 2020 Pacesetter Award”, un honor otorgado a una cadena en crecimiento con un historial sostenido de éxito, y se incorporó dentro del top 500 de cadena de restaurantes. Además, Shake Shack fue nombrada en “Fast Casual's Top 100 Movers and Shakers”, estuvo entre los finalistas en los “2019 Shorty Awards 'Best in Food & Beverage Sites and Apps”, estuvo en noticias de restaurantes nacionales 2018 dentro del Top 10 de más rápido crecimiento y fue nombrada en Foodable's lista de "marca del año" como parte de sus principales marcas emergentes de 2018.

### 2.2.2. Estrategia del negocio

La misión de la compañía es representar algo bueno en todos los aspectos del negocio, y para lograrlo hace foco en 3 puntos clave: en el equipo que contrata y entrena, en los ingredientes premium que forman el menú y en el compromiso con la comunidad.

#### Equipo:

Con el fin de lograr la hospitalidad característica de los restaurantes Shake Shack, la compañía está comprometida a invertir en el capital humano para formar los mejores equipos. A la hora de contratar nuevo personal, el área de recursos humanos se enfoca más que nada en la personalidad buscando que sean amigables y cariñosos dejando en un segundo lugar las habilidades técnicas.

La compañía cuenta con un programa de entrenamiento para lograr que los empleados puedan crecer dentro de la empresa. Tal es así que en el año 2020 ascendieron a 1500 empleados donde el 56% eran mujeres. Además, El 73% de los nuevos Gerentes Generales y el 75% de los nuevos Directores de Área fueron promovidos desde adentro.

También cuentan con un programa de cambio de turno diseñado para proporcionar habilidades que ayuden a acelerar las trayectorias profesionales de los gerentes de turno dentro de la empresa. El programa este compuesto por varios módulos que van desde habilidades en la comunicación, finanzas hasta liderazgo.

En el año 2020, la compañía fue premiada con un puntaje del 100% en el Índice de Igualdad Corporativa de la Campaña de Derechos Humanos por su apoyo a la comunidad LGBTQ en el lugar de trabajo.

#### Ingredientes premium:

Para lograr conformar un menú con ingredientes de primera calidad, la empresa se enfoca tanto en la calidad de los proveedores como también en la distribución y en toda la cadena de suministro.

Para garantizar una calidad confiable de los alimentos, la compañía trabaja con ganaderos, agricultores y proveedores de alimentos de ideas afines para obtener ingredientes de primera calidad como proteínas 100% naturales sin hormonas ni antibióticos y que, al mismo tiempo, sean criados humanamente. Parte de la estrategia es conseguir que la producción de carne picada llegue fresca a los locales y para lograrlo, la compañía cuenta con 8 cocineros alrededor del país que producen hamburguesas diariamente.



La empresa cuenta con rigurosos protocolos de garantía de calidad y seguridad alimentaria en toda la cadena de suministro y dentro de los locales. Para asegurarse, permite auditorias trimestrales de terceros tanto para los locales como para revisar los proveedores. Cuenta con un proceso de selección de proveedores que cumplan con los estándares de calidad y mantienen una lista limitada de proveedores a los cuales se los audita constantemente.

Compromiso con la comunidad:

Este punto es un aspecto muy importante en el éxito de la cadena de restaurantes. A la hora de abrir un nuevo local, la compañía se enfoca mucho en su aporte con la comunidad tanto en los diseños de los locales como en las causas que apoyaran.

Sin importar la región, cada restaurante se diseña de tal forma que conecte con la comunidad. Como ejemplo, el primer Shake Shack fue diseñado para establecer el tono para un diálogo dinámico dentro del parque y el vecindario circundante. Manteniendo la atmósfera general de los nuevos locales evocando el ambiente original, alegre y relajado del parque, también se colabora con artistas y diseñadores locales como así también con chefs para estar bien conectado con cada vecindad.

Además de participar en eventos comunitarios, también lanzan promociones especiales donde el 25% de lo recaudado se dona a organizaciones benéficas sin fines de lucro. Dado el impacto de la pandemia, durante el 2020 los locales a lo largo del país se organizaron para recolectar donaciones de alimentos destinados para los hospitales y los trabajadores de la primera línea.

### 2.2.3. Estructura del negocio

En los siguientes gráficos se pueden observar el crecimiento tanto de la cantidad de locales propios y bajo licencia como de la cantidad de empleados del año 2015 hasta el 2020. Durante el 2020 se abrieron un total de 20 locales propios y se otorgaron 16 nuevas licencias.

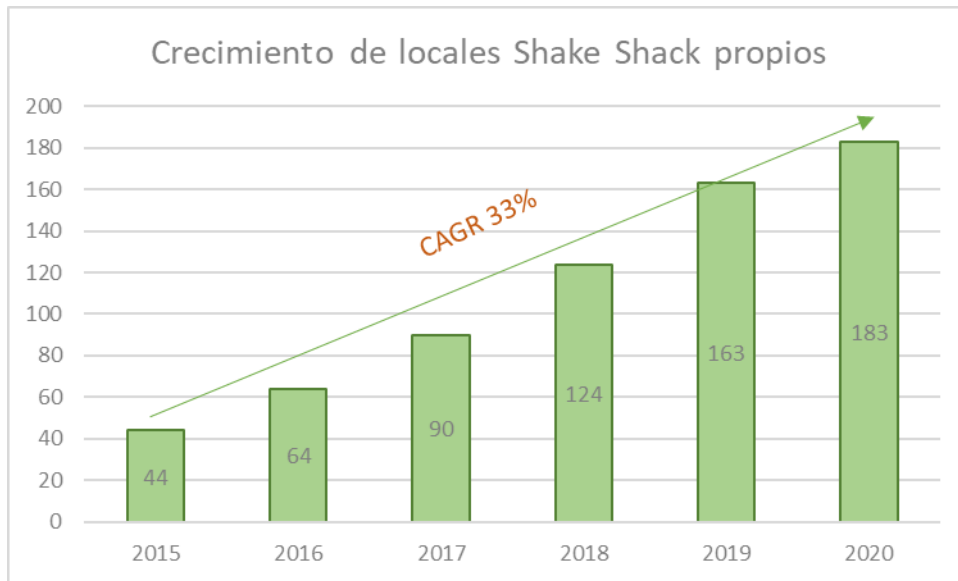


Gráfico N°6: Elaboración propia, datos obtenidos de los informes anuales de la compañía.

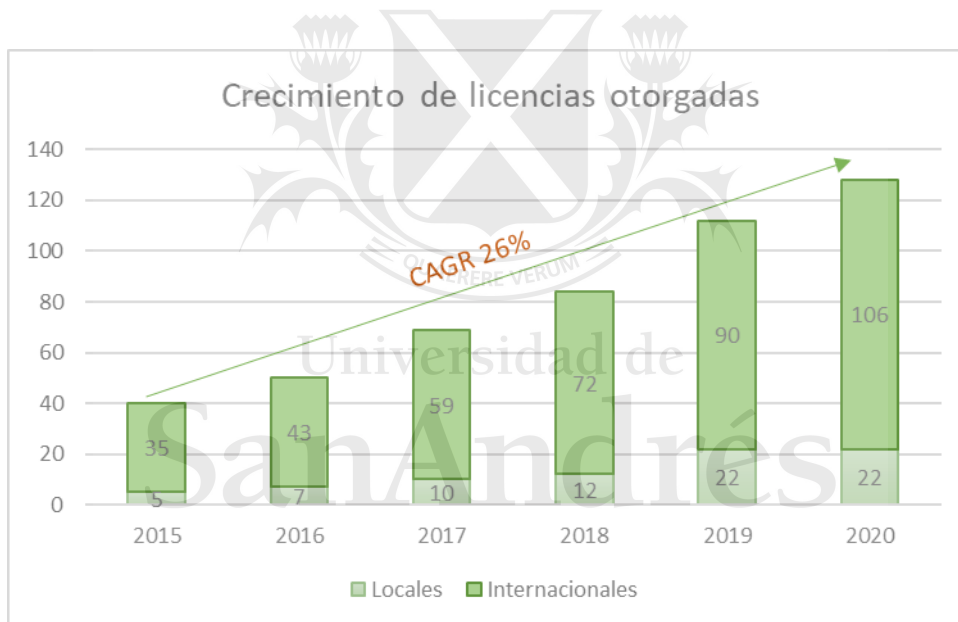


Gráfico N°7: Elaboración propia, datos obtenidos de los informes anuales de la compañía.

En el gráfico N° 6, se puede observar cómo fueron aumentando la cantidad de locales desde que la compañía cotiza en la bolsa. Con un CAGR del 33% la cantidad de locales pasar de tan solo 44 en el año 2015 a 183 para el 2020. En el gráfico N° 7, se detalla la cantidad de licencias otorgadas que con un CAGR del 26% muestra un crecimiento similar a los locales propios pasando de 40 licencias a 128, donde el 83% corresponde a licencias internacionales.

En la siguiente imagen se puede apreciar la distribución de las licencias otorgadas alrededor del mundo. Para diciembre 2020, se contaba con 22 licencias dentro de los Estados Unidos y 106 licencias en países extranjeros.



Imagen N°1: Distribución de las licencias alrededor del mundo. Fuente: presentación Q4 2020 Shake Shack.

En el gráfico N° 8, se detalla la cantidad de empleados a lo largo de los años. El gran crecimiento va acompañado de la apertura de los nuevos locales. En el último año hubo una disminución de empleados en todos los sectores debido al impacto que tuvo la pandemia en la industria gastronómica en general.

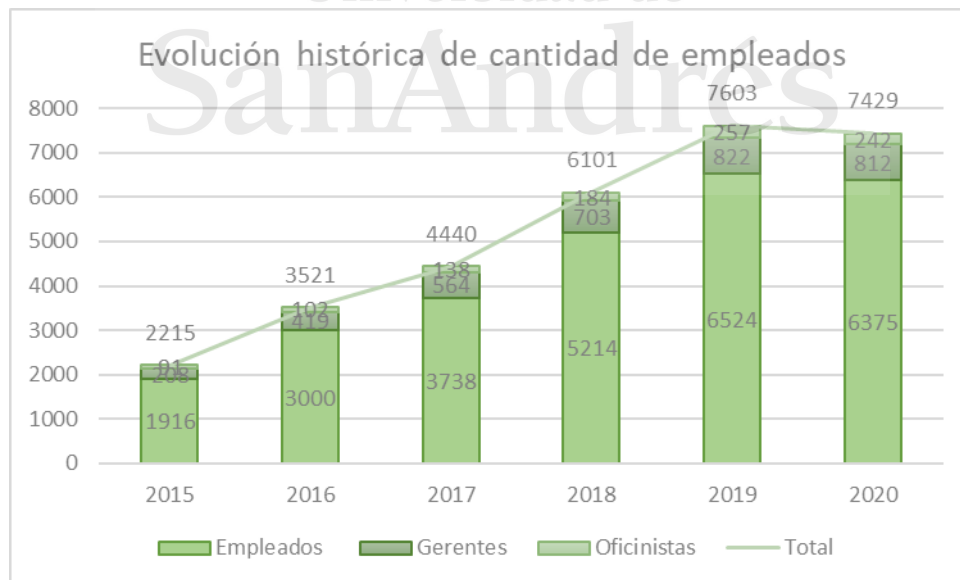


Gráfico N°8: Elaboración propia, datos obtenidos de los informes anuales de la compañía.

#### 2.2.4. Objetivos a futuro

El principal camino para continuar con el crecimiento viene dado por la apertura de nuevos locales Shake Shack. Aún queda mucho mercado por abarcar dentro de los Estados Unidos y la compañía planea invertir en infraestructura apuntado a un rápido crecimiento, pero con disciplina. Al largo plazo, la compañía cree que tiene el potencial de llegar a tener 450 restaurantes funcionando localmente, a fin del 2020 ya operan el 41% del total. A pesar de ello la tasa de crecimiento es incierta ya que está sujeta a muchos factores que son ajenos a la compañía.

Como respuesta al COVID, todos los planes de construcción y de diseño de los futuros restaurantes fueron interrumpidos y continuaron en la segunda mitad del año a partir de la recuperación de las ventas. Para el 2020 lograron abrir un total de 20 restaurantes domésticos que equivalen a un 12% de incremento.

Con miras al 2021, se pretende retomar los niveles de crecimiento previos a la pandemia apuntando a abrir entre 35-40 Shake Shacks, y para el 2022 abrir entre 45-50 nuevos restaurantes.

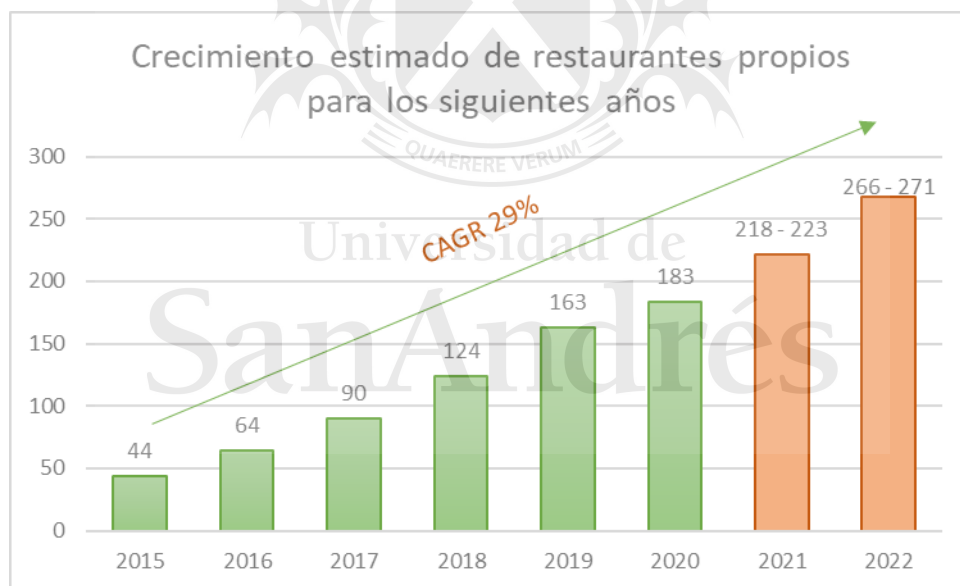


Gráfico N°9: Fuente: presentación reunión anual de la compañía marzo 2021.

Asimismo, también se espera mantener el crecimiento de las licencias expandiéndose tanto localmente como internacionalmente. Históricamente se trató de una estrategia de bajo costo con alto rendimiento para hacer crecer la marca. En cuanto a las licencias internacionales, la compañía se concentra más que nada en el crecimiento de sus locales en China y en los mercados asiáticos donde se espera llegar a otorgar 55 licencias en esa región para el 2030. También esperan que la marca continúe atrayendo intereses en nuevos mercados alrededor del

mundo. Localmente los restaurantes están sufriendo el impacto del COVID donde solo 14 de los 22 restaurantes bajo licencia lograron abrir para diciembre 2020.

Para el 2021 se espera lograr conceder entre 15 y 20 nuevas licencias, mientras que para el 2022 entre 20 y 25 nuevas licencias.

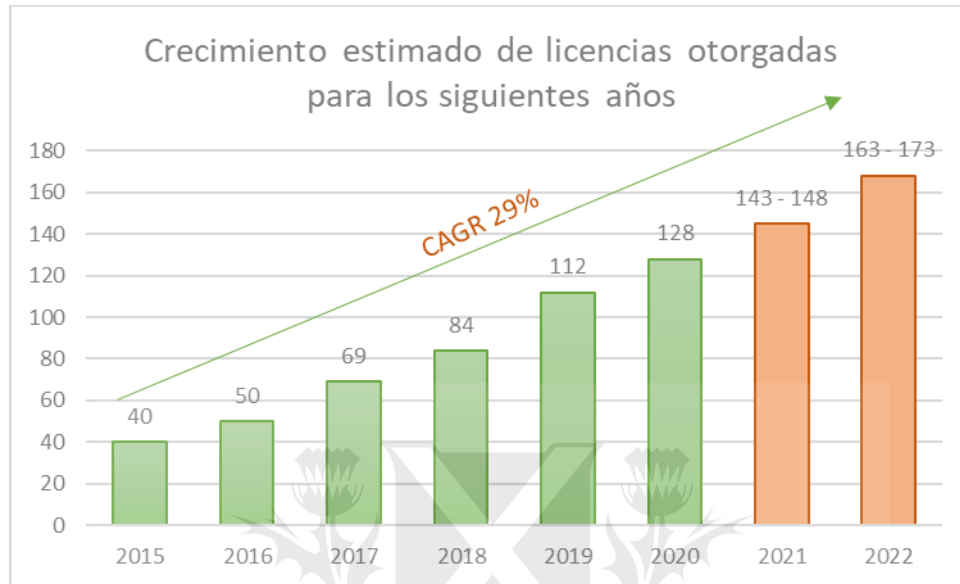


Gráfico N°10: Fuente: presentación reunión anual de la compañía marzo 2021.

Además de abrir nuevos Shacks, la compañía continúa enfocándose en mejorar el desempeño de los restaurantes operativos a partir de brindar una experiencia dinámica y personalizada a los clientes. El plan de la compañía es continuar innovando el menú y mejorando las actualizaciones tecnológicas.

Dentro del plan de mejoras, la compañía se enfoca en mejorar la atención del cliente a la hora de entregarles el pedido. Se está desarrollando para el 2021 una nueva modalidad de entrega de pedido llamada *Shake Shack drive – thru* que consiste en una versión moderna del servicio en auto, siempre con foco en la hospitalidad apoyada por la tecnología (Imagen N° 4). También se espera expandir los métodos de entrega de delivery por canales propios de la compañía con el fin de poder recoger y acumular información de las experiencias de los clientes de forma tal que permita mejorar el servicio y poder conectarse más con los clientes.



*Imagen N°2: Nuevo sistema de pedido drive – thru. Fuente: presentación Q4 2020 Shake Shack.*

### 2.2.5. Riesgos

La estrategia de la compañía puede verse afectada por diversos factores que podrían impedir la apertura de nuevos locales y que terminan afectando las proyecciones de crecimiento para los siguientes años. Los principales riesgos son:

- COVID-19 u otras pandemias: el brote del COVID afecto a todas las economías globales y particularmente a la de Estados Unidos. La misma ha dado lugar a distintos niveles de restricciones y cierres implementados por las autoridades nacionales. La pandemia ha interrumpido y puede seguir interrumpiendo el negocio afectando las operaciones y su situación financiera.
- No ser capaz de encontrar ubicaciones adecuadas con la capacidad suficiente para desarrollar y abrir nuevos restaurantes en los momentos oportunos.
- No tener capital suficiente para sostener la estructura y los desarrollos digitales más el plan de apertura de nuevos locales que dependen del flujo de caja de las operaciones.
- No lograr adaptarse a las nuevas comunidades siguiendo el compromiso de la compañía de lograr un vínculo con la vecindad.
- Incapacidad para administrar el crecimiento de manera efectiva que puede afectar seriamente los resultados operativos.
- Las nuevas aperturas pueden no ser rentables y pueden afectar las ventas del negocio.
- Si no se logra mantener y hacer crecer las ventas de los locales existentes puede verse muy afectado el desempeño financiero.

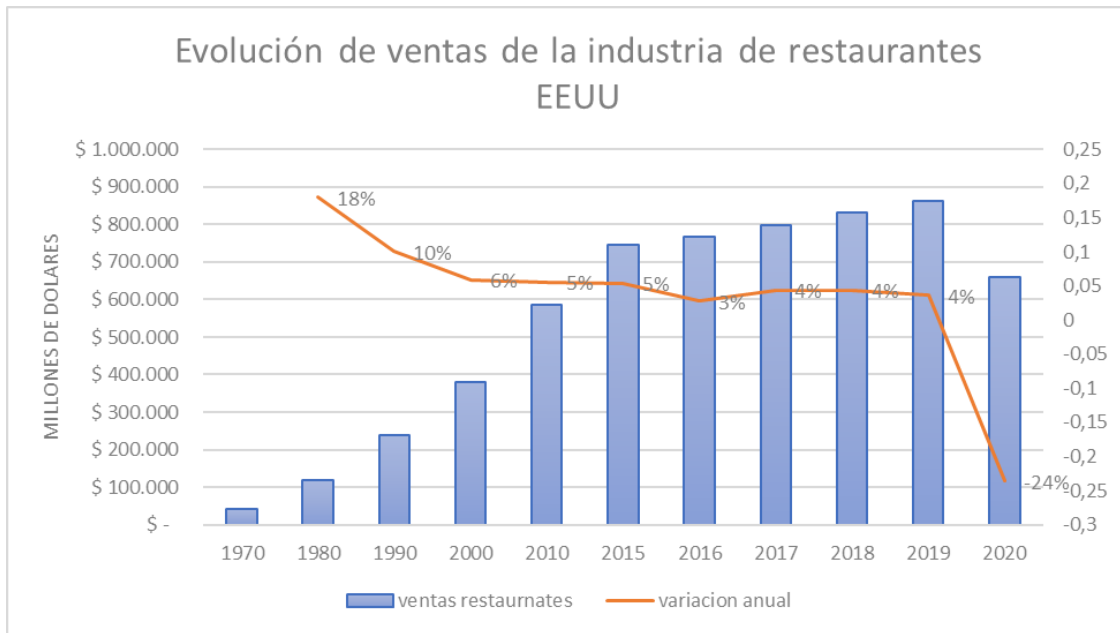
- Parte de la estrategia para alcanzar la calidad deseada es contar con un número limitado de proveedores para los principales productos y cuentan con un solo distribuidor nacional por lo que cualquier incumplimiento podría resultar en escasez de suministro e incurrir en costos más altos.
- La compañía depende de un número limitado de licenciarios y tiene un control limitado con respecto a las operaciones de las Shacks con licencia, lo que podría tener un impacto negativo en la reputación y negocio.

### 3. ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA Y COMPETENCIA

#### 3.1. CARACTERÍSTICAS DE LA INDUSTRIA

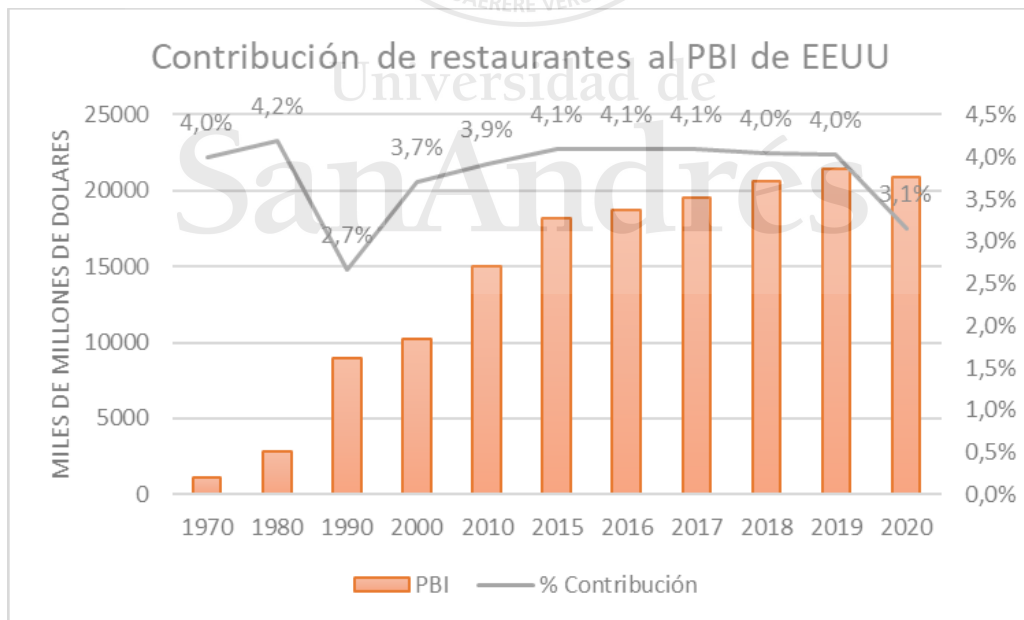
En la siguiente sección se analizará la industria de los restaurantes en Estados Unidos, país donde Shake Shack opera todos sus restaurantes.

