



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés

Departamento de Economía

Licenciatura en Economía

Valuación de The Cheesecake Factory, Inc.

Autor: Agustín Schiavio Aebi

Legajo: 25142

Mentor: Alejandro Loizaga

Buenos Aires – Mayo de 2017

Índice

Glosario.....	4
Resumen Ejecutivo	5
Descripción del negocio	6
Introducción.....	6
Negocio.....	12
Información General	12
El concepto The Cheesecake Factory	13
Operaciones de las panaderías	18
Oportunidades de crecimiento	18
Empleados	20
Análisis de la industria	21
Industria de restaurantes en Estados Unidos.....	21
Segmento de comida informal.....	24
Competencia.....	26
Posicionamiento Competitivo.....	29
Análisis Financiero	32
Ratios de Rentabilidad	32
Ratios de Actividad	36
Ratios Crediticios	39
Ratios específicos de la industria	43
Valuación	48
Flujos de fondos descontados.....	48
Tasa de descuento	49
Proyecciones del <i>management</i>	54

Estimando Flujos de Fondos Libres de la Firma.....	55
Escenario base	56
Escenario pesimista	58
Escenario optimista.....	60
Múltiplos.....	62
Conclusión	67
Anexos: Cuadros y Tablas	69
Anexo I: Datos Financieros Seleccionados	69
Anexo II: Estado de Situación Patrimonial Consolidad	71
Anexo III: Estado de Resultados Consolidado	73
Anexo IV: Estado de Flujo de Efectivo Consolidado	74
Anexo V: Información de Segmentos	76
Anexo VI: Resultado de Operaciones	77
Anexo VII: Restaurantes Propios.....	78
Anexo VIII: Ubicación de Licenciarios.....	80
Anexo IX: Regresiones alternativas (cálculo de beta).....	81
Referencias Bibliográficas	83

Glosario

Casual dining: Sector de comida informal.

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

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

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

Equity: Patrimonio neto

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

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

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

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

Puntos básicos: Un punto básico equivale a 0,01%.

ROE: Rentabilidad sobre el patrimonio neto

ROA: Rentabilidad sobre los activos

ROIC: Rentabilidad sobre el capital invertido

EPS: Ganancias por acción, o *earnings per share*.

MM: Millones

Resumen Ejecutivo

El presente trabajo tiene como motivo determinar el valor de la compañía estadounidense “The Cheesecake Factory Incorporated”¹ y su valor accionario al 2 de enero de 2018.

Para realizar la valuación se van a utilizar dos metodologías comúnmente utilizadas en el sector financiero: “Flujos de Fondos Descontados” y “Valuación por Múltiplos”.

Por un lado, el modelo de “Flujos de Fondos Descontados” se basa en que el valor de un activo es igual al valor presente de los flujos de caja generados por el activo. Se va a necesitar estimar la vida del activo, la generación de caja durante la vida del activo, la tasa de descuento o rendimiento requerido (WACC) para calcular el valor presente de los flujos de caja y el valor terminal del mismo.

Por otro lado, la “Valuación por Múltiplos” se basa en que el valor del activo es comparado con el valor que el mercado asigna a activos similares. Se va a necesitar identificar compañías que cotizan en bolsa, realizan actividades de negocios similares, y poseen características similares en términos de retorno/riesgo, inferir de los precios de mercado valores estandarizados y comparar los múltiplos del activo analizando el comparable para juzgar la valuación del activo.

Para llegar al objetivo final del presente trabajo que es obtener el valor de la firma y su correspondiente valor accionario, se realizará una descripción del negocio, se estudiará la industria en donde opera y se hará un análisis financiero de la compañía, de modo de fundamentar los supuestos a realizar para poder realizar el proceso de valuación.

¹ Nombre exacto con el que la empresa se encuentra registrada como persona jurídica legalmente constituida.

Descripción del negocio

The Cheesecake Factory Incorporated es una empresa estadounidense que creó y se sigue desarrollando en el segmento gastronómico de comida informal, o *casual dining*, desde 1978 con la introducción de su concepto homónimo.

El negocio comenzó en 1972, cuando Oscar y Evelyn Overton fundaron una pequeña panadería en Los Ángeles. En 1978, su hijo David Overton, actual *Chairman*² y CEO³ de la compañía, abrió el primer restaurante bajo el nombre de The Cheesecake Factory en Beverly Hills, California.

En 1992, la compañía se registró con el nombre de The Cheesecake Factory Incorporated en el estado de Delaware, Estados Unidos. Hoy en día, es una cadena global que cotiza en la bolsa de valores de NASDAQ⁴ bajo el nombre de “CAKE” con una capitalización bursátil aproximada de US\$ 2,3 Bn⁵ y es un líder consolidado en el tiempo de dicho segmento gastronómico.

En el último año fiscal finalizado el 2 de enero de 2018, generó ventas por US\$ 2.261 MM, 91% provenientes de la marca The Cheesecake Factory®, las cuales vienen creciendo a una tasa anual compuesta de crecimiento de 4,74% durante los últimos cinco años y un *same store sales* de -0,8% en el último año. Registra un Margen EBIT de 6,76%, Margen EBITDA de 10,86% y un ROE de 25,65%, donde se pueden ver indicadores promedio de rentabilidad con respecto a la competencia. Por su parte, la estructura de capital está compuesta por 5% de deuda⁶.

Introducción

En 2017, último año fiscal⁷, la empresa generó ventas por US\$ 2.261 MM, un 0,67% menor al año previo. Sacando el impacto positivo de la semana 53 del 2016, las ventas se incrementaron en un 1,8%, principalmente por la apertura de nuevos restaurantes que compensaron la caída en *same store sales*. La tasa anual compuesta de crecimiento, o CAGR, para las ventas fue de 4,74% en los últimos 5 años, a pesar de que en el último año fiscal