La industria de restaurantes de Estados Unidos ha experimentado un crecimiento saludable en las últimas décadas. Las ventas de alimentos y bebidas se han más que duplicado desde el año 2000, alcanzando un máximo histórico de aproximadamente 860 mil millones de dólares en 2019. En el gráfico N° 11 se puede visualizar la evolución de las ventas de la industria de restaurantes de Estados Unidos. Como se puede ver, en comparación con el año 1970 donde las ventas anuales ascendían a solo 42 mil millones de dólares en todo el país, el panorama actual ubica a los restaurantes como un impulsor vital del crecimiento y desarrollo económico del país. Para millones de estadounidenses, los restaurantes se han convertido en una parte esencial de la vida diaria personal y profesional. Previo al brote del COVID, la industria de restaurantes venía creciendo en un 4% anual en los últimos años. Así como la pandemia tuvo un impacto importante en todas las actividades económicas, los restaurantes fueron unos de los que más sufrieron con una caída de aproximadamente 24% .



*Gráfico Nº11: Elaboración propia, datos obtenidos de Statista y del National Restaurant Association.*

En el siguiente gráfico se puede ver la contribución de la industria de restaurantes al PBI de Estados Unidos que representa el 4% del mismo.



*Gráfico Nº12: Elaboración propia, datos obtenidos del banco mundial.*

Como ya se ha explicado, el año 2020 fue un año particular por el brote de la pandemia donde las ventas totales de la industria de restaurantes cayeron significativamente. A pesar de las duras restricciones impuestas en el país, en el gráfico Nº 13 se puede ver como la industria mostro una



recuperación de las ventas para el segundo semestre. Con un mínimo de 30 mil millones de dólares para el mes de abril, casi la mitad de las ventas mensuales promedio, la industria termino alcanzando ventas por encima de los 50 miles de millones de dólares.

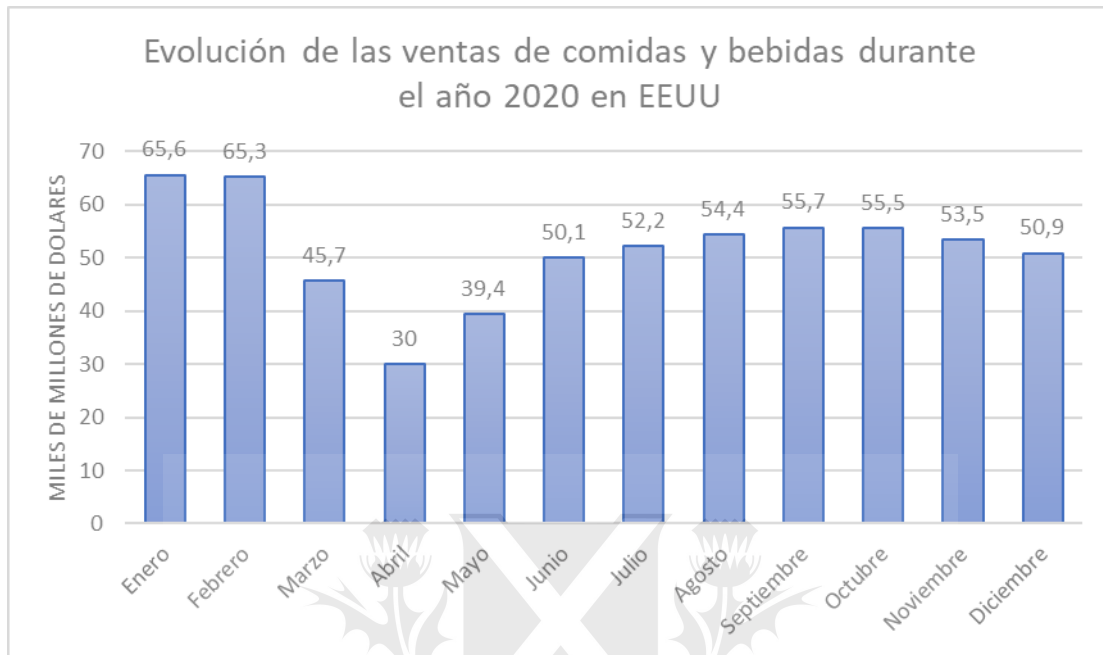


Gráfico N°13: Fuente: National Restaurant Association.

Asimismo, en el siguiente gráfico se muestra la evolución de la cantidad de empleados en la industria mes a mes que acompaña la recuperación de las ventas para el año 2020.

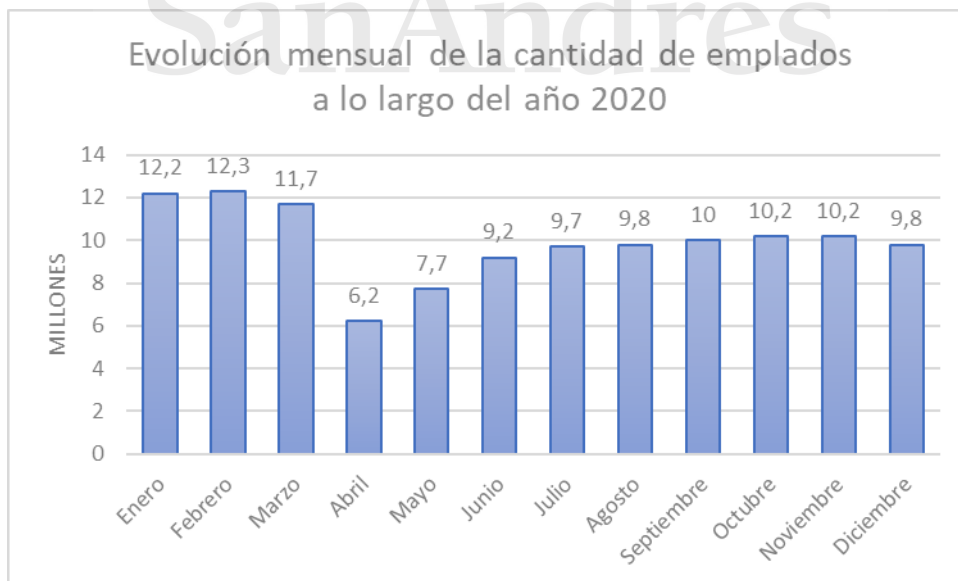


Gráfico N°14: Fuente: National Restaurant Association.

Según los reportes de *National Restaurant Association*, las ventas del año 2020 resultaron en 240 mil millones por debajo de lo que se había proyectado el año anterior. Para el año 2020 se esperaba que las ventas crezcan un 4% como venía desarrollando los años anteriores, pero la industria se vio impactada por los efectos de un virus implacable que provocó más de 110.000 cierres de locales, cambió completamente los modelos operativos y creó una profunda inquietud acerca de salir a comer. El informe predice que las ventas de restaurantes registrarán un crecimiento de dos dígitos en 2021, pero, aun así, no compensará las pérdidas sustanciales experimentadas en el 2020.

Para agregar, la mayoría de los restaurantes que cerraron permanentemente trataban de negocios sólidamente establecidos operando por más de 16 años, el 16% había estado abierto por más de 30 años. Los restaurantes que lograron sobrevivir lo han hecho gracias a los cambios operacionales que implementaron, como los cambios en los canales de venta, optimizaciones del menú, cenas al aire libre y ofreciendo descuentos entre otras cosas. La gran mayoría de los operadores piensa mantener los cambios implementados mientras solo el 5% de ellos declara no mantener ninguno.

Los cambios más importantes se introdujeron de la mano de la tecnología. Las restricciones obligaron a los consumidores a acceder a restaurantes fuera de las instalaciones lo que obligó a los restaurantes facilitar los canales de entrega de pedidos. Los operadores de restaurantes dedicaron muchos recursos a la tecnología tanto en los pedidos online y por teléfono como los pagos y la entrega de pedidos.

Según un estudio de *Forrester Research*, los pagos a distancia se incrementaron en un 69% desde enero 2020, y según el reporte de la asociación el 40% de los operadores a lo largo de todos los segmentos agregaron opciones de pago a distancia y se cree que el número seguirá aumentando.

El pedido a distancia también se tuvo como prioridad, donde el 48% de los clientes prefiere que los restaurantes tengan dicha opción. Uno de cada cuatro operadores agregó esta opción y se espera que continúe creciendo. Se proyecta que los pedidos a distancia representarán el 54% de las ventas para los siguientes años que significa un 70% de incremento con respecto a las estimaciones pre-COVID. El 53% de los adultos dijo que comprar comida para retirar o la entrega a domicilio ahora es esencial para su forma de vida, mientras que el 68% de los adultos dice que es más probable que ahora compren comida para llevar que antes del COVID.

Una importante innovación fue el canal de entrega llamado *curbside*, ya explicado dentro del listado de opciones de entrega de pedidos, donde según los reportes, el 80% de los restaurantes

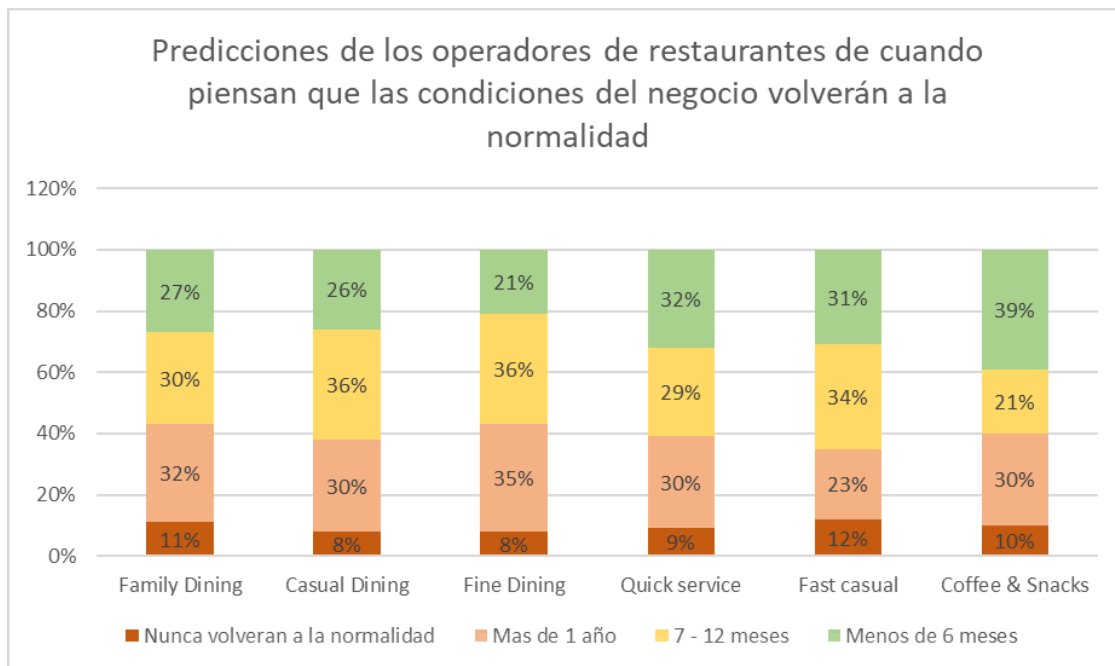
*fine dining*, *family dining* y *fast casual* agregaron esta opción durante el año. En cuanto a los *deliverys*, por lo menos la mitad de los operadores trabajaron con compañías tercerizadas para la entrega del pedido, pero casi dos tercios de los consumidores prefiere pedir directamente al local por lo que incentiva a las compañías a desarrollar aún más sus propias aplicaciones.

Una importante consecuencia de este cambio de rumbo en el modelo de negocio de los restaurantes es que los menús se vean reducidos para lograr disminuir los inventarios y atender los mayores volúmenes de pedido a distancia. Muchos restaurantes importantes como McDonlads achicaron su menú y el 60% de los operadores planea mantener el menú reducido para los próximos meses.

Las bebidas alcohólicas empezaron a ganar importancia en la mayoría de los menús. Aproximadamente siete de cada 10 operadores de servicio completo comenzaron a vender bebidas alcohólicas con pedidos para llevar o con entrega a domicilio desde marzo, mientras que más de la mitad de los restaurantes de *fast food* y *fast casual* hicieron lo mismo. El 53% de los millennials dicen que es más probable que elijan un restaurante en función de esta opción, y el alto margen de las ventas de alcohol brindan un gran impulso para los operadores.

A pesar de que los informes ilustraron lo devastaste que fue el año 2020 para la industria, también sostuvieron que los clientes mantienen una profunda afinidad para con los establecimientos favoritos. De hecho, el 60% de los adultos dice que los restaurantes siguen siendo una parte esencial de su estilo de vida, y extrañan socializar, el ambiente, el hecho de no cocinar, los amigos, relajarse y todo lo que brinda la experiencia de salir a comer.

Por el lado de los operadores, la mayoría piensa que la recuperación no será inmediata. El 32% de todos los operadores cree que volverá la normalidad entre los 7 a 12 meses, mientras que el 29% cree que tomara más de un año y el 10% sostiene una postura más pesimista declarando que nunca volver a los niveles de pre-pandemia. Volver a las condiciones normales no significa volver al nivel de ventas anterior sino más bien hace referencia a las restricciones y a la confianza de los clientes de salir a espacios públicos.



*Gráfico Nº15.: Fuente: National Restaurant Association.*

### Índice de rendimiento de restaurantes (RPI)

En el siguiente gráfico se muestra el índice de rendimiento de restaurantes (RPI) elaborado por la Asociación Nacional de Restaurantes de Estados Unidos. El RPI está construido de forma tal de medir la salud de la industria de los restaurantes a partir de un nivel neutral de 100. Los valores del índice por encima de 100 indican que los indicadores clave de la industria se encuentran en un período de expansión, mientras que los valores del índice por debajo de 100 representan un período de contracción.

El índice se consta de dos componentes: el Índice de situación actual (mide tendencias actuales a partir de cuatro indicadores: ventas en la misma tienda, tráfico, mano de obra y gastos de capital) y el índice de expectativas (mide la perspectiva de los cuatro indicadores para los siguientes seis meses). El RPI se basa en las respuestas a las encuestas de seguimiento mensuales que realiza la Asociación a los operadores de restaurantes a lo largo de los país.

En diciembre 2020, el índice se situó en 98,6, un 1,1% más que noviembre (97,5). El crecimiento del índice se sostiene más que nada por las perspectivas de los operadores para los niveles de ventas y del personal ya que los indicadores de la situación actual continuaron reflejando un entorno desafiante. Se espera que se mantenga el crecimiento del índice para los próximos meses.



Gráfico N°16: índice de rendimiento (RPI). Fuente: <https://restaurant.org/downloads/pdfs/research/index/rpi-december2020.pdf>

### Segmento *Fast Casual*

La industria de restaurantes se puede dividir en 4 segmentos importantes:

- *Fast food*: restaurantes de comida rápida cuyo foco principal es procesar las ordenes de manera rápida y eficientemente, con mínimo servicio de mesa. Por lo general tanto los precios como la calidad de la comida son bajos.
- *Fast casual*: restaurantes de servicio incompleto pero que se diferencian por la mejor calidad de los alimentos lo que significan mayores precios con respecto a los de comida rápida.
- *Casual Dining*: restaurante que sirve comida a precios moderados, generalmente por encima de los fast casual, en un ambiente informal y suelen ofrecer servicio de mesa.
- *Fine dining*: restaurantes de servicio completo que cuentan con menú de comida específico. La decoración de dichos restaurantes presenta materiales de mayor calidad, y los establecimientos tienen ciertas reglas que generalmente se espera que los visitantes sigan, como por ejemplo código de vestimenta.

Shake Shack pertenece al segmento *fast casual* ya que hace foco tanto en la calidad de los ingredientes como en el equipo y la experiencia de los clientes.

El concepto *fast casual* se originó en los Estados Unidos a principios de la década de 1990, pero no se generalizó hasta finales de la década de 2000 y principios de la de 2010. Es el segmento

de mayor tasa de crecimiento de los últimos años, entre el 2010 y 2015 la tasa de crecimiento fue del 11%, luego se desaceleró al 8% antes de caer al 6 - 7 %. A pesar de ello, el segmento *fast casual* sigue representado un porcentaje pequeño dentro de la industria, alrededor del 8%, mientras que los restaurantes de comida rápida representan el 70% aproximadamente, aunque se cree que el segmento seguirá ganando cuota de mercado. Según Allied Market Research, el tamaño del mercado del segmento *fast casual* se valoró en 125.6 mil millones de dólares en 2019, y se espera que alcance los 209.1 mil millones dólares para 2027, representando un CAGR del 10.6% de 2021 a 2027.

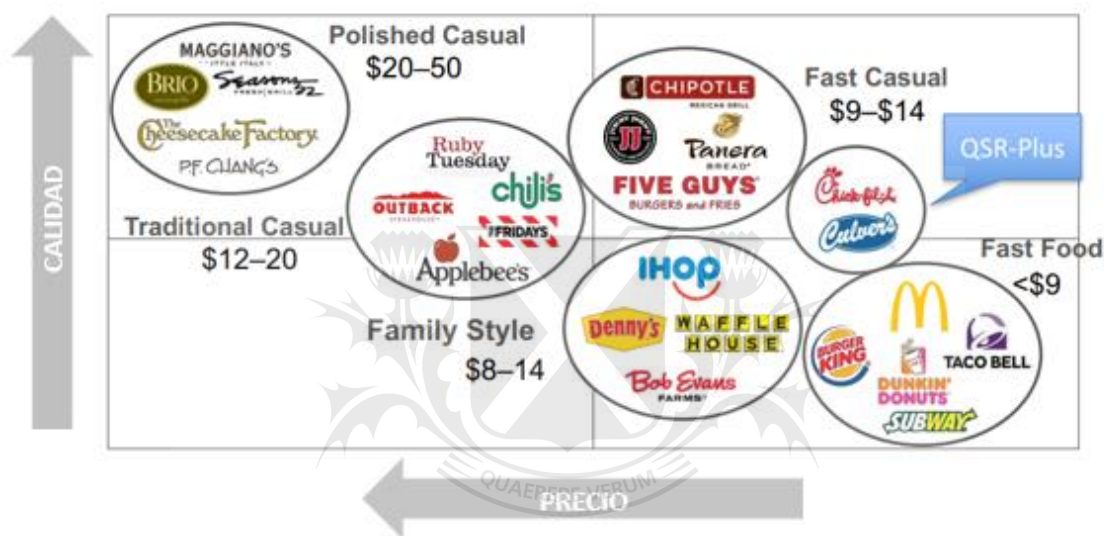


Gráfico N°17: Calidad – precio segmentos restaurantes. Fuente: National Restaurant Association.

En el gráfico figuran otros subgrupos como *Polished Casual*, *Traditional Casual* y *Family Style* que en definitiva pertenecen al segmento de *casual* con algunas diferencias como se puede ver en el gráfico de calidad precio. En el caso de los restaurantes *Polished Casual* (informales refinados) tienen una comida más contemporánea para ofrecer a los comensales. El ambiente sigue siendo informal, pero mejorado en comparación con lo que normalmente se ve en las cadenas habituales de comida rápida. Se ubica entre el *fine dining* y *fast casual*. Los restaurantes *Fine Dining* superan el precio de USD50 y ofrecen aún mejor calidad.

### 3.2. COMPETENCIA

La industria de los restaurantes es altamente competitiva y fragmentada, con restaurantes que compiten en una variedad de frentes, incluidos el sabor, el precio, la calidad de la comida, el

servicio, la ubicación y el ambiente y la condición del restaurante. Los principales competidores de Shake Shack incluyen otros restaurantes *fast casual* como Panera Bread, Chipotle, Five guys Holding inc, IN-N-OUT, The Habit Burguer Grill y Good Times. Al mismo tiempo también se enfrenta a competencia indirecta como son las *fast food*, donde McDonalds es líder del segmento, y los restaurantes *Casual Dining*. La competencia incluye cadenas nacionales y regionales de unidades múltiples, así como una amplia variedad de restaurantes de propiedad local.

En la siguiente tabla se detalla algunos indicadores clave de alguno de los restaurantes más importantes de la competencia:

Información de la competencia directa de Shake Shack							
Compañía		Ventas (millones)	Cantidad de locales	Cantidad de empleados	Franquicia	Fundacion	TOP 500
Five Guys Holding	USD	2.181	1.436	4.862	69%	1986	40
IN-N-OUT	USD	957	365	5.984	0%	1948	50
Red Robin	USD	869	546	21.374	19%	1969	41
Shake Shack	USD	523	311	7.429	41%	2004	71
The Habit Burguer Grill	USD	370	287	6.437	12%	1969	91
Steak n Shake	USD	344	610	9.000	40%	1934	51
Good Times	USD	33	32	1.159	25%	1968	-

Tabla N° 2: Fuente: yahoo finance, informes anuales y páginas de las compañías, restaurant business.

Todos los restaurantes que figuran en la tabla N° 2 pertenecen al segmento de las hamburguesas dentro de la categoría *fast casual*. La lista se ordena de acuerdo con el nivel de ventas obtenidas el año 2020, donde lidera *Five Guys Holding* con un total de US\$ 2.181 millones de dólares mientras que Shake Shack se ubica en la zona media.

Como puede observarse, Shake Shack es la compañía más joven, pero con una estructura respetable ya que la única compañía que supera los 1000 locales es *Five Guys Holding*. Asimismo, la mayoría de las compañías cuenta con un porcentaje bajo de franquicias lo que explica en parte la cantidad de empleados.

Actualmente, Shake Shack cuenta con una cuota de mercado mínima en la industria, pero con su estrategia de expansión puede lograr posicionarse dentro de las cadenas de restaurantes más prestigiosas.

Dentro del “Top 500 cadena de restaurantes” que publica *RestaurantBusiness* en sociedad con *Technomic*, Shake Shack ocupa la posición 71, unas posiciones por debajo de sus competidores mas directos salvo por *The habit* que ocupa la posición 91.

En el anexo II se puede observar el ranking de la competencia directa e indirecta de Shake Shack en la cual se abarca un mayor mercado.

### 3.3. ANÁLISIS COMPETITIVO

Para analizar las ventajas competitivas de una compañía se podría comenzar por analizar las 5 fuerzas de Porter. Se trata de una herramienta de gestión estratégica para analizar la industria y poder ver su atractivo de acuerdo con la rentabilidad que ofrece la misma.

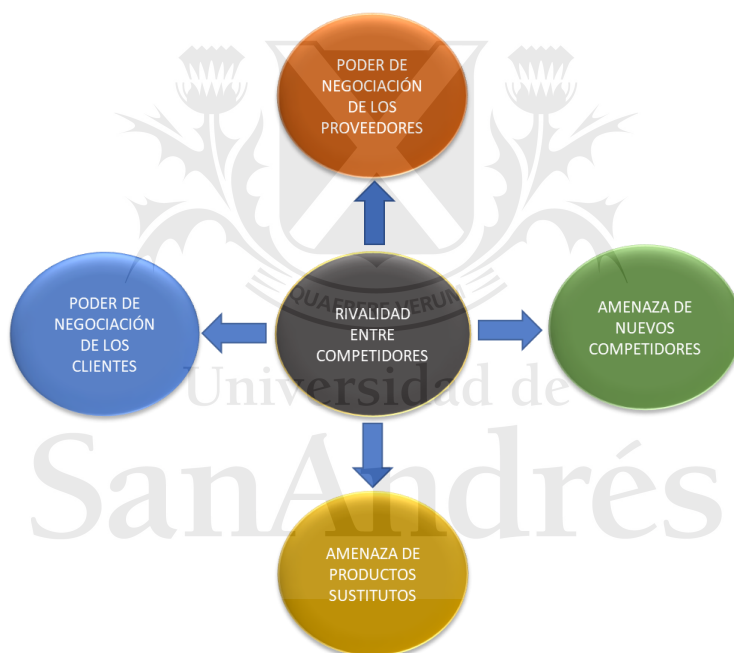


Imagen N°3: Cinco Fuerzas de Porter. Elaboración propia.

#### Amenaza a nuevos competidores

Los nuevos participantes aportan innovación, nuevas formas de hacer las cosas y ejercen presión sobre Shake Shack a través de una estrategia de precios más bajos, reduciendo costos y brindando nuevas propuestas de valor a los clientes. Shake Shack Inc. tiene forma de manejar todos estos desafíos y construir barreras efectivas para salvaguardar su ventaja competitiva.

Por un lado, Shake Shack se mantiene Innovando nuevos productos y servicios, que no solo atraen a nuevos clientes, sino que también brindan a los antiguos clientes una razón para



comprar sus productos. Además, Shake Shack tiene la posibilidad de construir economía de escala para que pueda reducir el costo fijo por unidad a medida que continúe expandiendo. Asimismo, la compañía invierte continuamente en lo que refiere a la investigación y el desarrollo. Es menos probable que los nuevos participantes ingresen a una industria dinámica donde los actores establecidos están continuamente definiendo los estándares con regularidad. Reduce significativamente la ventana de ganancias extraordinarias para las nuevas empresas y, por lo tanto, desalienta a los nuevos jugadores en la industria.

#### Poder de negociación con los proveedores

Casi todas las empresas de la industria de los restaurantes especializados compran su materia prima a numerosos proveedores. Los proveedores en posición dominante pueden reducir los márgenes que Shake Shack Inc. puede obtener en el mercado. El impacto general de un mayor poder de negociación con los proveedores es que reduce la rentabilidad general de los restaurantes especializados.

Por lo general no es un gran problema en la industria ya que los proveedores entregan materias primas que no se diferencian en gran medida entre sí. Parte de la filosofía de Shake Shack es ofrecer los mejores ingredientes por lo que decide trabajar con pocos proveedores, sin embargo, las ventas de estos proveedores dependen de las ventas a Shake Shack por lo que le da cierta ventaja.

#### Poder de negociación de los clientes

Los compradores suelen ser muy exigentes, buscan comprar las mejores ofertas disponibles pagando el precio mínimo posible. Esto ejerce presión sobre la rentabilidad de Shake Shack Inc. a largo plazo. Cuanto más pequeña y poderosa sea la base de clientes de Shake Shack Inc., mayor será el poder de negociación de los clientes y mayor será su capacidad para buscar mayores descuentos y ofertas.

Shake Shack pertenece a un segmento específico, pero a través de la estrategia de innovación puede superar esta problemática. Los clientes a menudo buscan descuentos y ofertas en productos establecidos, por lo que crear nuevos productos puede limitar el poder de negociación de los compradores. Al mismo tiempo la innovación puede captar nuevos clientes expandiendo su menú a una mayor variedad de productos.

#### Amenaza de productos sustitutos

La amenaza de un producto o servicio sustituto es alta si ofrece una propuesta de valor que sea únicamente diferente de las ofertas actuales de la industria. La industria de restaurantes

actualmente ofrece una gran variedad de productos de distintas calidades, no pareciera ser un problema este punto. Shake Shack hace mucho foco en el servicio tanto como en el producto por lo que puede lograr mantenerse alejado del riesgo.

#### Rivalidad entre competidores

Si la rivalidad entre los actores existentes en una industria es intensa, bajará los precios y disminuirá la rentabilidad general de la industria. Shake Shack opera en una industria de restaurantes especializados muy competitiva. Esta competencia afecta la rentabilidad general a largo plazo de la organización.

Shake Shack tiene herramientas importantes para lograr una diferenciación con respecto a la competencia. Manteniendo su filosofía de hospitalidad, su compromiso con las comunidades y su presencia en las redes sociales puede significar una ventaja. Es importante que se mantenga activa en la investigación del mercado analizando las nuevas tendencias, seguir innovando en sus productos y ofreciendo su especial servicio que logren seguir atrayendo a los clientes.

#### Ventaja competitiva sostenible

La ventaja competitiva sostenible son los atributos únicos de una organización que son difíciles de imitar y que logran crear una posición sobre sus competidores a largo plazo y sostenible, y que al mismo tiempo aumenta la percepción del valor de la marca por parte del cliente.

Como ya se mencionó, los puntos fuertes de la compañía son su filosofía, su foco en los empleados, la innovación en los productos, su relación con la comunidad y su presencia en las redes sociales.

La compañía se funda bajo la noción de hospitalidad elevada. En el libro de Meyer "*Setting the Table*", él explica a qué se refiere su filosofía, donde antepone a los empleados por sobre los clientes, luego la comunidad, los proveedores y por ultimo los inversores. Al mismo tiempo deja en claro la distinción entre el servicio y la hospitalidad, donde declara que el servicio es la entrega técnica de un producto y la hospitalidad es la forma en que la entrega de ese producto hace sentir al destinatario. Este punto explica como la compañía logra diferenciarse de la competencia y como dice Meyer en su libro, "explica como un restaurante de 4 estrellas puede atraer menos clientes leales que restaurantes de 2 o 3 estrellas con alma".

El siguiente punto importante es la inversión que la compañía hace en construir los mejores equipos de trabajo. La compañía se asegura de que todo su personal ofrezca un alto nivel de servicio al cliente. A la hora de contratar nuevos empleados, los gerentes prefieren personas con altas habilidades emocionales más que las habilidades técnicas. Mientras la compañía se

mantenga por ese sendero y logre atraer clientes, no solo por sus productos sino más bien por sus servicios, va a lograr una ventaja competitiva valorable.

Por otro lado, la compañía está altamente comprometida con la comunidad. A la hora de abrir nuevos locales la compañía realiza un trabajo de investigación de forma tal de adaptarse de la mejor manera a la comunidad, trabaja tanto con chefs como con diseñadores locales para lograr el mejor impacto. También se mantiene activo en los eventos comunitarios y realiza donaciones importantes a centros de ayuda. Tener una imagen positiva en cada lugar de apertura es muy importante para lograr atraer clientes.

Por último, pero no menos importante, la compañía no invierte mucho presupuesto en la publicidad, sino que logra captar la presencia de youtubers y personas dedicadas a las redes sociales gracias a sus servicios lo que genera un impacto positivo. Hoy en día las redes sociales atraen y mueven muchísima gente joven.

## 4. ANÁLISIS FINANCIERO

A continuación, se realizará un análisis financiero de Shake Shack Inc. con el fin de detectar las variables más relevantes que expliquen posteriormente el cálculo del valor de la compañía. En primera instancia se analizan la evolución de las ventas y los márgenes, para luego pasar a examinar los distintos indicadores de crecimiento, de rentabilidad, de actividad, crediticios y de la industria.

### 4.1. VENTAS

Shake Shack Inc es una compañía relativamente joven, pero gracias a su estrategia de expansión se ubican dentro de las compañías con mayor tasa de crecimiento de la industria. El gráfico N° 18 respalda lo anteriormente dicho, en el año 2015 el crecimiento anual de las operaciones propias de la compañía fue de 64% que luego se fue estabilizando hasta alcanzar una tasa del 29%. El año 2020 fue un año particular donde la situación global impidió que la empresa continúe en esa senda de expansión y provocó el cierre de gran parte de los locales a lo largo del año. El CAGR entre el año 2015 y el 2020 es de 22.5%, pero sin tener en cuenta el último año, el CAGR es del 33.1%.

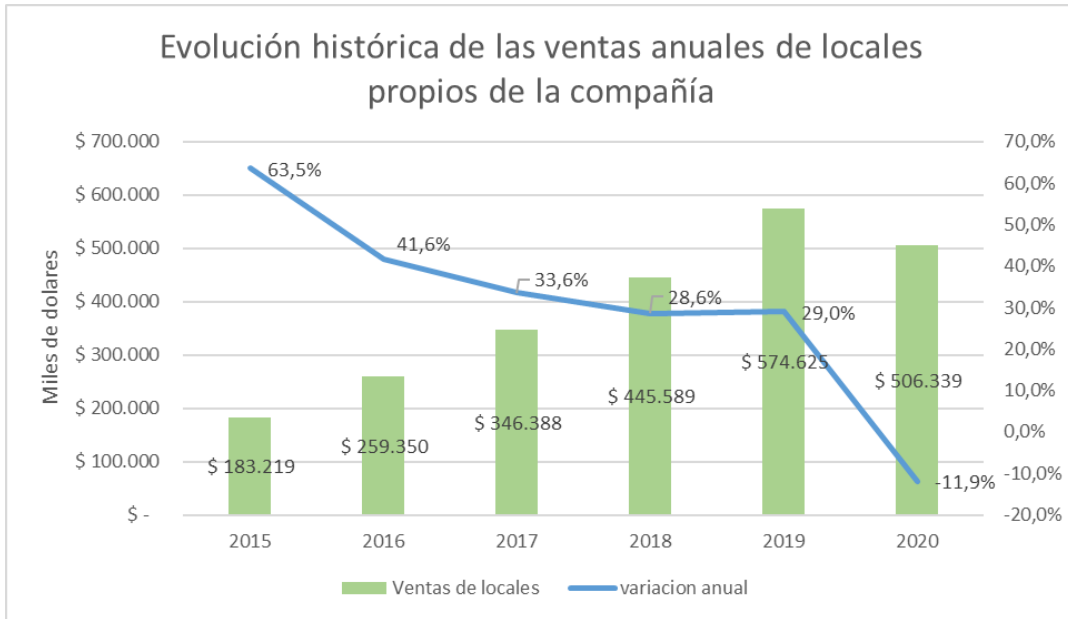


Gráfico Nº18: Elaboración propia, datos obtenidos de los informes anuales de la compañía.

Asimismo, las licencias también presentan un crecimiento importante en los últimos años llegando a crecer al 45% en el año 2019. Así como las restricciones impuestas en Estados Unidos impactaron negativamente en la operación de los restaurantes, el resto de los países donde Shake Shack se hace presente a través de las licencias también lo sufrieron. A pesar de que representan el 3% de las ventas totales, el negocio de las licencias resulta muy rentable para la compañía ya que no incurren en gastos relevantes.

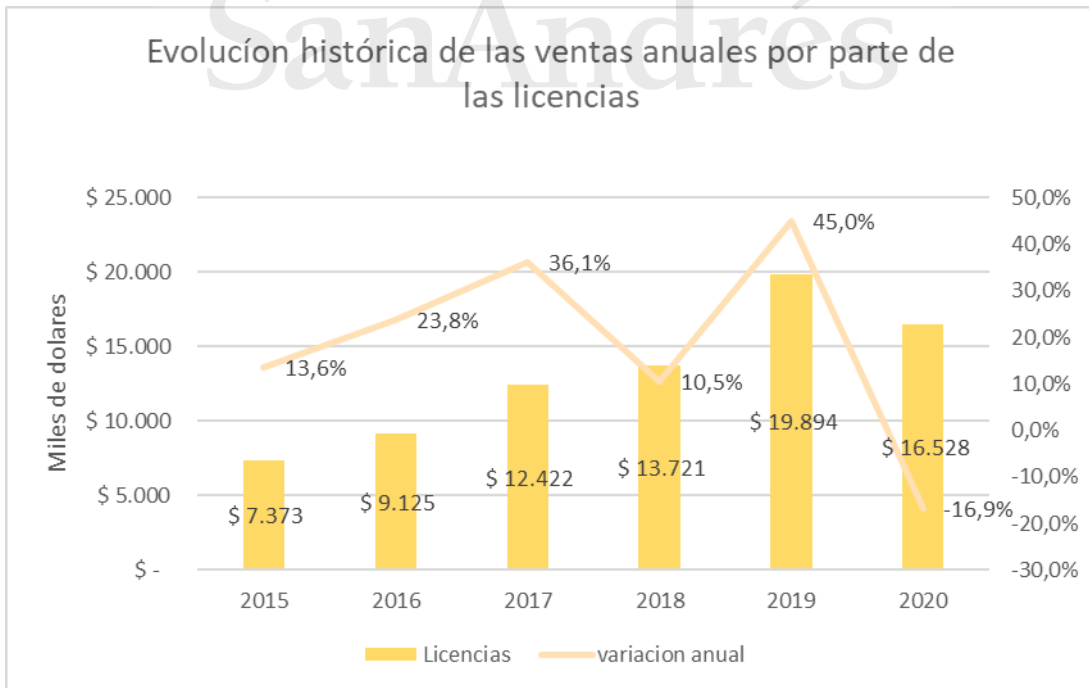


Gráfico Nº19: Elaboración propia, datos obtenidos de los informes anuales de la compañía.

#### 4.1.1. Impacto de la pandemia

El impacto del COVID en el último año produjo una caída en las ventas de 12%. A pesar de ello, la compañía experimento una firme recuperación en el negocio durante el cuarto cuatrimestre del 2020. Como respuesta a la pandemia, en marzo se cerraron los comedores de todos los locales y temporalmente pasaron a trabajar únicamente bajo el modelo de retiro de pedido. A medida que fueron permitiendo, y siempre con la seguridad como prioridad, fueron reabriendo locales bajo estrictas medidas de sanidad. Ya para fines del cuarto cuatrimestre, aproximadamente la mitad de los locales domésticos tenían abierto los comedores con distintas capacidades restrictivas donde la gran mayoría utilizaba mesas al aire libre.

En el gráfico N° 20 se puede observar la variación de las ventas mensuales por local del año 2020 comparado con el año 2019. Se toma el promedio de ventas mensuales por local con ajustes a modo comparativo. Para el mes de abril figura una disminución del 56% con respecto a las ventas del año anterior mientras que en diciembre de tan solo 1%.

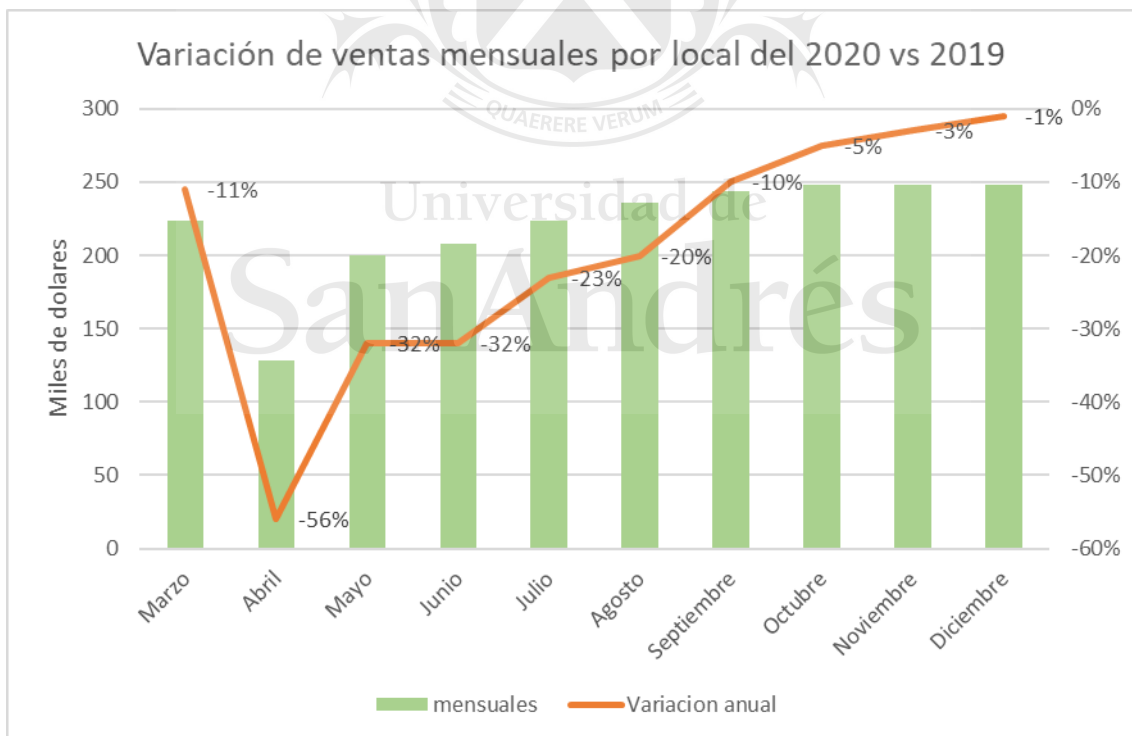


Gráfico N°20: Elaboración propia, datos obtenidos de los informes anuales de la compañía.

En el gráfico N° 21 se observa la variación de las ventas mensuales por las licencias del año 2020 comparado con el año 2019. Tener en cuenta que la compañía cobra únicamente un porcentaje

de las mismas. La recuperación que muestra es similar a la de los locales propios donde en abril solo había un total de 56 locales abiertos mientras que en diciembre 106 estaban abiertos.

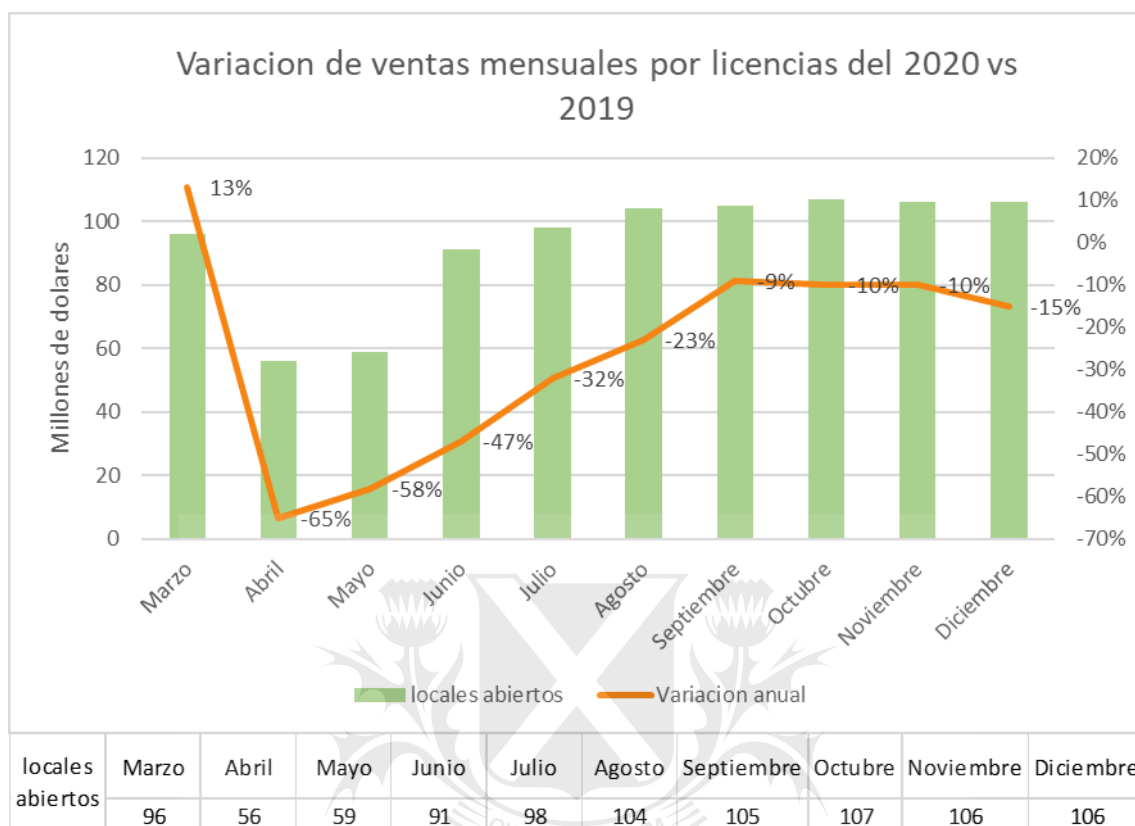


Gráfico N°21: Elaboración propia, datos obtenidos de los informes anuales de la compañía.

Las ventas mejoraron a lo largo de todas las regiones (gráfico N° 23) gracias a la recuperación de los rendimientos de los comedores tanto en zonas urbanas como suburbanas, combinado con altos niveles de ventas digitales. Para el cuarto trimestre, las ventas estaban un 31% por debajo para las zonas urbanas y casi sin diferencias para las zonas suburbanas (gráfico N° 22). Para fines de año se contaba con 61 locales en zonas suburbanas y 53 en zonas urbanas.

Como se esperaba, las zonas urbanas continúan afectadas en gran medida por la pandemia mientras que las zonas suburbanas se están recuperando a niveles pre-pandemia con rapidez. Nueva York en particular continua con bajos niveles de venta y se espera que continua esta tendencia hasta que tanto las oficinas como el turismo se recuperen.

Vale agregar la importancia de las ventas digitales a lo largo del año como se mostró en el gráfico N°2 representaban el 59% de las ventas totales en el último trimestre y se espera que continúe esta tendencia para el 2021.

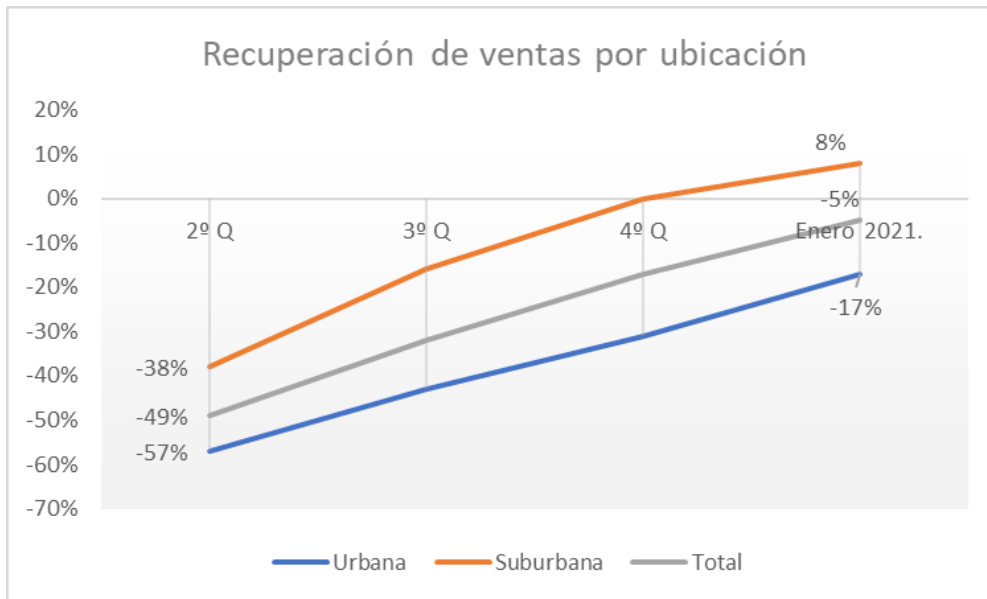


Gráfico N°22: Elaboración propia, datos obtenidos de los informes anuales de la compañía.

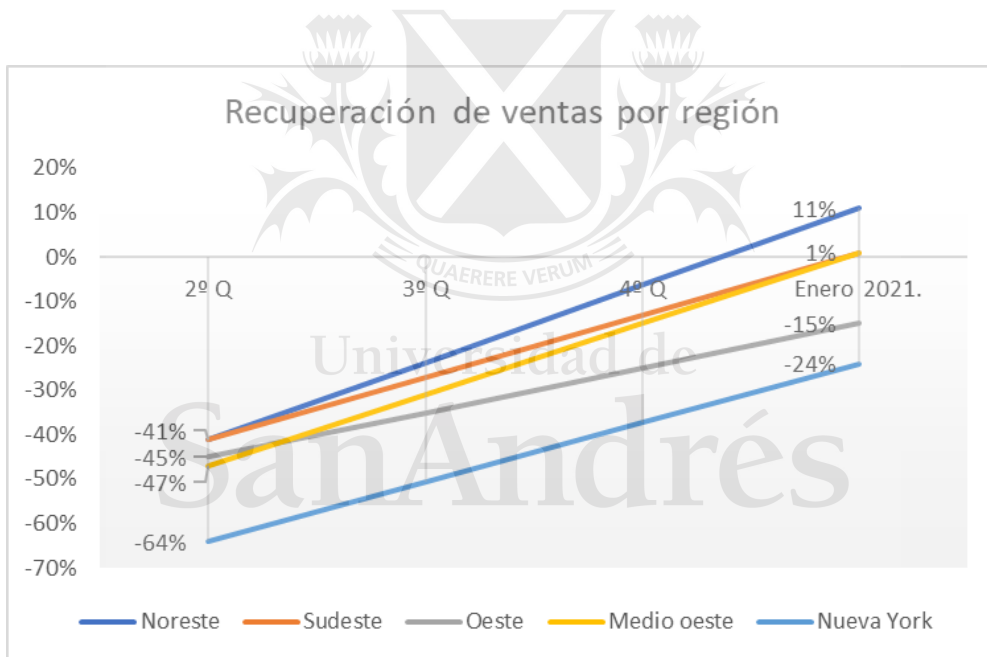


Gráfico N°23: Elaboración propia, datos obtenidos de los informes anuales de la compañía

#### 4.2. COSTOS Y MÁRGENES

En el siguiente gráfico se pueden observar la evolución de los costos de los últimos años.

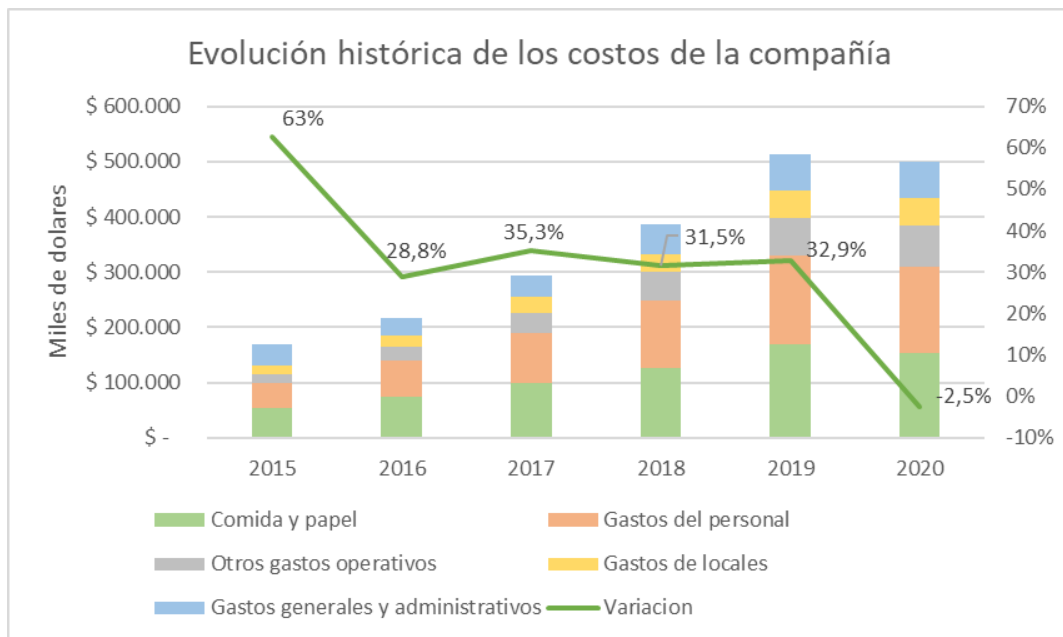


Gráfico N°24: Elaboración propia, datos obtenidos de los informes anuales de la compañía

Los costos se encuentran divididos en 5 segmentos:

- Costos de comida y papel: representa el 30.7% del costo total. Incluye todos los costos directos relacionados con la comida, la bebida y el empaquetamiento. Dependen directamente de las ventas y son impactados por la variación de los costos de las materias primas.
- Gastos del personal: representa el 31.4% del costo total. Incluye los salarios del personal, bonus, compensación a través de acciones y beneficios médicos. Este concepto crece a medida que abren nuevos locales y es influenciado tanto por el salario mínimo, impuestos y costos médicos.
- Otros gastos operativos: representa el 14.7% del costo total. Consiste en los gastos de marketing, reparaciones y mantenimiento y otros costos que inciden sobre las operaciones como seguros y comisiones de tarjetas de crédito.
- Gastos generales y administrativos: representa el 12.9% del costo total. Son todos los costos administrativos que respaldan las operaciones de la compañía.
- Gastos de los locales: representa el 10.3% del costo total. Incluyen todos los gastos de ocupación como los alquileres y gastos de áreas comunes.

En el año 2020, todos los costos se incrementaron en porcentaje sobre las ventas con respecto a los años anteriores dado el impacto del COVID. Los costos de empaquetamiento aumentaron por el aumento en la modalidad de retiro de pedidos. Por otro lado, se redujo el personal a lo



largo de todos los locales, parte compensado por la apertura de los nuevos locales. También los gastos del personal variaron por la entrega de un pago temporal adicional del 10% a los empleados como ayuda durante la pandemia, por otro lado, se redujeron los pagos de horas extra. El concepto otros gastos operativos también se incrementó en términos porcentuales por la mayor venta vía digital que significó mayor gasto en comisiones, aunque parte se compensa por el menor gasto en mantenimiento.

En el gráfico N° 25 se puede observar la evolución del margen operativo de la compañía. El mismo se obtiene deduciendo de las ventas todos los gastos operativos y administrativos como así también las depreciaciones y otros costos relacionados al negocio y expresando dicho resultado en relación con las ventas.

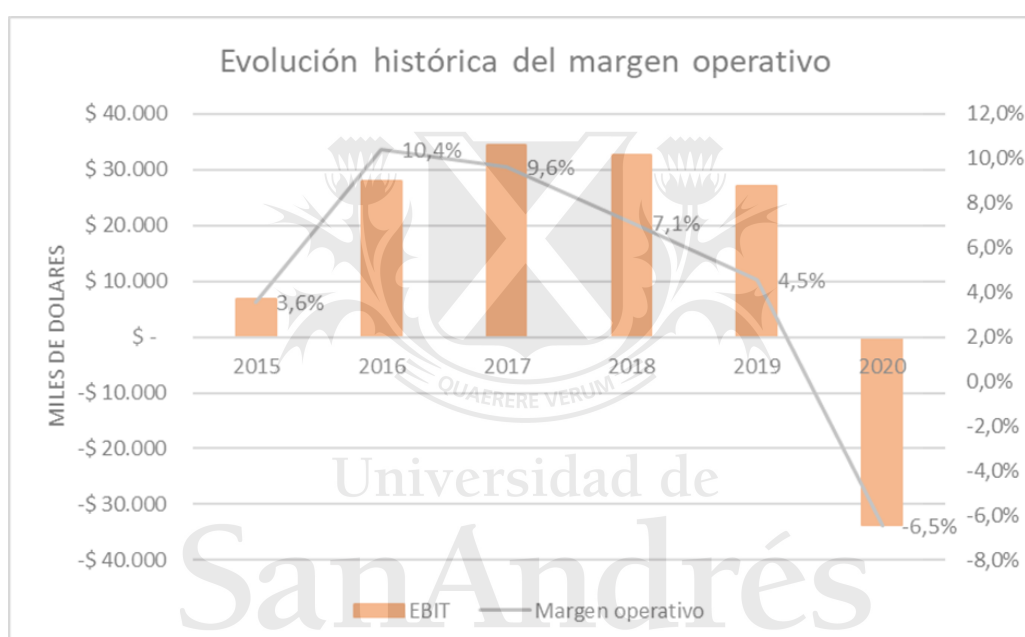


Gráfico N°25: Elaboración propia, datos obtenidos de los informes anuales de la compañía.

El margen operativo ronda entre el 4 y el 10% entre el 2015 y el 2019 y llegó a un mínimo del menos 6.5% en el año 2020. El EBIT está impactado por los costos de apertura.

La compañía muestra las típicas características de una compañía joven en expansión, con fuertes ventas, pero con bajos márgenes. La caída en el margen se debe más que nada a los gastos adicionales que la compañía incurre durante su etapa de expansión. Los gastos de apertura, a pesar de ser gastos normales de la compañía para lograr su desarrollo, le terminan restando aproximadamente 2 puntos al margen en cada año. Se tratan de costos previos a la apertura que consisten en honorarios legales, alquiler, salarios de gerentes, costos de capacitación y gastos relacionados a reubicación y compensación de equipos de administración.

Otro indicador clave para entender la rentabilidad de un negocio es el margen EBITDA. De igual forma que el margen operativo, el indicador se calculó restando a las ventas tanto los costos operativos como administrativos, pero sin tener en cuenta las amortizaciones y depreciaciones.

El EBITDA al no tener en cuenta los términos contables de depreciaciones, amortizaciones y deterioros es el término que más se asemeja al flujo de caja operativo por lo que nos da un panorama más claro del rendimiento del negocio.

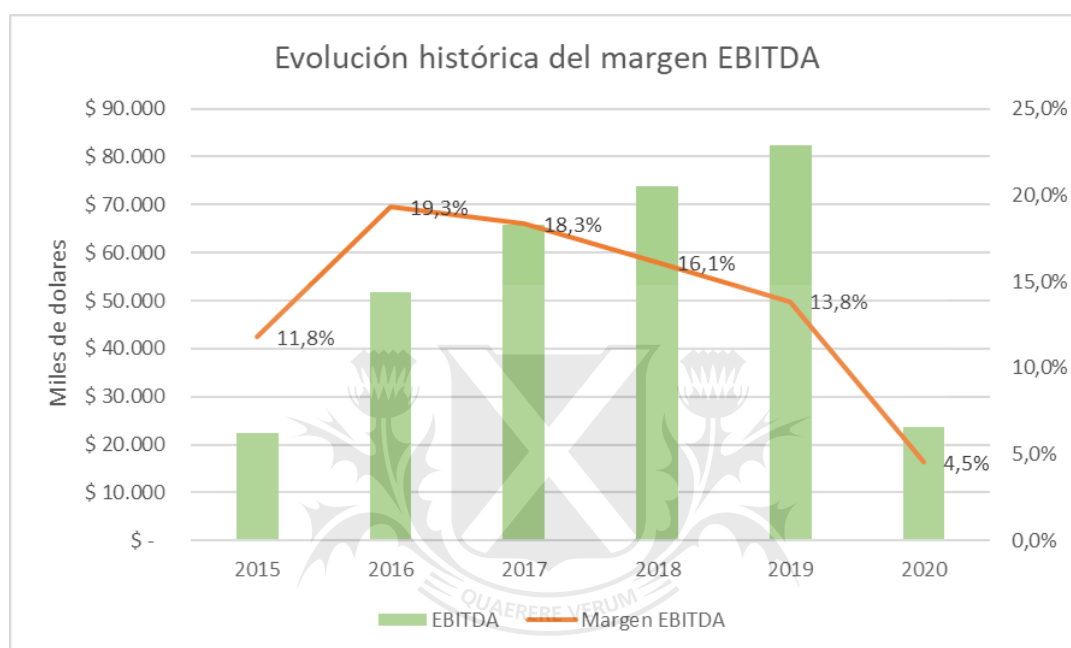


Gráfico Nº26: Elaboración propia, datos obtenidos de los informes anuales de la compañía.

Sin tener en cuenta el último año, el margen promedio de EBITDA fue de 15,9%. Con los años el margen fue disminuyendo más que nada por la inversión que la compañía le dedica al personal y por aumentos en las materias primas. El nivel del margen del año 2020 se explica más que nada por la caída en las ventas y por costos extras que la compañía tuvo que asumir para adaptarse tanto a las nuevas normas del estado como a las nuevas tendencias del mercado.

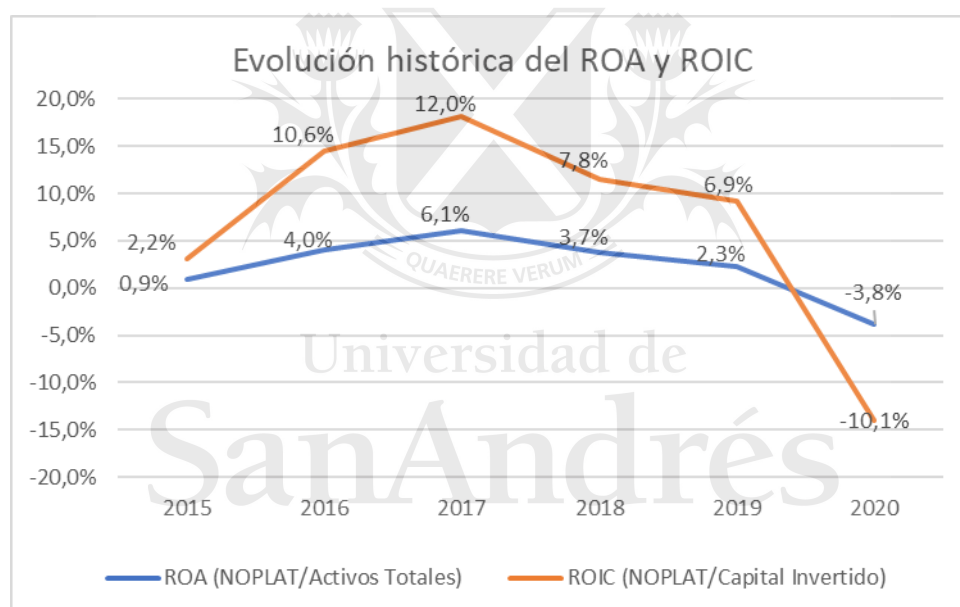
#### 4.3. RATIOS DE RENTABILIDAD

Los indicadores de rentabilidad son aquellos índices financieros que sirven para medir la efectividad de la administración de la empresa y analizan la capacidad de generar ganancias. Dentro de los indicadores de rentabilidad se encuentra el margen operativo, ya desarrollado en la sección anterior. A continuación, se analizarán los indicadores ROA, ROIC y ROE.

El rendimiento de los activos (ROA) es un indicador de la rentabilidad que da una idea de cuán eficiente es la administración de una empresa en el uso de sus activos para generar ganancias. El ROA se calcula como la relación entre NOPLAT (EBIT menos impuestos) sobre los activos totales de la compañía.

El rendimiento del capital invertido (ROIC) es un cálculo que se utiliza para evaluar la eficiencia de una empresa en la asignación del capital bajo su control a inversiones rentables. El ROIC se calcula como la relación entre NOPLAT (EBIT menos impuestos) sobre el capital invertido de la compañía (patrimonio neto mas deuda financiera).

El rendimiento sobre el capital (ROE) es una medida del desempeño financiero que se calcula dividiendo la utilidad neta por el patrimonio neto. Dado que el patrimonio neto es igual a los activos de una empresa menos su deuda, el ROE se considera el rendimiento de los activos netos.



*Gráfico N°27:Elaboración propia, datos obtenidos de los informes anuales de la compañía.*

Como se puede observar, el ROIC se muestra muy variable año tras año. En los primeros años fue creciendo gracias al aumento en los resultados operativos de la compañía, el valor de -10.1% del último año se debe a la caída en las ventas. En cuanto al ROA, se muestra un poco más estable año tras año. La baja tasa del año 2020 también corresponde a la caída en las ventas.

En el gráfico N° 28 se puede ver la evolución del ROE. En el año 2015 el indicador se situó en 2% alcanzando un pico al año siguiente de 11% para luego rondar entre el 4 y 8% hasta la caída del último año.

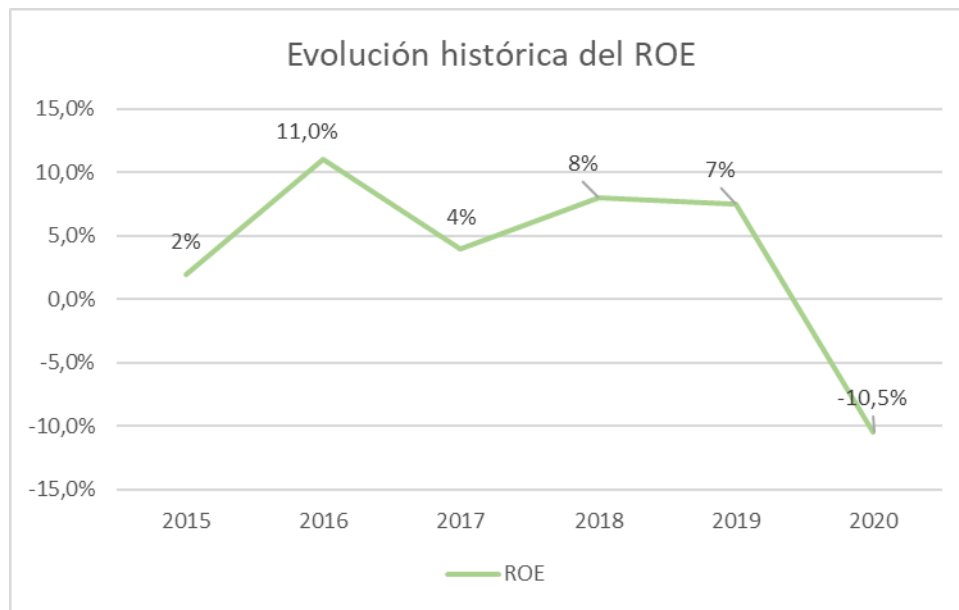


Gráfico N°28:Elaboración propia, datos obtenidos de los informes anuales de la compañía.

Para facilitar la comprensión del indicador y sus movimientos en los últimos años se procede a realizar el análisis de Dupont que permite desglosar el ROE en las variables que mejor lo explican, estos son el margen neto, la rotación de activos y el multiplicador de capital.

Análisis de Dupont Shake Shack						
Variables	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROE	2,0%	11,0%	4,0%	8,0%	7,5%	-10,5%
Margen neto (UN/ventas)	1,6%	8,2%	2,5%	4,8%	4,1%	-8,7%
Rotacion de activos (ventas/activos)	0,50	0,50	0,76	0,75	0,61	0,46
Multiplicador de capital (activos/PN)	2,42	2,67	2,10	2,23	3,01	2,64

Tabla N° 3: Elaboración propia, fuente: informes anuales de la compañía.

El margen neto representa la utilidad neta con relación a las ventas. Para obtener la utilidad neta se tiene en cuenta tanto el resultado operativo del negocio como así también otros ventas y perdidas que no dependen de las operaciones principales de la compañía, y también contempla el pago de intereses e impuestos. Como se puede ver en la tabla, el margen neto fue variando en la misma intensidad que el ROE. Comenzando con una tasa del 1.6% en 2015, subió a un máximo del 8.2% en 2016 más que nada por el aumento en las ventas y los márgenes operativos. En el año 2017 el margen cae a 2.5% explicado principalmente por el reconocimiento de impuestos diferidos que desvirtúan el resultado de ese año. El margen luego vuelve a aumentar, pero a menores niveles que en 2016 hasta un 4.8%, ya que, a pesar del aumento en las ventas, también crecieron en gran medida las depreciaciones además del resto de los costos. El margen

en el 2020 es impactado tanto por el menor margen operativo por la caída en las ventas como por el reconocimiento de deterioros y las depreciaciones.

La rotación de activos representa el número de veces al año que rotaron los activos para poder obtener ventas. Si la empresa ha ido incrementando dicho indicador significa que está siendo más eficiente para administrar sus recursos. Al observar la tabla N° 3, vemos como este componente pasa de 0.5 en el año 2015 a 0.76 en el 2017. Esto significa que la compañía fue mejorando con el tiempo el rendimiento de sus activos. Como ya se mencionó, en el año 2020 disminuyeron todos los indicadores debido a la caída en las ventas más que nada por factores externos, por lo que no significa un mal desempeño de la compañía.

El multiplicador de capital refleja el apalancamiento financiero de la empresa. Se interpreta como el número de unidades monetarias de activos que se adquirieron por cada unidad monetaria aportada por los accionistas. Si el ratio es igual a 1 significa que la organización solo se ha financiado con recursos propios. En cambio, si es mayor a 1, sí se ha solicitado deuda a terceros. En este caso el ratio se muestra bastante parejo a lo largo de los años lo que no explicaría las variaciones que presenta el ROE.

#### 4.4. RATIOS DE ACTIVIDAD

Un indicador de actividad es un tipo de métrica financiera que indica qué tan eficientemente una empresa está apalancando los activos en su balance general para generar ventas y efectivo. Los índices de actividad ayudan a medir cómo una empresa maneja la administración de inventario, que es clave para su fluidez operativa y salud fiscal general.

En la siguiente tabla se detalla la evolución de los ratios de actividad desde el 2015 al 2020.

RATIOS DE ACTIVIDAD	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Días de inventario	3,66	3,99	4,67	5,06	4,82	6,87
Días de cuentas a cobrar	8,08	8,17	5,74	8,36	6,12	6,61
Días de cuentas a pagar	45,80	34,25	30,47	36,09	31,04	55,91

*Tabla N° 4:Elaboración propia, fuente: informes anuales de la compañía.*

Los días de inventario miden la frecuencia con la que se vende el saldo del inventario durante un período. El costo de los bienes vendidos se divide por el stock de inventario y se multiplica por la cantidad de días al año. En la tabla se puede ver que los días de inventarios se mantienen estables entre 4 y 7 días para los últimos años. La compañía no necesita estoquearse demasiado para mantener su nivel de operaciones.

Los días de cuentas por cobrar determinan la capacidad de una entidad para cobrar dinero de sus clientes. Las ventas totales se dividen por el saldo de las cuentas por cobrar durante un año. En el caso de Shake Shack los días de cobro se mantienen estables y bajos a lo largo del año.

Los días de cuentas a pagar se refieren a la capacidad de financiarse de la compañía con respecto a sus proveedores. El costo de los bienes vendidos se divide por el saldo de las cuentas a pagar multiplicado por la cantidad de días en el año. En este caso, los días de pago van desde un mínimo de 30 a un máximo de 55 días.

En el siguiente gráfico se puede observar la evolución del capital de trabajo a lo largo de los años que se calcula como la suma de los saldos de cuentas a cobrar más los saldos de inventarios y se le resta los saldos de cuentas por cobrar. El capital de trabajo hace referencia a la necesidad de inversión para lograr el giro normal del negocio. En los últimos años se mantuvo en valores negativos lo que significa que la empresa está bien financiada por los proveedores y no necesita aportar mayor capital para sostener tanto los inventarios como las cuentas a cobrar.

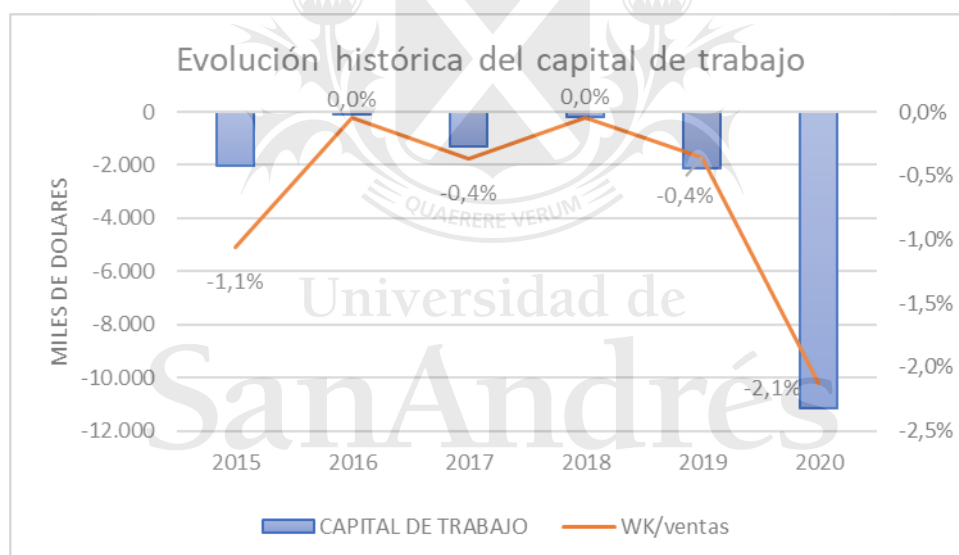


Gráfico Nº29: Elaboración propia, datos obtenidos de los informes anuales de la compañía.

#### 4.5. RATIOS CREDITICIOS

Los ratios crediticios dan una idea de la capacidad de pago de deuda que tiene una compañía. Antes de pasar a analizar los principales ratios crediticios, se especificara la deuda financiera contraída por la compañía en los últimos años.

El gráfico Nº 30 muestra la evolución de la estructura de capital de la compañía.

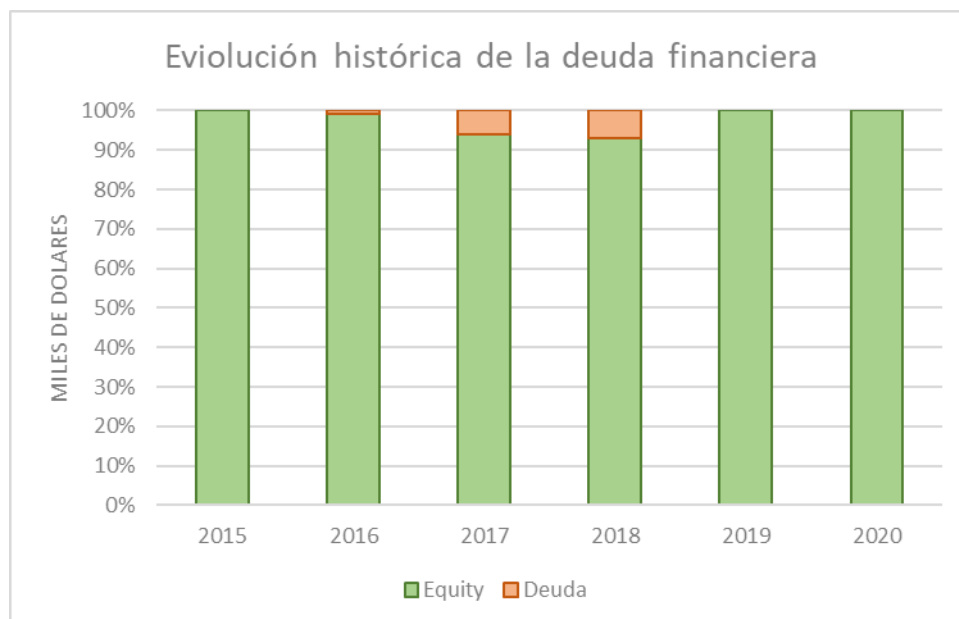


Gráfico N°30: Elaboración propia, datos obtenidos de los informes anuales de la compañía.

Shake Shack mantiene un nivel de deuda muy bajo y para fines del 2020 no cuenta con deuda financiera.

A continuación, se muestra la evolución de los indicadores crediticios de la compañía.

RATIOS CREDITICIOS		2015	2016	2017	2018	2019	2020
Razon de endeudamiento	(D/E+D)	0,00	0,01	0,06	0,07	0,00	0,00
Liquidez	(A.C/P.C)	3,29	2,65	2,74	1,69	0,88	1,85
Cobertura de intereses	(EBITDA/INT)	67,54	138,67	40,00	30,60	189,55	29,03
Plazo de repago de deuda	DEUDA FIN./EBITDA	0,00	0,04	0,22	0,28	0,00	0,00

Tabla N° 5: Elaboración propia, fuente: informes anuales de la compañía.

La razón de endeudamiento es cero dado que la compañía no toma deuda financiera. El ratio de liquidez se mantiene por encima del nivel 1.5, es decir que cuenta con la solvencia adecuada para hacer frente a sus deudas de corto plazo. En cuanto a la cobertura de intereses revela que el EBITDA de la compañía puede cubrir cómodamente los intereses generados por la deuda. El periodo de repago de la deuda se calcula como la deuda financiera sobre el EBITDA, ósea da una idea de la capacidad de pago de las deudas con los resultados del negocio, la compañía no presenta deuda financiera.



#### 4.6. RATIOS DE LA INDUSTRIA

Un indicador fundamental en la industria de los restaurantes es el crecimiento de las ventas de los mismos locales ya que es una forma de medir el rendimiento de los locales establecidos durante un periodo de tiempo determinado. Es un indicador que permite determinar la eficacia en la gestión de los locales para generar crecimiento de ventas a partir de activos ya existentes.

Si la mayor parte del aumento de las ventas de una empresa proviene de la apertura de nuevos locales, esto puede indicar que la demanda de los productos de la empresa se está estancando y que se puede esperar poco crecimiento futuro de las ventas una vez que la empresa alcance su nivel de locales objetivo.

Para Shake Shack es muy importante analizar este indicador ya que gran parte de la estrategia de expansión de la compañía depende de ello. El crecimiento se logra captando más cantidad de clientes en locales ya operativos. La continua innovación de productos sumado a inversiones en marketing y publicidad puede lograr mantener los locales funcionando a una alta utilidad.

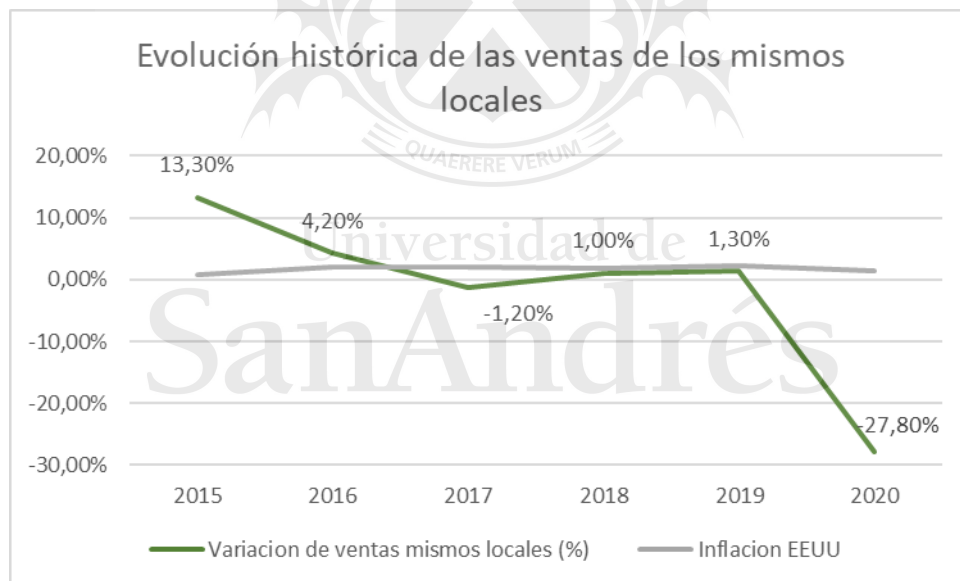


Gráfico N°31:Elaboración propia, datos obtenidos de los informes anuales de la compañía.

El porcentaje de crecimiento de los mismos locales refleja el cambio en las ventas de locales operados por la Compañía año tras año abiertos durante 24 meses fiscales completos o más. Desde el 2017 el crecimiento de ventas de mismos locales mantuvo niveles por debajo de la inflación de Estados Unidos.

Esto se puede explicar a partir de dos variables, el ticket (tamaño del pedido) y el volumen de clientes.

Variables que explican la variación en las ventas de mismos locales						
VARIABLES	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ticket	7,80%	3,10%	2,00%	3,70%	1,80%	9,10%
Volumen de clientes	5,50%	1,10%	-3,20%	-2,70%	-0,50%	-36,90%

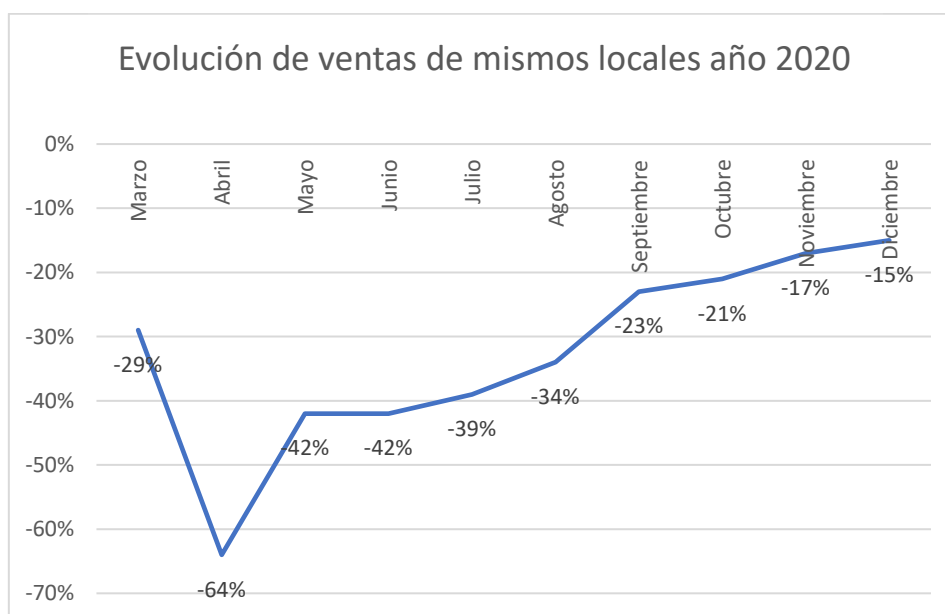
Tabla Nº 6: Elaboración propia, fuente: informes anuales de la compañía.

Como se detalla en la tabla Nº 6, la baja tasa de crecimiento a partir del año 2017 se debe mas que nada a la variación negativa del volumen de los clientes que parte se compensa por el aumento en el ticket.

Hay que tener en cuenta que la compañía presenta ventas anuales por local superiores a los de la industria, alrededor de USD 4.000 miles de dólares para los primeros años y disminuyendo un poco a USD3.600 para los años siguientes. La caída en el volumen de los clientes de los mismos locales se explica en base a que los nuevos locales abren con altos volúmenes dado el impacto positivo que genera la marca al desembarcar en nuevos mercados que luego son difíciles de mantener. Hasta el momento la compañía presta mayor atención en el crecimiento a partir de aperturas de nuevos clientes sobre el crecimiento de ventas de los locales existentes. Al ir abriendo nuevos locales es normal que las ventas anuales por local bajen un poco.

A futuro, la compañía planea mejorar este indicador, manteniendo y captando nuevos clientes a través de innovaciones de nuevos productos, actualizaciones tecnológicas, ampliaciones de modalidades de retiro de pedido, integración con las comunidades y excelente hospitalidad.

En el siguiente gráfico se puede observar la recuperación de las ventas de mismos locales a lo largo del 2020.



*Gráfico N°32: Elaboración propia, datos obtenidos de los informes anuales de la compañía.*

Las ventas de mismos locales mejoraron de forma secuencial a lo largo del año, los rendimientos estuvieron impulsados por aumentos en la cantidad de los comensales dentro de los locales, combinado con una alta retención de ventas digitales. Para el año fiscal 2020, las ventas de los mismos locales bajaron un 27.8% más que nada por una disminución del 36.9% en el tráfico de clientes parcialmente compensado por aumentos de ventas en el tamaño de los pedidos. Se paso de un valor mínimo de -64% en abril a -15% en diciembre.

#### 4.7. COMPARACIÓN CON LA COMPETENCIA

Para cerrar el análisis financiero de la compañía, en esta sección se analizarán y compararán los principales indicadores de gestión de Shake Shack contra otras compañías de la misma industria. Para ello se eligieron compañías que cotizan en la bolsa de Estados Unidos para poder obtener toda la información necesaria. Las compañías seleccionadas a tal fin son las siguientes:

- Chipotle Mexican Grill: restaurante de comida mexicana, segmento *fast casual*.
- Red Robin: Restaurante de hamburguesas, segmento *fast casual*.
- Domino's Pizza: restaurante de pizza, segmento *fast food*.
- The Wendy's company: Restaurante de hamburguesas, segmento *fast food*.
- Good Times Restaurants: Restaurante de hamburguesas, segmento *fast casual*.

Todos los valores de la presente sección fueron calculados en base a los datos del año 2019 para lograr una comparación mas justa, ya que el año 2020 puede mostrar información muy distorsionada por el impacto del COVID.

En la siguiente tabla se observan los indicadores de rentabilidad y de industria:

Indicadores de rentabilidad y de industria de Shake Shack vs comparables						
Compañía	CAGR ventas (5 años)	ROA	ROIC	ROE	Margen EBITDA	Crecimiento mismos locales
Shake Shack	22,4%	2,3%	6,9%	7,5%	13,8%	1,3%
Wendy´s	-2%	5%	8%	27%	15,8%	2,9%
Red Robin	1%	1%	1%	-1%	7,6%	-0,6%
Domino pizza	13%	35%	6%	12%	17,4%	4,3%
Chipotle	6%	7%	8%	21%	12,4%	5,2%
Good Times	26%	-1%	-2%	-15%	3,3%	5,8%

Tabla N° 7: Elaboración propia, fuente: informes anuales de las compañías.

Al comparar el crecimiento de las ventas entre las compañías, podemos ver que los CAGR son muy variables y entre ellas se puede destacar el alto nivel de CAGR de Shake Shack. Excluyendo Good Times que presenta una estructura mucho menor que el resto, el CAGR de las compañías ronda entre el -2% y 13% mientras que Shake Shack duplica el nivel más alto.

En cuanto al ROA y el ROIC, Shake Shack se ubica en la zona media de los valores que arrojan las compañías. En cuanto al ROE Shake Shack está por debajo del promedio, la mayoría de las compañías arrojan rendimientos por encima del 10%. El margen EBITDA parece razonable ubicándose por encima de la zona media. El crecimiento de los mismos locales son bajos, las compañías de la industria muestran valores entre el 3% y 6%.

En la siguiente tabla se observan los indicadores de actividad:

Indicadores de actividad de Shake Shack vs comparables				
Compañía	WK/ventas	Días de cobro	Días de inventario	Días de pago
Shake Shack	-0,35%	6,12	4,82	31,04
Wendy´s	5,77%	25,09	2,38	13,87
Red Robin	1,20%	6,21	31,79	39,75
Domino pizza	4,20%	21,21	8,72	18,30
Chipotle	-0,16%	5,26	5,15	22,88
Good Times	-1,66%	2,67	12,68	42,42

Tabla N° 8: Elaboración propia, fuente: informes anuales de las compañías.

Shake Shack se destaca por presentar un capital de trabajo negativo lo que indica que los proveedores financian las operaciones del negocio. Se puede ver que tanto los días de cobro

como los días de inventario de Shake Shack son de los mas bajos, mientras que los días de pago están en las primeras posiciones.

En la siguiente tabla se observan los indicadores crediticios:

Indicadores crediticios de Shake Shack vs comparables					
Compañía	Apalancamiento (D/E)	Razon de endeudamiento (D/D+E)	Cobertura de intereses (EBITDA/INT)	Liquidez (A.C/P.C)	Plazo de repago de deuda (DEUDA FIN./ EBITDA)
Shake Shack	0,00	0,00	189,55	0,88	0,00
Wendy's	4,37	0,81	2,32	1,58	8,37
Red Robin	0,24	0,19	9,50	0,54	2,06
Domino pizza	1,18	0,54	4,17	1,74	6,47
Chipotle	1,59	0,61	6,31	1,61	3,88
Good Times	0,44	0,31	4,76	0,53	3,57

Tabla N° 9: Elaboración propia, fuente: informes anuales de las compañías.

Con respecto a los indicadores crediticios, Shake Shack no presenta deudas por lo que su situación financiera no presenta inconvenientes para enfrentar pagos. El ratio de liquidez parece bajo pero de la tabla N°5 se puede observar que el año 2019 no es representativo en la situación histórica de la empresa. Los indicadores crediticios para el resto de las compañías son muy variables ya que poseen distintos niveles de apalancamiento.

## 5. VALUACIÓN

A partir del estudio hecho de la compañía, pasando por la descripción del modelo de negocio, habiendo analizado tanto la industria como la competencia, y habiendo detallado los principales indicadores financieros, a continuación, se procederá a realizar la valuación de Shake Shack Inc al 31 de diciembre del 2020. Para lograrlo, se utilizarán las siguientes dos metodologías:

- Valuación por flujo de fondos descontados
- Valuación por múltiplos

### 5.1. FLUJO DE FONDOS DESCONTADO

Este método establece que el valor de cualquier activo es igual al valor presente de los flujos de caja futuros esperados que genera el activo teniendo en cuenta los riesgos asociados a los mismos. En otras palabras, también se podría describir como la cantidad de dinero que alguien está dispuesto a pagar hoy para recibir el flujo de caja de los siguientes años.

Existen distintos modelos para el cálculo de los flujos de fondos descontados, pero el más utilizado es el flujo de caja libre de la firma (FFCF). Bajo este método, se intenta llegar al valor de la empresa al descontar los flujos de caja generados durante toda la vida de la compañía. Luego se puede estimar el valor del capital accionario descontando el valor de la deuda al resultado obtenido.

Una de las premisas que toma este método es el hecho de que la compañía tiene una vida infinita. Por lo tanto, el análisis se divide en dos partes: un periodo de pronóstico explícito y un valor terminal. En la primera parte, se realizan proyecciones de las principales variables que componen el flujo de caja para los siguientes años, y luego se estima el valor terminal resumiendo todos los flujos de caja futuros desde el periodo inicial para adelante. Para ambas etapas se necesita tanto una medida clara de los flujos de caja como una tasa de descuento apropiada.

El método se formula según la siguiente expresión:

$$VP_{FFCF} = \sum_{t=1}^N \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{VT_N}{(1 + WACC)^N}$$

$$VT_N = \frac{FCFF_N * (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Donde:

$VP_{FFCF}$ : Valor Presente del flujo de fondos de la firma

$FCFF_t$ : flujo de fondos de la firma en el periodo  $t$

$WACC$ : Tasa de descuento

$VT_N$ : Valor terminal en el periodo  $N$

$g$ : Tasa de crecimiento a perpetuidad

El flujo de caja de la firma representa la caja generada por la compañía que está disponible para todos los inversores luego de haber pagado los impuestos y luego de satisfacer las necesidades de inversión. Esto implica que el resultado puede utilizarse para distintos propósitos como la devolución de dinero a los accionistas, repago de deudas, adquisiciones entre otras cosas. Por

lo tanto, el valor presente de los flujos de caja de la firma corresponde a todos los proveedores de capital por lo que habría que restarle la deuda para llegar al valor del capital accionario.

Teniendo en cuenta que:

$$EV = VP_{FFCF}$$

Donde:

*EV: Valor total de la compañía*

Entonces:

$$EV = E + D$$

Donde:

*E: Valor de mercado del capital accionario*

*D: Valor de mercado de la deuda*

Ósea:

$$E = EV - D$$

En el caso de que la compañía cuente con caja presente, por ejemplo, en el banco, y/o que haya hecho inversiones tanto en valores negociables o en otras empresas, habría que tenerlas en cuenta para el cálculo del capital accionario ya que le agregarían valor al mismo.

$$E = EV - D + \text{caja} + I$$

Donde:

*Caja: se refiere al excedente de caja actual*

*I: inversiones tanto en valores negociables como en otras empresas*

Shake Sack Inc, no posee participaciones en otras empresas asociadas.

Resumiendo, para conseguir el valor del capital accionario según el método de flujo de fondos descontados se seguirán los siguientes pasos:

1. Proyectar el flujo de caja de la firma esperado para período de pronóstico explícito
2. Calcular la tasa de descuento (WACC)
3. Calcular el valor terminal (VT)
4. Calcular el valor de la compañía (EV)



## 5. Calcular el valor del capital accionario (E)

### 5.1.1. FLUJO DE FONDOS DE LA FIRMA

El flujo de caja de la firma también llamado flujo de caja desapalancado ya que representa el monto total de la caja disponible para distribuir entre todos los acreedores de capital incluyendo los tenedores de deuda. También se puede interpretar como el flujo de caja libre de una firma sin deuda (firma desapalancada).

Hay diversas formas de llegar al flujo de caja de la firma, en el presente trabajo se utilizará el siguiente procedimiento partiendo del EBIT:

$$FFCF = EBIT - IMPUESTOS + DEPRECIACIONES Y AMORTIZACIONES - CAPEX \\ \pm \Delta NWK$$

Donde:

*Capex: inversiones de capital*

*$\Delta NWK$ : variación del capital de trabajo neto*

En el flujo de fondos libre de la firme no se va a incluir ningún concepto relacionado a la deuda. El costo de la deuda va a ser considerado solamente en el costo de capital, por lo que va a impactar en el valor de la compañía a través de la tasa de descuento. Los pagos de los intereses son deducibles de los impuestos lo que genera escudo fiscal pero se excluye del flujo de fondos para no duplicar dicho beneficio ya que se tendrá en cuenta en el cálculo de la tasa de descuento.

Una vez obtenido el EBIT después de impuestos, es necesario sumarle las depreciaciones y amortizaciones ya que se tratan de términos contables, ósea no significan entrada o salida de dinero real. Luego hay que restarle las inversiones de capital utilizados para el crecimiento y mantenimiento del negocio y la variación del capital de trabajo neto que es la inversión necesaria para el giro normal del negocio.

En una primera instancia se procederá a realizar las proyecciones para los próximos años del análisis (periodo de pronóstico explícito) donde se utilizará toda la información detallada en la primera parte del trabajo, y luego se calculará el valor terminal para llegar al valor de la compañía. Dado que la compañía se encuentra en etapa de importante crecimiento, para el periodo explícito se proyectarán los siguientes 10 años, tiempo estimado que la compañía tardara en estabilizarse y tomar un rumbo más moderado.

#### 5.1.1.1. PROYECCION DE VENTAS

Para realizar las proyecciones de las ventas, hay que tener en cuenta dos puntos determinantes: por un lado, la situación de la industria y del mercado con respecto al COVID y por otro lado proyecciones de crecimiento propias de la compañía. En otras palabras, la tasa de crecimiento de las ventas va a estar sujeta a la recuperación de las ventas de los mismos locales como al aporte de ventas de los nuevos locales.

En cuanto a la situación de la industria, la misma presenta un panorama muy incierto para los años venideros ya que se desconoce la evolución del impacto de la pandemia. En el mejor de los casos la pandemia se logra controlar para el año 2021 y en el peor de los casos puede que se extienda la situación adversa para los siguientes años. Como ya se vio, en los últimos meses la industria comenzó a repuntar las ventas y logro una importante recuperación. También el índice de rendimiento RPI mostró buenas señales para lo que se viene ya que se encuentra al alza y se piensa que se mantendrá la tendencia.

Es muy distinta la situación de los restaurantes de servicio completo a los restaurantes de servicios limitados. Los restaurantes de servicios completos fueron los más perjudicados ya que sus ventas dependen de la presencialidad de los clientes y hasta que no se logre controlar por completo la pandemia sus operaciones no volverán a la normalidad. Para Shake Shack Inc, que pertenece al segmento de servicios limitados, el panorama es más alentador. Acompañado de la tecnología, este segmento experimentara una recuperación más acelerada. Según Technomic, compañía consultora de la industria, los restaurantes de servicio limitado se recuperarán por completo para el año 2023, mientras que los restaurantes de servicio completo recién para el 2025.

Según algunos expertos, el año 2021 se va a tratar más de un año de transición que de recuperación. La recuperación de la industria va a estar sujeta entre otras cosas al plan de vacunación y también a programas que lance el gobierno para ayudar a incrementar los ingresos de las personas. La recuperación también se ve favorecida por la confianza de los clientes para salir y a la adaptación de los restaurantes ante este nuevo escenario. Los menús reducidos, la venta de alcohol, la innovación en la tecnología son parte de las medidas que van a ayudar a que la industria se recupere.

Por lo tanto, para realizar las proyecciones se espera que para los siguientes años la industria logre volver a la actividad que presentaba antes de la pandemia y llegar a recuperar el nivel de

ventas para el 2023. Para ello, se calculo el promedio de ventas por local de los últimos años que rondaba los USD 3.600 miles de dólares y se fijo como objetivo para el 2023. A partir de allí se estimó una tasa crecimiento de mismos locales de 3%, por encima del nivel de crecimiento de los últimos años. No se debe dejar de lado que se trata de una compañía joven con rápido crecimiento, donde tiene mucho por aprender y perfeccionar. Se espera que las nuevas medidas tanto en las innovaciones de los productos como del servicio logre captar mayor volumen de pedidos. La compañía planea adaptar todos sus locales con la opción de *Drive thru* y si se le suma la inversión en los canales de venta digitales se espera poder alcanzar tasas de crecimiento acorde a la industria.

Asimismo, la compañía proyecta la apertura de nuevos locales para los años 2021 y 2022 de 37 y 47 locales nuevos respectivamente. Luego, para los siguientes 3 años se estimó la apertura de 50 locales nuevos por año continuando con la estrategia de expansión de la compañía. A partir del año 2025. Para el 2026, se espera alcanzar el objetivo puesto por la compañía de 450 locales. Dado el gran potencial que presenta la cadena de restaurantes se espera que continúe la senda de crecimiento, es por ello que para el 2030 se estima un total de 570 locales.

Este panorama da como resultado un crecimiento de las ventas de los locales propios de la compañía del 39% para el 2021 que se fundamenta mas que nada en una importante recuperación de los bajos niveles del 2020. A partir de allí, la tasa de crecimiento se va reduciendo a medida que las ventas se recuperan y la apertura de nuevos locales se reducen.

Variables	Crecimiento de ventas de locales propios de Shake Shack Inc					
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ventas mismos locales (%)	-27,80%	15,65%	6,25%	5,88%	3,00%	3,00%
Ventas por local	USD 2.767	USD 3.200	USD 3.400	USD 3.600	USD 3.708	USD 3.819
Cantidad de locales	183	220	267	317	367	417
Apertura de nuevos locales	20	37	47	50	50	50
<b>Crecimiento ventas locales propios</b>	<b>-11,88%</b>	<b>39,04%</b>	<b>28,95%</b>	<b>25,71%</b>	<b>19,25%</b>	<b>17,03%</b>

Crecimiento de ventas de locales propios de Shake Shack Inc				
2026	2027	2028	2029	2030
3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
USD 3.934	USD 4.052	USD 4.173	USD 4.299	USD 4.428
462	502	537	562	572
45	40	35	25	10
<b>14,12%</b>	<b>11,92%</b>	<b>10,18%</b>	<b>7,80%</b>	<b>4,83%</b>

Tabla Nº 10: Elaboración propia.

Por otro lado, también se realizaron las proyecciones de crecimiento de las ventas por las licencias. Bajo el mismo criterio que los locales propios, se estima que las ventas por licencia, cuyo promedio histórico es de USD180 miles de dólares al año, se recuperan en el año 2023. A pesar de que la mayoría de las licencias operan en países extranjeros, se supone que la proyección sirve para esos países también. Además, la compañía proyecta otorgar 17 licencias para el 2021 y 23 para el 2022 y llegando a un máximo de 30 licencias para el 2025 y a partir de allí se van reduciendo de forma similar a los locales propios.

Variables	Crecimiento de ingresos por licencias de Shake Shack Inc					
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ingreso por licencia	USD 129	USD 150	USD 170	USD 180	USD 185	USD 191
Cantidad de licencias	128	145	168	208	248	288
Nuevas licencias otorgadas	16	17	23	40	40	40
<b>Crecimiento ingreso licencias</b>	<b>-16,92%</b>	<b>31,59%</b>	<b>31,31%</b>	<b>31,09%</b>	<b>22,81%</b>	<b>19,61%</b>

Crecimiento de ingresos por licencias de Shake Shack Inc				
2026	2027	2028	2029	2030
USD 197	USD 203	USD 209	USD 215	USD 221
318	348	368	383	388
30	30	20	15	5
<b>13,73%</b>	<b>12,72%</b>	<b>8,92%</b>	<b>7,20%</b>	<b>4,34%</b>

Tabla N° 11: Elaboración propia.

Finalmente, en el gráfico N°33 se muestra la proyección de las ventas totales para los siguientes 5 años más el periodo estable, teniendo en cuenta los locales actuales, los nuevos locales más las ventas por las licencias.

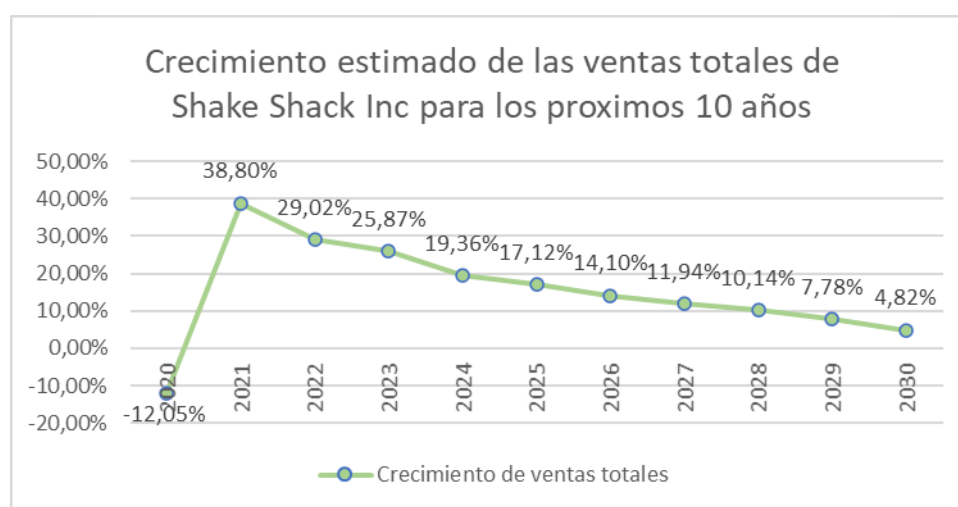


Gráfico N°33: Elaboración propia.

### 5.1.1.2. PROYECCION DEL MARGEN OPERATIVO

El margen operativo para los próximos años está sujeto a la recuperación de las ventas luego del impacto del COVID mas que nada por el peso de los gastos fijos que presenta la compañía. Es por ello que el margen operativo para el año 2020 resulto en -6.4% .

En el año 2020 no solo cayeron las ventas, sino que se incurrieron en gastos adicionales como, por ejemplo, los costos de papel, más que nada por el aumento en los retiros de pedidos, los gastos del personal, donde figuraron los bonus extraordinarios por la pandemia y los gastos de marketing por la adaptación a otros canales de venta.

Partiendo de un margen negativo de -6,45% en el 2020 se espera recuperar el margen pre pandémico y mejorarlo con los años a partir de un solido crecimiento de ventas de mismos locales más la economía de escala y el apalancamiento operativo que la compañía irá obteniendo a medida que se expanda.

Además, hay que tener en cuenta los costos de apertura que incurre la compañía a medida que se expande. Para ello se tomaron los costos de apertura anuales promedio por nuevo local y junto con la apertura de nuevos locales proyectado se calculó dicho costo.

En cuanto a las depreciaciones, se tomó el promedio histórico de la compañía fijando un valor del 9% del valor de los activos fijos depreciables.

En la siguiente tabla se puede observar la evolución del margen operativo para los siguientes años:

Proyección del margen operativo de Shake Shack Inc					
	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Margen EBIT</b>	1,45%	5,46%	8,18%	8,73%	9,20%

Proyección del margen operativo de Shake Shack Inc					
	2026	2027	2028	2029	2030
	9,79%	10,22%	10,55%	10,84%	11,08%

Tabla Nº 12: Elaboración propia.

### 5.1.1.3. IMPUESTOS

Para el cálculo de los impuestos se toma una tasa del 21% sobre el resultado operativo ya que es la tasa de impuesto a las ganancias vigente en Estados Unidos, país donde opera Shake Shack.

#### 5.1.1.4. CAPEX

En cuanto al CAPEX, se debe considerar la estrategia de expansión de la compañía para los siguientes años. Para su cálculo se tomó la inversión histórica que realizó la compañía dando como resultado un valor de USD2600 miles de dólares por apertura de nuevo local. Teniendo en cuenta la apertura de nuevos locales estimados se calculó el valor del CAPEX para los años de altos niveles de crecimiento, luego se fijó un valor del 15% de los activos fijos depreciables a perpetuidad, valor promedio de compañías comparables.

#### 5.1.1.5. CAPITAL DE TRABAJO

En el caso de Shake Shack, los requisitos de capital de trabajo generalmente no son importantes porque los clientes pagan sus compras de alimentos y bebidas en efectivo o con tarjetas de débito o crédito en el momento de la venta y muchos de los artículos de inventario se venden antes de ejecutar el pago a los proveedores. En los últimos años varió desde -0.3% a +0.2% y para el 2020 el resultado fue positivo 1.7%. Para las proyecciones se toma un capital de trabajo positivo de 0.3%.

#### 5.1.2. TASA DE DESCUENTO

El costo promedio ponderado de capital (WACC) representa el costo de capital de la firma donde incluye todas las fuentes de capital, tanto el equity como la deuda. Es uno de los conceptos más importantes en las finanzas ya que es la tasa de retorno mínima que las nuevas inversiones deben rendir y representa el costo de oportunidad de los fondos de la compañía. No se trata de una tasa fija, sino que hay que estimarla teniendo en cuenta la tasa de retorno requerida por todos los inversores que financian la compañía. El WACC se calcula de forma tal que compense los riesgos de las inversiones como también el valor del dinero en el tiempo.

El método de flujo de fondos descontados utiliza al WACC como tasa de descuento ya que refleja tanto el riesgo del negocio como los riesgos financieros de la compañía que será valuada. Es importante que se calcule bajo la misma moneda que los flujos de fondos y que incorpore la estructura de capital a largo plazo.

$$WACC = \frac{E}{E + D} \cdot k_e + \frac{D}{E + D} \cdot k_d \cdot (1 - t)$$

Donde:

E: es el valor del mercado del capital accionario (equity)

D: es el valor de mercado de la deuda financiera

ke: es el costo de capital accionario

kd: es el costo de la deuda

t: es la tasa de impuesto a las ganancias

Como se puede ver en la formula, el WACC se calcula estimando el costo de financiación de cada fuente multiplicándolo por el peso que cada uno representa. Es el costo de financiación después de impuestos ya que los intereses son deducibles de estos por lo que genera un ahorro impositivo que no se tuvo en cuenta en la proyección de los flujos de fondos.

Para el cálculo del WACC hay que seguir los siguientes pasos:

- 1 Estimar los porcentajes de financiación de deuda y del equity.
- 2 Estimar el costo del equity (ke).
- 3 Estimar el costo de la deuda (kd)
- 4 Estimar el WACC utilizando la estructura de capital adecuada.

#### 5.1.2.1. Estructura de capital

Como se mencionó, para el cálculo del WACC es necesario tener en cuenta el porcentaje o peso de cada fuente de financiación que tiene la compañía en un determinado momento. La compañía paga tasa de interés fija contra su deuda y distribuye dividendos a los accionistas que no es fija, es por ello que cada componente tiene su costo por el riesgo asociado.

Para el cálculo de la deuda y del capital accionario es necesario tomar valores de mercado ya que representan los valores actuales de los mismos. Para el caso de la deuda, no suelen variar demasiado los valores de libros y de mercado salvo que la compañía se encuentre en situación de distress por lo que en nuestro caso se puede tomar el total de la deuda financiera declarada en el balance. En cuanto al equity, los valores pueden presentar grandes diferencias por lo que no se deben tomar los valores de los libros.

Para el cálculo del capital accionario, que en definitiva es lo que se está valuando en el presente trabajo, se tomara el valor de las acciones al 31-12-2020 y se multiplicara por la totalidad de las acciones de la compañía. Esto es posible dado que se trata de una compañía pública que cotiza



en la bolsa de Nueva York y se tiene acceso a estos datos. Asimismo, se podría tomar como equity algún valor promedio que refleje las compañías de la industria, pero aun así sería una aproximación que puede no ser ajustada a la realidad.

Para la industria de restaurantes, el valor promedio del porcentaje de deuda es de 24% que está por encima del valor de Shake Shack ya que la misma no presenta deuda financiera.

La estructura de capital de Shake Shack Inc consiste únicamente en capital accionario.

#### 5.1.2.2. Costo de capital accionario ( $k_e$ )

El retorno requerido por los inversores de capital es proporcional al riesgo que enfrentan, que depende directamente del riesgo de la compañía que se está valuando. Para estimar el costo de capital accionario se utilizará el método de CAPM "Capital Asset Pricing Model" ya que es el método tradicional y más utilizado por los analistas.

El modelo CAPM establece que:

$$k_e = r_f + \beta \cdot (r_p - r_f)$$

Donde:

$r_f$ : Tasa libre de riesgo

$\beta$ : coeficiente beta

$r_p$ : tasa de riesgo de mercado premium

Siguiendo la formula, el costo de capital accionario es igual a la tasa libre de riesgo más el coeficiente beta multiplicado por la prima de riesgo del mercado. El principal componente que representa el riesgo del método es el coeficiente beta ya que mide el riesgo sistemático del activo respecto a los movimientos del mercado que incluye el riesgo del negocio y riesgo del apalancamiento operativo y financiero.

Además del beta, se necesitan otros dos parámetros para calcular el costo del equity, la tasa libre de riesgo y la tasa de mercado premium. Es importante destacar que estos parámetros son constantes para todas las compañías.

El riesgo en las finanzas es visto en términos de lo que puede llegar a variar la tasa de retorno esperada de la real. Es por ello, que la tasa libre de riesgo apunta a representar la falta de riesgo

tanto en el incumplimiento de pago como en la reinversión de los fondos. Típicamente, para el cálculo se toman bonos gubernamentales sin riesgo. Idealmente la madurez del bono debe coincidir con los años proyectados del flujo de fondos que se quieren descontar, pero podría complejizar los cálculos ya que se necesitarían distintas tasas de descuento para cada año. En la práctica lo más común es utilizar la TIR de los bonos gubernamentales de largo plazo.

La prima de riesgo del mercado es el retorno esperado por encima de la tasa libre de riesgo de un portafolio que incluya todos los activos del mercado. Puede ser interpretado de la siguiente manera: los inversores demandaran una tasa  $x$  por encima de la tasa libre de riesgo para sostener un portafolio diversificado de riesgo promedio (beta igual a 1).

A continuación, se procederá a explicar el cálculo y la determinación de cada componente para llegar a un valor adecuado del costo de capital accionario.

#### Tasa libre de riesgo

Como la compañía opera completamente dentro de los Estados Unidos, para el cálculo se tomará la TIR (tasa interna de retorno) de las notas del tesoro de Estados Unidos con vencimiento de 10 años al 31-12-2020 de 0.93%.

#### Prima de riesgo del mercado

Para estimar la prima de riesgo del mercado se utilizarán datos históricos de los retornos de un portafolio que sea representativo de la economía en general. La misma depende de varios factores como la cantidad de datos que se toman, el método para calcular el promedio de estos (promedios aritméticos o geométricos) y la tasa libre de riesgo. Lo aconsejable es tomar la mayor cantidad de datos posible de forma tal que logre captar los distintos ciclos de la economía a lo largo de los años. Es por ello que en el presente trabajo se tomó el promedio geométrico de todos los retornos anuales del S&P 500 entre los años 1928 y 2020 y luego se le resta la TIR de las notas del tesoro de Estados Unidos para llegar a la prima de mercado.

Retorno anual promedio del S&P 500 (1928 al 2020)	9,79%
TIR letras del tesoro EEUU 10 año (31-12-2020)	0,93%
Prima de riesgo de mercado	8,86%

*Tabla N° 13: Prima de riesgo de mercado. Elaboración propia, datos obtenidos de Damodaran, Aswath Online Database y Reserva Federal de Estados Unidos.*

#### Coefficiente beta

Dado que el beta representa el riesgo de la compañía con respecto a las variaciones del mercado, para su cálculo se procedió a realizar una regresión lineal entre los retornos de Shake Shack Inc y los retornos del S&P 500.

Como la compañía cotiza en la bolsa desde el año 2015, se calcularon los retornos semanales tanto de la compañía como del índice desde ese año hasta fines del 2020. Una vez obtenido ambas listas de datos se efectuó la regresión lineal entre ambas con el fin de encontrar la relación (y la ecuación) que vincule los movimientos de ambos activos.

A continuación, se expresa la ecuación de la regresión lineal simple entre ambos activos:

$$r_{SS} = \alpha + r_{S\&P500} \cdot \beta_{SS}$$

Dónde:

$r_{SS}$ : Retornos semanales totales de Shake Shack Inc.

$\alpha$ : intercepto de la ecuación.

$r_{S\&P500}$ : Retornos semanales totales del Índice S&P 500.

$\beta_{SS}$ : Coeficiente Beta de Shake Shack Inc.

En el siguiente gráfico y tabla se muestran los resultados obtenidos a partir de realizar la regresión lineal entre ambos activos:

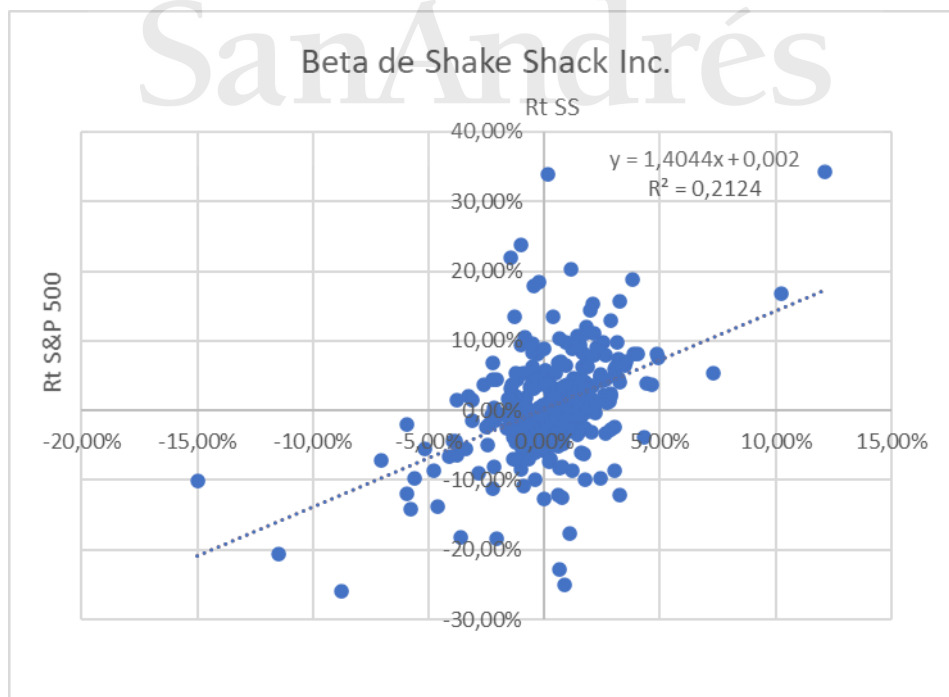


Gráfico N°34: Elaboración propia, datos obtenidos de yahoo finance.

RESULTADOS DE LA REGRESIÓN						
<i>Estadísticas de la regresión</i>						
R múltiple	0,46090991					
R <sup>2</sup>	0,21243795					
R <sup>2</sup> ajustado	0,2099921					
Error típico	0,06501595					
Observaciones	324					
ANÁLISIS DE VARIANZA						
	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>	
Regresión	1	0,36714954	0,36714954	86,8566719	1,9102E-18	
Residuos	322	1,36111767	0,00422707			
Total	323	1,72826721				
	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>
Intercepción	0,00195338	0,00363236	0,53777122	0,59110647	-0,00519278	0,00909954
r S&P 500	1,40435425	0,15068676	9,3196927	1,9102E-18	1,10789937	1,70080913

*Tabla N° 14: Resultados de la regresión lineal entre retornos de Shake Shack Inc y S&P 500. Elaboración propia, datos obtenidos de yahoo finance.*

Como se puede observar, el coeficiente beta obtenido del análisis es de 1.40 lo que indica que la compañía presenta un riesgo mayor al promedio de la economía.

El R<sup>2</sup> indica que el 21.4% de los retornos de Shake Shack Inc. son explicados por los movimientos del mercado. Por otro lado, el intervalo de confianza, con un nivel de confianza del 95%, indica que los valores van entre 1.10 a 1.70.

A continuación, se procedió a realizar un análisis adicional con el fin de obtener el beta de Shake Shack a partir de datos de la industria. El objetivo es poder validar o comparar el beta conseguido con los datos históricos. Para ello se seleccionaron 4 compañías donde se realizaron las regresiones lineales correspondientes de cada una bajo el mismo procedimiento que se hizo para Shake Shack. El resultado obtenido corresponde a los betas apalancado de cada firma, es por ello que luego se procedió a desapalancar cada beta para que no refleje los riesgos de financiación individuales, y a partir de ahí tomar el promedio de todas las betas. Finalmente, se le aplica la estructura de capital de Shake Shack que en este caso se trata de 100% equity.

<b>Estimación del beta de Shake Shack a partir de datos de la industria</b>			
	Beta apalancado	D/E	Beta desapalancado
Chipotle	1,35	0	1,35
Yum Brands	1,03	0,33	0,77
Good Times	2,37	0,30	1,82
Wendys	0,92	0,46	0,63
<b>PROMEDIO</b>			<b>1,14</b>

*Tabla Nº 15: Elaboración propia, datos obtenidos de yahoo finance y de reportes anuales de las compañías.*

Como se puede observar se llega a un beta de 1.14 lo que está por debajo del beta de Shake Shack de 1.40.

Continuando con el análisis, en “Damodaran online” se reporta el beta para la industria de restaurantes de 1,11. En dicho reporte se analizaron 79 compañías de la industria por lo que dicho resultado puede ser más representativo. De todas formas, el beta de Shake Shack sigue pareciendo un número elevado para la industria.

#### *5.1.2.3. Costo de la deuda financiera (kd)*

Shake Shack no presenta deudas financieras al 31-12-2020 por lo que el costo de la deuda kd es igual a cero.

#### *5.1.2.4. Costo promedio ponderado de capital (WACC)*

En el siguiente cuadro se muestran los resultados obtenidos de cada factor que compone el WACC.

<b>CALCULO DEL WACC DE SHAKE SHACK INC</b>	
<b>Estructura de capital</b>	
Porcentaje de equity	100%
Porcentaje de deuda	0%
<b>Costo de capital accionario</b>	<b>13,34%</b>
Tasa libre de riesgo	0,93%
Prima de riesgo del mercado	9,79%
Coeficiente beta de SS	1,4
Costo de la deuda financiera	0%

*Tabla Nº 16: Resultados de los componentes del WACC. Elaboración propia.*

Utilizando la formula del WACC:

$$WACC = \frac{E}{E + D} \cdot k_e + \frac{D}{E + D} \cdot k_d \cdot (1 - t)$$
$$WACC = 100\% \cdot 13.34\% + 0\% \cdot 0 \cdot (1 - 0.21)$$
$$WACC = 13.34\%$$

### 5.1.3. VALOR TERMINAL

El valor terminal (VT) es el valor de un activo, negocio o proyecto más allá del período de pronóstico explícito en el que se pueden estimar los flujos de caja futuros. Ósea que se asume que la vida de la compañía es infinita donde su principal variable es la tasa de crecimiento que se estima a perpetuidad. El valor terminal suele representar un gran porcentaje dentro del resultado de la valuación de la compañía.

Para la estimación del crecimiento a perpetuidad se toma como base la inflación de Estados Unidos más un crecimiento vegetativo poblacional. En cuanto al PBI de Estados Unidos, se espera que crezca un 4% anual al largo plazo en términos nominales teniendo en cuenta una inflación del 2,5% anual. Por lo tanto, para el caso de una cadena de restaurantes sería apropiado tomar la inflación más un crecimiento vegetativo poblacional del 1% resultando en un crecimiento a perpetuidad del 3,5%.

La siguiente formula expresa el valor terminal:

$$VT = \frac{FCFF_N \cdot (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Donde:

$FCFF_N$ : es el flujo de caja para el periodo estable

$g$ : tasa de crecimiento a perpetuidad

WACC: Costo promedio ponderado de capital

Cabe aclarar que el valor terminal queda establecido en el periodo posterior al pronóstico explícito junto con el periodo estable por lo que se tendrá que descontar a la tasa WACC correspondiente a ese periodo.

Según las estimaciones, el valor terminal quedaría de la siguiente manera:

$$VT = \frac{USD\ 198589 \cdot (1 + 3,5\%)}{(13,34\% - 3,5\%)} = USD\ 2.089.574$$

#### 5.1.4. VALOR DE LA COMPAÑÍA

A continuación, se expone el resultado del valor de la compañía a través del método de flujo de fondos descontado utilizando toda la información desarrollada en las secciones anteriores.

FFCF Shake Shack Inc. (miles de dolares)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>EBIT</b>	-\$ 33.725	\$ 10.489	\$ 51.088	\$ 96.435	\$ 122.812	\$ 151.625
Impuesto a las Ganancias	-57	-\$ 2.203	-\$ 10.729	-\$ 20.251	-\$ 25.791	-\$ 31.841
<b>EBIT (1-t)</b>	-\$ 33.782	\$ 8.287	\$ 40.360	\$ 76.183	\$ 97.022	\$ 119.784
Depreciaciones	\$ 48.801	\$ 40.768	\$ 48.097	\$ 55.468	\$ 62.176	\$ 68.280
CAPEX	-\$ 69.038	-\$ 96.200	-\$ 122.200	-\$ 130.000	-\$ 130.000	-\$ 130.000
Δ Capital de Trabajo	\$ 9.026	\$ 2.177	\$ 2.809	\$ 3.536	\$ 4.220	\$ 4.943
<b>Flujo de Fondos de la Firma</b>	-\$ 44.993	\$ 44.968	-\$ 30.934	\$ 5.187	\$ 33.418	\$ 63.007
Tasa de Crec. a Perpetuidad	3,50%					
WACC	13,34%					
<b>V.P. de FFCF al 31/12/2020</b>		-\$ 39.677	-\$ 24.083	\$ 3.563	\$ 20.254	\$ 33.693

2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Valor Terminal
\$ 184.041	\$ 215.178	\$ 244.540	\$ 270.834	\$ 290.173	
-\$ 38.649	-\$ 45.187	-\$ 51.353	-\$ 56.875	-\$ 60.936	
\$ 145.392	\$ 169.990	\$ 193.187	\$ 213.959	\$ 229.237	
\$ 71.455	\$ 74.778	\$ 78.255	\$ 81.894	\$ 85.702	
-\$ 103.558	-\$ 108.374	-\$ 113.413	-\$ 118.687	-\$ 124.206	
\$ 5.640	\$ 6.314	\$ 6.954	\$ 7.494	\$ 7.855	
<b>\$ 118.929</b>	<b>\$ 142.708</b>	<b>\$ 164.982</b>	<b>\$ 184.660</b>	<b>\$ 198.589</b>	<b>\$ 2.089.574</b>
\$ 56.114	\$ 59.410	\$ 60.601	\$ 59.848	\$ 56.788	\$ 597.535

Tabla N° 17: Valor de la compañía utilizando FCD. Elaboración propia.

De la aplicación del flujo de fondos de la firma descontados por el WACC, sumado a la caja y equivalentes a la fecha de la valuación, surge que el valor de la compañía es de USD 1.067.807 miles de dólares, arrojando un valor por acción de USD 25,63.

#### 5.1.5. VALOR DEL CAPITAL ACCIONARIO

Para conocer el valor del capital accionario se le debe descontar la deuda al valor de la compañía. Shake Shack Inc no presenta deudas financieras al 31-12-2020 por lo que el valor del equity resulta:



$$E = USD 1.067.807 - 0$$

$$E = USD 1.067.807$$

#### 5.1.6. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

Una de las debilidades más importantes del método de flujo de fondos descontados es la incertidumbre de las proyecciones realizadas para alcanzar el valor de la compañía. Conocer con exactitud el crecimiento de las ventas y el cumplimiento de la estrategia de expansión es imposible y la realidad puede diferir mucho de las expectativas. Es por ello que es necesario realizar un análisis de sensibilidad en donde se analicen distintos escenarios para llegar a un rango de mayor confianza del valor de la compañía.

En el presente trabajo se estudiarán 2 escenarios adicionales, un escenario pesimista donde las tasas tanto de crecimiento de ventas como de apertura de nuevos locales este por debajo del escenario base, y un escenario optimista, donde las tasas sean superiores.

A continuación, se detalla los cambios realizados en las variables mas relevantes e inciertas para cada escenario con el fin de medir el impacto de las mismas en el valor de la compañía.

##### Escenario pesimista

- Se estima que la compañía va a demorar aún más la recuperación de las ventas por el impacto del COVID alcanzando los niveles de venta por local históricos recién en el 2024. Al mismo tiempo se espera que la compañía no logre mejorar el crecimiento de ventas de mismos locales de 1,50%.
- La compañía no logra concretar la totalidad de aperturas de nuevos locales según su estrategia de expansión. Se propuso restar en 5 unidades por año la cantidad de nuevos locales del escenario base. El mismo criterio se aplica a las licencias.
- Dado el bajo crecimiento de ventas de mismos locales, se esperan bajos márgenes operativos a futuro.
- Tanto para el CAPEX como las depreciaciones, se mantienen los mismos porcentajes por lo que al generar menores ventas y abrir menor cantidad de locales ambos conceptos disminuyen.

##### Escenario optimista

- Se estima que la compañía logra acelerar la recuperación de las ventas por el impacto del COVID alcanzando los niveles de venta por local históricos recién en el 2022. Al

mismo tiempo se mejora el desempeño de las ventas de mismos locales obteniendo un crecimiento de 5%.

- La compañía logra superar los planes de expansion incrementando la cantidad de nuevos locales. Se propuso sumar en 5 unidades por año la cantidad de nuevos locales del escenario base. El mismo criterio se aplica a las licencias.
- Dado el mejor resultado en los crecimientos de mismos locales se espera que los márgenes mejoren.
- Tanto para el CAPEX como las depreciaciones, se mantienen los mismos porcentajes por lo que al generar mayores ventas y abrir mayor cantidad de locales ambos conceptos aumentan.

En el siguiente cuadro se puede visualizar las principales diferencias entre cada escenario que definirán los distintos valores posibles de la compañía:

SHAKE SHACK INC.	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Escenario base</b>					
Ventas mismos locales (%)	15,7%	6,3%	5,9%	3,0%	3,0%
Apertura locales nuevos	37	47	50	50	50
Crecimiento de ventas totales	38,8%	29,0%	25,9%	19,4%	17,1%
Margen operativo	1,4%	5,5%	8,2%	8,7%	9,2%
<b>Escenario pesimista</b>					
Ventas mismos locales (%)	13,8%	7,9%	2,9%	2,9%	1,5%
Apertura locales nuevos	37	47	45	45	45
Crecimiento de ventas totales	36,7%	31,0%	20,6%	17,7%	14,4%
Margen operativo	1,3%	5,5%	6,2%	6,7%	7,1%
<b>Escenario optimista</b>					
Ventas mismos locales (%)	19,3%	9,1%	5,0%	5,0%	5,0%
Apertura locales nuevos	40	50	60	60	60
Crecimiento de ventas totales	45,0%	33,7%	28,2%	24,0%	21,1%
Margen operativo	1,5%	6,8%	9,2%	9,9%	10,5%

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
<b>Escenario base</b>					
Ventas mismos locales (%)	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Apertura locales nuevos	45	40	35	25	10
Crecimiento de ventas totales	14,1%	11,9%	10,1%	7,8%	4,8%
Margen operativo	9,8%	10,2%	10,6%	10,8%	11,1%
<b>Escenario pesimista</b>					
Ventas mismos locales (%)	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Apertura locales nuevos	40	35	30	20	5
Crecimiento de ventas totales	11,6%	9,6%	7,8%	5,5%	2,5%
Margen operativo	7,6%	7,9%	8,2%	8,4%	8,6%
<b>Escenario optimista</b>					
Ventas mismos locales (%)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Apertura locales nuevos	55	50	45	35	20
Crecimiento de ventas totales	17,7%	15,3%	13,4%	11,1%	8,3%
Margen operativo	11,1%	11,7%	12,0%	12,4%	12,7%

Tabla N° 18: Resumen de escenarios. Elaboración propia.

A continuación, se exponen los resultados que arrojaron los distintos escenarios utilizando el método de flujo de fondos descontados:

SHAKE SHACK INC.	Escenario base	Escenario pesimista	Escenario optimista
Fecha de valuación	31/12/2020	31/12/2020	31/12/2020
Tasa de descuento WACC	13,34%	13,34%	13,34%
Tasa de crecimiento a perpetuidad	3,5%	3,5%	3,5%
FCFF año estable	USD 198.588,50	USD 117.704,46	USD 329.745,17
Valor terminal	USD 2.089.573,89	USD 1.238.501,49	USD 3.469.621,31
Valor de la compañía	USD 1.067.807,23	USD 682.450,33	USD 1.641.270,02
Dueda	USD 0,00	USD 0,00	USD 0,00
<b>Valor del equity</b>	<b>USD 1.067.807,23</b>	<b>USD 682.450,33</b>	<b>USD 1.641.270,02</b>
Valor por accion	USD 25,63	USD 16,38	USD 39,39
variación	0,0%	-36,1%	53,7%

Tabla N° 19: Valor de la compañía para los distintos escenarios. Elaboración propia.

Como se puede apreciar, el rango de valores obtenidos va entre USD 682.450 a USD 1.641.270 miles de dólares. El escenario pesimista vario en -36.1% con respecto al escenario base, mientras que el optimista +53.7%. El crecimiento de la compañía para los próximos años es muy incierto, es por ello que el posible rango del valor de la compañía es muy amplio.

Reforzando el análisis, a continuación, se presenta un nuevo estudio de sensibilidad tomando como variables tanto la tasa de descuento como el crecimiento a perpetuidad para medir la importancia de ambos conceptos en el valor final de la compañía. Para lograr una imagen global se construirán dos escenarios, el primero donde la compañía presenta un crecimiento de ventas de periodo explícito igual al escenario base, y en el segundo igual al escenario optimista.

<b>Análisis de sensibilidad del valor de la compañía por acción. Crecimiento de ventas igual al escenario base.</b>							
		<b>g</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,5%</b>	<b>5,0%</b>
<b>WACC</b>							
	13,5%		24,4	26,4	27,3	28,2	29,3
	12,5%		27,7	28,6	29,7	30,9	32,3
	11,5%		31,8	33,1	34,6	36,3	38,3
	10,5%		37,1	38,9	41,1	43,6	46,5
	9,5%		44,2	46,9	50,0	53,9	58,6

*Tabla N° 20: Elaboración propia.*

<b>Análisis de sensibilidad del valor de la compañía por acción. Crecimiento de ventas igual al escenario optimista.</b>							
		<b>g</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,5%</b>	<b>5,0%</b>
<b>WACC</b>							
	13,5%		38,9	40,7	42,1	43,7	45,5
	12,5%		42,7	44,3	46,1	48,1	50,4
	11,5%		49,5	51,7	54,2	57,0	60,3
	10,5%		58,3	61,3	64,9	69,0	73,9
	9,5%		69,9	74,4	79,7	86,1	93,8

*Tabla N° 21: Elaboración propia.*

Observando ambas tablas, se puede destacar la importancia de la tasa de descuento que se toma para el cálculo del valor de la compañía. Mirando cada columna vemos que el valor de la acción varía mucho al tomar distintas tasas de descuento. En segundo lugar, de acuerdo con la proyección de crecimiento de ventas que se utilice, se obtienen resultados bien diferenciados. En tercer lugar, la tasa de crecimiento a perpetuidad también tiene su participación en el valor final de la acción.

Este análisis fue realizado para demostrar cómo puede cambiar el valor de la compañía de acuerdo con estas variables que responden a la gran incertidumbre que presenta la compañía hacia el futuro.

## 5.2. MÚLTIPLOS

En la práctica es muy común utilizar el método de múltiplos para valorar una compañía. A diferencia del método de flujo de fondos descontados donde se analizan la información histórica y las variables de la propia compañía, el método de múltiplos se trata de una valuación relativa, ya que el objetivo es estimar el valor de una compañía a partir de indicadores de otras compañías. La lógica detrás de este método es poder ver cuanto esta pagando actualmente el mercado por un activo con características similares al activo bajo valuación.

En esta sección se procederá a valorar la compañía Shake Shack Inc bajo el método de múltiplos con el fin de complementar la valuación de flujo de fondos descontados. Lo importante es encontrar compañías con características similares tanto en los resultados como en los riesgos para lograr la mejor aproximación a la situación de Shake Shack, y al mismo tiempo que coticen en la bolsa en orden de poder acceder a la información de estas. Como Shake Shack opera dentro de los Estados Unidos, se elegirán compañías del mismo segmento dentro de la industria de restaurantes con sede central en Estados Unidos. Para reforzar la idea, se calcularán ciertos indicadores y variables de cada una con el fin de poder explicar las similitudes con la compañía bajo valuación.

Una vez identificadas las compañías, se determinará el múltiplo más adecuado para la valuación y se calculará el mismo para cada una de ellas. Finalmente se sacará el promedio de los resultados y se estimará el valor de Shake Shack a partir de ellos.

Las empresas seleccionadas son las siguientes:

- Chipotle Mexican Grill
- Yum! Brands (incluye las marcas KFC, Pizza Hut, Taco Bell y The Habbit)
- Domino's Pizza
- The Wendy's company
- Good Times Restaurants.

Para lograr una correcta comparación entre las compañías se detallarán los siguientes indicadores:

- Porcentaje de franquicia
- Promedio del crecimiento de las ventas de mismos locales de los últimos años
- Promedio de la variación de apertura de nuevos locales de los últimos años
- Promedio del margen de EBITDA para los últimos años

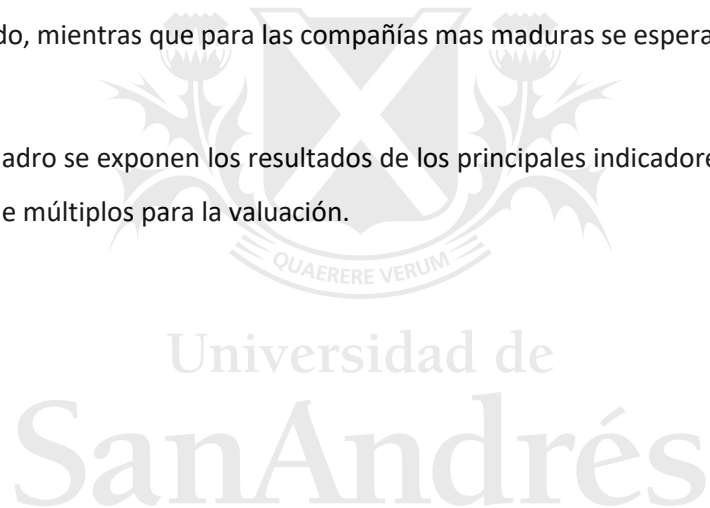
- CAGR de las ventas de los últimos años

La razón por la cual se decidió tomar promedios de dichos indicadores es porque los resultados del año 2020 pueden diferir mucho de los datos históricos por el impacto que la pandemia causó en la industria.

El múltiplo designado para llevar a cabo la valuación es EV/EBITDA, ósea el valor de las compañías sobre el EBITDA. Este múltiplo muestra el multiplicador del valor de la compañía sobre los recursos que genera una empresa con independencia de su estructura financiera (por eso se excluyen los intereses y los impuestos), su tasa impositiva y su política de amortizaciones. Al mismo tiempo, determina si la empresa incorpora mayor o menor valor que el directamente relacionado con los recursos generados y, por tanto, si la gestión de la empresa es superior o inferior a los resultados obtenidos.

Para tener en cuenta, las compañías que presenten altos crecimientos resultaran en un múltiplo EV/EBITDA elevado, mientras que para las compañías más maduras se esperaran múltiplos más bajos.

En el siguiente cuadro se exponen los resultados de los principales indicadores que justifican el uso del método de múltiplos para la valuación.









COMPAÑÍAS	EV/EBITDA	% FRANQUICIA	CRECIMIENTO VENTAS DE MISMOS LOCALES	APERTURA DE NUEVOS LOCALES	MARGEN EBTIDA PROMEDIO	CAGR VENTAS
	21,28 x	98%	0,0%	3,5%	35,0%	-2,9%
	67,90 x	0%	2,9%	5,6%	9,8%	11,3%
	26,18 x	98%	5,4%	6,3%	17,7%	13,6%
	25,80 x	95%	1,7%	1,1%	17,7%	4,8%
	5,40 x	3%	-0,6%	3,6%	3,3%	11,6%
PROMEDIO	29,31 x	66%	1,4%	3,7%	23,3%	3,4%
	30 - 32 x	41%	1,33%	33,5%	14%	18,10%

Tabla N° 22: Método de valuación por múltiplos. Elaboración propia, datos obtenidos de los reportes anuales de las compañías analizadas.

Como primera observación, la mayoría de las compañías en la industria de los restaurantes que cotizan en la bolsa de Estados Unidos se tratan de grandes cadenas de restaurantes ya consolidadas y maduras. Las cadenas de restaurantes de hamburguesas del segmento fast casual se tratan de compañías de capitales privados, por ello, los comparables pueden diferir de Shake Shack. De todas formas, las compañías seleccionadas pertenecen al segmento de comida rápida, donde solo Chiplote y Good Times son del tipo *fast casual*.

Tanto Yum como Domino's y Wendy's tienen un porcentaje de franquicias por encima del 95%, lo que explica su nivel de EBITDA más elevado. El promedio da un 66% ya que se compensa con las otras compañías, en tanto Shake Shack tiene un 41% franquiciado.

El crecimiento de ventas de mismos locales varía de una compañía a otra, pero el promedio es muy similar al de Shake Shack.

Dado el alto crecimiento de Shake Shack, y siendo una compañía joven, supera ampliamente al resto de las compañías en cuanto a la variación de la apertura de nuevos locales. Lo mismo se puede mencionar con respecto al CAGR de las ventas de los últimos 5 años.

Dado que se seleccionaron mas cantidad de compañías con alto porcentaje de franquicia, el promedio del margen del EBITDA se ubica en 23.3% mientras que el de Shake Shack es de 14%.

El múltiplo EV/EBITDA muestra importantes diferencias entre las compañías de la industria donde parte puede deberse a la pandemia que hizo caer los márgenes de las compañías. El promedio es de 29.31 x. Para Shake Shack se decide tomar un múltiplo entre 30 y 32x, levemente por encima del promedio ya que es una compañía en crecimiento.

En la siguiente tabla se muestran los resultados de la valuación por múltiplos de la compañía Shake Shack Inc:

<b>Valuación por Múltiplos</b>	<b>Limite Inferior</b>	<b>Limite superior</b>
<b>Shake Shack Inc</b>		
EV/EBITDA	30 x	32 x
EBITDA Shake Shack	\$ 117.045,00	
Valor de la compañía	\$ 3.511.350,00	\$ 3.745.440,00
Deuda financiera	\$ 0,00	
<b>Valor del capital accionario</b>	<b>\$ 3.511.350,00</b>	<b>\$ 3.745.440,00</b>
Valor por accion	USD 84,27	USD 89,89

*Tabla Nº 23: Resultados de la valuación por múltiplos. Elaboración propia.*

Para el calculo del valor de la compañía se tomo el EBITDA proyectado del año 2022 ya que el año 2021 se trata más de un periodo de transición en la recuperación de las condiciones del negocio luego del impacto de la pandemia. El rango del valor del capital accionario va entre USD 3.511.350 y USD 3.745.440 miles de dólares.

A continuación, se elabora un análisis de sensibilidad del valor de la compañía para mayores valores del múltiplo con los distintos valores de EBITDA estimados:



Análisis de sensibilidad del valor de la compañía por acción Shake Shack Inc						
EV/EBITDA		30 x	30,5 x	31 x	31,5 x	32 x
EBITDA						
	110.022	79,2	80,5	81,9	83,2	84,5
	113.534	81,7	83,1	84,5	85,8	87,2
	117.045	84,3	85,7	87,1	88,5	89,9
	120.556	86,8	88,2	89,7	91,1	92,6
	124.068	89,3	90,8	92,3	93,8	95,3

Tabla N° 24: Elaboración propia.

### 5.3. RESUMEN DE LAS VALUACIONES

A continuación, se exponen los resultados obtenidos de la valuación de la compañía Shake Shack Inc a través de los distintos métodos implementados.

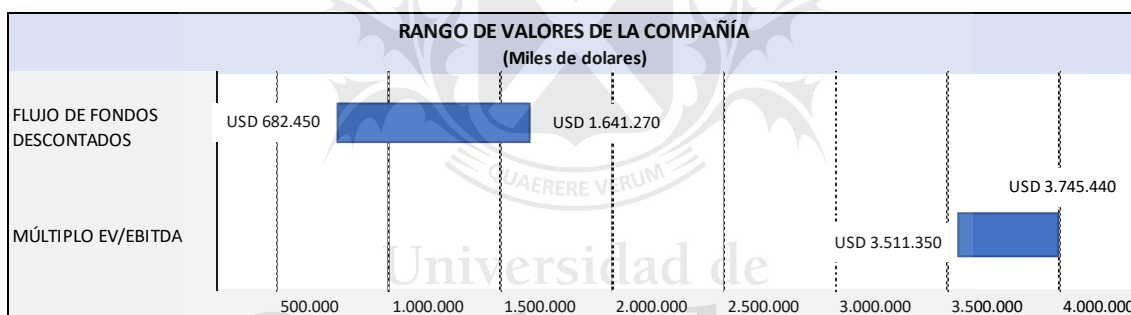


Gráfico N°35: Elaboración propia.

Observando los distintos resultados que arrojó la compañía a través de ambos métodos, se podría concluir que las proyecciones de la compañía al 31/12/2020 presentan mucha incertidumbre. Al tratarse de una compañía joven con mucho potencial, las posibilidades de crecimiento no son exactas, dependen mucho de la estrategia que adopte la compañía y que al mismo tiempo se manejen eficientemente los recursos. A la fecha de la valuación, la compañía presenta un valor de mercado de USD 3.536.029 miles de dólares. Parece ser que el mercado mantiene expectativas de crecimiento aún mayores a las supuestas en el presente informe. Al mismo tiempo, el mercado podría estar utilizando tasas de descuento menores ya que el beta calculado en el informe dio un valor elevado que puede deberse a la corta historia analizada en la regresión.

## 6. BIBLIOGRAFÍA

### Académica:

Brealey, Myers & Allen. *Principios de Finanzas Corporativas (Novena Edición)*. McGraw-Hill, 2009.

Damodaran, Aswath. “Estimating Risk free Rates”.

Fernandes, Nuno. “Note on Company Valuation by Discounted Cash Flows (DCF)”. IMD, Lausanne, Switzerland, 2012.

### Informes institucionales y Páginas web:

Informe annual Shake Shack 2015, 2016, 2017, 2018, 2019 y 2020

Informes anuales de las compañías comparables 2019 y 2020.

“Setting the Table”, Libro del 2006 de Meyer.

Yahoo finance

[https://en.wikipedia.org/wiki/Shake\\_Shack](https://en.wikipedia.org/wiki/Shake_Shack)

<https://www.shakeshack.com/>

<https://www.statista.com/topics/1135/us-restaurants/>

<https://datatopics.worldbank.org/world-development-indicators/>

<https://restaurant.org/home>

[www.forbes.com](http://www.forbes.com)

[www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)

<https://www.restaurantbusinessonline.com>

<https://restaurant.org/manage-my-restaurant/business-operations/covid19/restaurant-industry-blueprint-for-recovery>

[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/totalbeta.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html)

[http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/histretSP.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html)

<https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2020>

<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/riskfreerate.pdf>

## 7. ANEXOS

### ANEXO I: Restaurantes de Shake Shack Inc al 31-12-2021

Locales Domesticos	Locales propios	Locales bajo licencia	Total	Locales Internacionales	Locales bajo licencia
Alabama	1	-	1	Bahrain	2
Arizona	4	1	5	China	7
California	24	-	24	Hong Kong	6
Colorado	4	-	4	Japon	12
Connecticut	4	-	4	Corea del Sur	14
Delaware	1	-	1	Kuwait	11
Distrito de Columbia	6	1	7	Mexico	4
Florida	14	1	15	Oman	2
Georgia	3	1	4	Filipinas	3
Illinois	9	-	9	Qatar	4
Kansas	1	-	1	Arabia Saudita	7
Kentucky	1	-	1	Signapure	5
Louisiana	2	1	3	Turquia	4
Maryland	4	1	5	Emiratos Arabes	13
Massachusetts	7	-	7	Reino Unido	12
Michigan	4	-	4	<b>Total</b>	<b>106</b>
Minnesota	2	1	3		
Missouri	3	-	3		
Carolina del Norte	4	1	5		
Nevada	4	2	6		
New Jersey	10	1	11		
Nueva York	32	5	37		
Ohio	4	1	5		
Pennsylvania	5	2	7		
Rhode Island	1	-	1		
Tennessee	1	-	1		
Texas	17	2	19		
Utah	2	1	3		
Virginia	4	-	4		
Washington	3	-	3		
Wisconsin	2	-	2		
<b>Total</b>	<b>183</b>	<b>22</b>	<b>205</b>		

Elaboración propia en base al reporte anual de la compañía.

ANEXO II: Ranking de la competencia tanto directa como indirecta de Shake Shack Inc.

<b>Raking competencia industria restaurantes</b>				
<b>Compañía</b>	<b>Ventas (millones)</b>	<b>Cantidad de locales</b>	<b>Cantidad de empleados</b>	<b>Segmento</b>
<b>KFC</b>	USD 27.900	25.000	450.000	Fast Food
<b>Mc Donalds</b>	USD 19.208	39.198	205.000	Fast Food
<b>Pizza Hut</b>	USD 11.955	17.639	317.502	Fast Food
<b>Taco Bell</b>	USD 11.745	7.427	133.686	Fast Food
<b>Chick Fil A</b>	USD 11.320	2.671	33.000	Fast casual
<b>Subway</b>	USD 10.200	23.801	68.227	Fast Food
<b>Chipotle</b>	USD 5.985	2.768	69.200	Fast casual
<b>Panera Bread</b>	USD 5.890	2.144	28.402	Fast casual
<b>Burger king</b>	USD 5.428	18.786	45.645	Fast Food
<b>Domino`s Pizza</b>	USD 4.117	17.600	14.400	Fast Food
<b>Five Guys Holding</b>	USD 2.181	1.436	4.862	Fast casual
<b>Wendy´s</b>	USD 1.734	6.828	14.000	Fast Food
<b>Raising Canes</b>	USD 1.466	520	5.034	fast casual
<b>IN-N-OUT</b>	USD 957	365	5.984	Fast casual
<b>Red Robin</b>	USD 869	546	21.374	Fast casual
<b>Shake Shack</b>	USD 523	311	7.429	Fast casual
<b>The Habit Burguer Grill</b>	USD 370	287	6.437	Fast casual
<b>Steak n Shake</b>	USD 344	610	9.000	Fast casual
<b>Smash Burguer</b>	USD 209	301	7.180	Fast casual
<b>Good Times</b>	USD 33	32	1.159	Fast casual

Elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, yahoo finance.

ANEXO III: Estado de situación patrimonial de Shake Shack Inc al 31-12-2020

<b>BALANCE (en miles de dolares)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>ACTIVOS</b>					
Activos corrientes:	83.944	93.199	101.119	87.675	203.186
Caja	11.607	21.507	24.750	37.099	146.873
Cuentas por cobrar	6.006	5.641	10.523	9.970	9.464
Inventarios	806	1.258	1.749	2.221	2.888
Valores negociables	62.040	63.036	62.113	36.508	36.887
Anticipos y otros activos corrientes	3.485	1.757	1.984	1.877	7.074
Activos no corrientes:	454.250	377.407	509.413	880.593	942.162
Propiedades y equipos	136.264	187.095	261.854	314.862	336.541
Leasings operativos				274.426	306.317
Impuestos diferidos	313.207	185.914	242.533	279.817	287.007
Otros activos	4.779	4.398	5.026	11.488	12.297
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>538.194</b>	<b>470.606</b>	<b>610.532</b>	<b>968.268</b>	<b>1.145.348</b>
<b>PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>					
Pasivos corrientes:	31.716	34.024	59.948	99.392	109.705
Cuentas a pagar	6.921	8.210	12.467	14.300	23.487
Gastos acumulados	8.538	11.649	22.799	24.140	25.920
Salarios acumulados y relacionados	6.084	6.228	10.652	11.451	10.441
Pasivo por leasings operativos				30.002	35.657
Otros pasivos corrientes	10.173	7.937	14.030	19.499	14.200
Pasivos no corrientes:	305.125	212.103	277.129	546.891	601.150
Pasivos por leasings operativos a LP				304.914	343.736
Financiamiento de alquiler	2.007	14.518	20.846		
Renta diferida	31.107	36.596	47.864		
Arreglo de impuestos por cobrar	267.902	158.436	197.921	226.649	232.954
Otros pasivos a largo plazo	4.109	2.553	10.498	15.328	24.460
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>336.841</b>	<b>246.127</b>	<b>337.077</b>	<b>646.283</b>	<b>710.855</b>
Acciones comunes clase A	25	27	30	35	39
Acciones comunes clase B	11	10	8	3	3
Pago adicional en capital	135.448	153.105	195.633	244.410	395.067
Ganancias retenidas	16.719	16.399	30.404	54.367	12.209
Otros ingresos acumulados	-15	-49	0	2	3
PN atribuible a Shake Shack	152.188	169.492	226.075	298.817	407.321
Intereses minoritarios	49.165	54.987	47.380	23.168	27.172
<b>PATRIMONIO NETO TOTAL</b>	<b>201.353</b>	<b>224.479</b>	<b>273.455</b>	<b>321.985</b>	<b>434.493</b>
<b>PATRIMONIO NETO + PASIVOS</b>	<b>538.194</b>	<b>470.606</b>	<b>610.532</b>	<b>968.268</b>	<b>1.145.348</b>

Elaboración propia en base al reporte anual de la compañía.

ANEXO IV: Estado de resultados histórico de Shake Shack Inc

<b>EERR (en miles de dolares)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>INGRESOS TOTALES</b>	<b>268.475</b>	<b>358.810</b>	<b>459.310</b>	<b>594.519</b>	<b>522.867</b>
Ventas de locales	259.350	346.388	445.589	574.625	506.339
Ingresos por licencias	9.125	12.422	13.721	19.894	16.528
<b>COSTOS OPERATIVOS</b>	<b>164.238</b>	<b>225.882</b>	<b>299.973</b>	<b>398.156</b>	<b>383.369</b>
Comida y papel	73.752	98.337	126.096	168.176	153.335
Gastos del personal	65.540	91.740	122.094	160.811	156.814
Otros gastos operativos	24.946	35.805	51.783	69.169	73.220
<b>COSTOS ADMINISTRATIVOS</b>	<b>52.376</b>	<b>67.200</b>	<b>85.430</b>	<b>114.100</b>	<b>115.842</b>
Gastos de locales	21.820	28.197	32.710	48.451	51.592
Gastos generales y admin.	30.556	39.003	52.720	65.649	64.250
<b>EBITDA</b>	<b>51.861</b>	<b>65.728</b>	<b>73.907</b>	<b>82.263</b>	<b>23.656</b>
Depreciaciones	14.502	21.704	29.000	40.392	48.801
Costos de apertura	9.520	9.603	12.279	14.834	8.580
Deterioros	34	608	917	1.352	10.151
<b>EBIT</b>	<b>27.805</b>	<b>33.813</b>	<b>31.711</b>	<b>25.685</b>	<b>-43.876</b>
Otros ingresos	1.065	128.123	1.514	2.263	-786
Intereses	-374	-1.643	-2.415	-434	-815
<b>EBT</b>	<b>28.496</b>	<b>160.293</b>	<b>30.810</b>	<b>27.514</b>	<b>-45.477</b>
Impuestos	6.350	151.409	8.862	3.386	57
<b>RESULTADO NETO</b>	<b>22.146</b>	<b>8.884</b>	<b>21.948</b>	<b>24.128</b>	<b>-45.534</b>

Elaboración propia en base al reporte anual de la compañía.

Universidad de  
San Andrés

ANEXO V: Proyección del flujo de fondos de la compañía – Escenario Base

Escenario Base FFCF Shake Shack Inc.	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Ventas (%)</b>	<b>-12,1%</b>	<b>38,8%</b>	<b>29,0%</b>	<b>25,9%</b>	<b>19,4%</b>	<b>17,1%</b>
Ventas de locales propios (%)	-11,9%	39,0%	28,9%	25,7%	19,2%	17,0%
<i>Ventas de mismos locales (%)</i>	-27,8%	15,7%	6,3%	5,9%	3,0%	3,0%
<i>Ventas por local</i>	USD 2.767	USD 3.200	USD 3.400	USD 3.600	USD 3.708	USD 3.819
<i>Nuevos locales</i>	20	37	47	50	50	50
Ingreso por licencias (%)	-16,9%	31,6%	31,3%	31,1%	22,8%	19,6%
<i>Nuevas Licencias</i>	16	17	23	40	40	40
<i>Ingreso por licencias</i>	USD 129	USD 150	USD 170	USD 180	USD 185	USD 191
<b>Costos operativos (%)</b>	<b>73,3%</b>	<b>71,0%</b>	<b>68,5%</b>	<b>66,5%</b>	<b>66,5%</b>	<b>66,5%</b>
<i>Comida y papel (%)</i>	29,3%	29,0%	28,5%	28,0%	28,0%	28,0%
<i>Gastos del personal (%)</i>	30,0%	29,0%	28,0%	26,5%	26,5%	26,5%
<i>Otros gastos operativos (%)</i>	14,0%	13,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
<b>Gastos administrativos (%)</b>	<b>22,2%</b>	<b>20,0%</b>	<b>19,0%</b>	<b>19,0%</b>	<b>19,0%</b>	<b>19,0%</b>
<i>Gastos de locales (%)</i>	9,9%	9,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
<i>Gastos generales y admin (%)</i>	12,3%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
<b>EBITDA (%)</b>	<b>4,5%</b>	<b>9,0%</b>	<b>12,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>
<b>EBIT (%)</b>	<b>-6,5%</b>	<b>1,4%</b>	<b>5,5%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,7%</b>	<b>9,2%</b>
<i>Depreciaciones (% sobre act)</i>	12,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
<i>Capex (% sobre act)</i>	20,5%	27,0%	29,6%	26,7%	23,2%	20,7%
<i>Capital de trabajo (%)</i>	1,7%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%

Escenario Base FFCF Shake Shack Inc.	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
<b>Ventas (%)</b>	<b>14,1%</b>	<b>11,9%</b>	<b>10,1%</b>	<b>7,8%</b>	<b>4,8%</b>
Ventas de locales propios (%)	14,1%	11,9%	10,2%	7,8%	4,8%
<i>Ventas de mismos locales (%)</i>	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<i>Ventas por local</i>	USD 3.934	USD 4.052	USD 4.173	USD 4.299	USD 4.428
<i>Nuevos locales</i>	45	40	35	25	10
Ingreso por licencias (%)	13,7%	12,7%	8,9%	7,2%	4,3%
<i>Nuevas Licencias</i>	30	30	20	15	5
<i>Ingreso por licencias</i>	USD 197	USD 203	USD 209	USD 215	USD 221
<b>Costos operativos (%)</b>	<b>66,5%</b>	<b>66,5%</b>	<b>66,5%</b>	<b>66,5%</b>	<b>66,5%</b>
<i>Comida y papel (%)</i>	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
<i>Gastos del personal (%)</i>	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%
<i>Otros gastos operativos (%)</i>	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
<b>Gastos administrativos (%)</b>	<b>19,0%</b>	<b>19,0%</b>	<b>19,0%</b>	<b>19,0%</b>	<b>19,0%</b>
<i>Gastos de locales (%)</i>	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
<i>Gastos generales y admin (%)</i>	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
<b>EBITDA (%)</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>
<b>EBIT (%)</b>	<b>9,8%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,8%</b>	<b>11,1%</b>
<i>Depreciaciones (% sobre act)</i>	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
<i>Capex (% sobre act)</i>	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
<i>Capital de trabajo (%)</i>	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%

Elaboración propia en base al reporte anual de la compañía.

ANEXO VI: Proyección del flujo de fondos de la compañía – Escenario Pesimista

Escenario Pesimista FFCF Shake Shack Inc.	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Ventas (%)</b>	<b>-12,1%</b>	<b>36,7%</b>	<b>31,0%</b>	<b>20,6%</b>	<b>17,7%</b>	<b>14,4%</b>
Ventas de locales propios (%)	-11,9%	36,9%	31,0%	20,3%	17,7%	14,3%
<i>Ventas de mismos locales (%)</i>	-27,8%	13,8%	7,9%	2,9%	2,9%	1,5%
<i>Ventas por local</i>	USD 2.767	USD 3.150	USD 3.400	USD 3.500	USD 3.600	USD 3.654
<i>Nuevos locales</i>	20	37	47	45	45	45
Ingreso por licencias (%)	-16,9%	31,6%	31,3%	31,1%	22,8%	19,6%
<i>Nuevas Licencias</i>	16	17	23	40	40	40
<i>Variacion de licencias totales(</i>	USD 129	USD 150	USD 170	USD 180	USD 185	USD 191
<b>Costos operativos (%)</b>	<b>73,3%</b>	<b>71,0%</b>	<b>68,5%</b>	<b>66,5%</b>	<b>66,5%</b>	<b>66,5%</b>
<i>Comida y papel (%)</i>	29,3%	29,0%	28,5%	28,0%	28,0%	28,0%
<i>Gastos del personal (%)</i>	30,0%	29,0%	28,0%	26,5%	26,5%	26,5%
<i>Otros gastos operativos (%)</i>	14,0%	13,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
<b>Gastos administrativos (%)</b>	<b>22,2%</b>	<b>20,0%</b>	<b>19,0%</b>	<b>19,0%</b>	<b>19,0%</b>	<b>19,0%</b>
<i>Gastos de locales (%)</i>	9,9%	9,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
<i>Gastos generales y admin (%)</i>	12,3%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
<b>EBITDA (%)</b>	<b>4,5%</b>	<b>9,0%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>
<b>EBIT (%)</b>	<b>-6,5%</b>	<b>1,3%</b>	<b>5,5%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,7%</b>	<b>7,1%</b>
<i>Depreciaciones (% sobre act)</i>	12,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
<i>Capex (% sobre act)</i>	20,5%	27,0%	29,6%	24,1%	21,3%	19,3%
<i>Capital de trabajo (%)</i>	1,7%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%

Escenario Pesimista FFCF Shake Shack Inc.	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
<b>Ventas (%)</b>	<b>11,6%</b>	<b>9,6%</b>	<b>7,8%</b>	<b>5,5%</b>	<b>2,5%</b>
Ventas de locales propios (%)	11,6%	9,5%	7,9%	5,5%	2,5%
<i>Ventas de mismos locales (%)</i>	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
<i>Ventas por local</i>	USD 3.709	USD 3.764	USD 3.821	USD 3.878	USD 3.936
<i>Nuevos locales</i>	40	35	30	20	5
Ingreso por licencias (%)	13,7%	12,7%	8,9%	7,2%	4,3%
<i>Nuevas Licencias</i>	30	30	20	15	5
<i>Ingreso por licencias</i>	USD 197	USD 203	USD 209	USD 215	USD 221
<b>Costos operativos (%)</b>	<b>66,5%</b>	<b>66,5%</b>	<b>66,5%</b>	<b>66,5%</b>	<b>66,5%</b>
<i>Comida y papel (%)</i>	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
<i>Gastos del personal (%)</i>	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%
<i>Otros gastos operativos (%)</i>	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
<b>Gastos administrativos (%)</b>	<b>19,0%</b>	<b>19,0%</b>	<b>19,0%</b>	<b>19,0%</b>	<b>19,0%</b>
<i>Gastos de locales (%)</i>	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
<i>Gastos generales y admin (%)</i>	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
<b>EBITDA (%)</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>
<b>EBIT (%)</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,9%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,6%</b>
<i>Depreciaciones (% sobre act)</i>	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
<i>Capex (% sobre act)</i>	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
<i>Capital de trabajo (%)</i>	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%

Elaboración propia en base al reporte anual de la compañía.



ANEXO VII: Proyección del flujo de fondos de la compañía – Escenario Optimista

Escenario Optimista FFCF Shake Shack Inc.	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Ventas (%)</b>	<b>-12,1%</b>	<b>45,0%</b>	<b>33,7%</b>	<b>28,2%</b>	<b>24,0%</b>	<b>21,1%</b>
Ventas de locales propios (%)	-11,9%	45,3%	33,6%	28,1%	23,9%	21,0%
<i>Ventas de mismos locales (%)</i>	-27,8%	19,3%	9,1%	5,0%	5,0%	5,0%
<i>Ventas por local</i>	USD 2.767	USD 3.300	USD 3.600	USD 3.780	USD 3.969	USD 4.167
<i>Nuevos locales</i>	20	40	50	60	60	60
Ingreso por licencias (%)	-16,9%	31,6%	31,3%	31,1%	22,8%	19,6%
<i>Nuevas Licencias</i>	16	17	23	40	40	40
<i>Variacion de licencias totales(</i>	USD 129	USD 150	USD 170	USD 180	USD 185	USD 191
<b>Costos operativos (%)</b>	<b>73,3%</b>	<b>71,0%</b>	<b>68,5%</b>	<b>66,5%</b>	<b>66,5%</b>	<b>66,5%</b>
<i>Comida y papel (%)</i>	29,3%	29,0%	28,5%	28,0%	28,0%	28,0%
<i>Gastos del personal (%)</i>	30,0%	29,0%	28,0%	26,5%	26,5%	26,5%
<i>Otros gastos operativos (%)</i>	14,0%	13,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
<b>Gastos administrativos (%)</b>	<b>22,2%</b>	<b>20,0%</b>	<b>19,0%</b>	<b>19,0%</b>	<b>19,0%</b>	<b>19,0%</b>
<i>Gastos de locales (%)</i>	9,9%	9,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
<i>Gastos generales y admin (%)</i>	12,3%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
<b>EBITDA (%)</b>	<b>4,5%</b>	<b>9,0%</b>	<b>13,5%</b>	<b>15,5%</b>	<b>15,5%</b>	<b>15,5%</b>
<b>EBIT (%)</b>	<b>-6,5%</b>	<b>1,5%</b>	<b>6,8%</b>	<b>9,2%</b>	<b>9,9%</b>	<b>10,5%</b>
<i>Depreciaciones (% sobre act)</i>	12,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
<i>Capex (% sobre act)</i>	20,5%	29,1%	31,0%	31,2%	26,1%	22,8%
<i>Capital de trabajo (%)</i>	1,7%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%

Escenario Optimista FFCF Shake Shack Inc.	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
<b>Ventas (%)</b>	<b>17,7%</b>	<b>15,3%</b>	<b>13,4%</b>	<b>11,1%</b>	<b>8,3%</b>
Ventas de locales propios (%)	17,7%	15,3%	13,5%	11,1%	8,3%
<i>Ventas de mismos locales (%)</i>	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<i>Ventas por local</i>	USD 4.376	USD 4.595	USD 4.824	USD 5.066	USD 5.319
<i>Nuevos locales</i>	55	50	45	35	20
Ingreso por licencias (%)	13,7%	12,7%	8,9%	7,2%	4,3%
<i>Nuevas Licencias</i>	30	30	20	15	5
<i>Ingreso por licencias</i>	USD 197	USD 203	USD 209	USD 215	USD 221
<b>Costos operativos (%)</b>	<b>66,5%</b>	<b>66,5%</b>	<b>66,5%</b>	<b>66,5%</b>	<b>66,5%</b>
<i>Comida y papel (%)</i>	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
<i>Gastos del personal (%)</i>	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%
<i>Otros gastos operativos (%)</i>	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
<b>Gastos administrativos (%)</b>	<b>19,0%</b>	<b>19,0%</b>	<b>19,0%</b>	<b>19,0%</b>	<b>19,0%</b>
<i>Gastos de locales (%)</i>	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
<i>Gastos generales y admin (%)</i>	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
<b>EBITDA (%)</b>	<b>15,5%</b>	<b>15,5%</b>	<b>15,5%</b>	<b>15,5%</b>	<b>15,5%</b>
<b>EBIT (%)</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,7%</b>	<b>12,0%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,7%</b>
<i>Depreciaciones (% sobre act)</i>	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
<i>Capex (% sobre act)</i>	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
<i>Capital de trabajo (%)</i>	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%

Elaboración propia en base al reporte anual de la compañía.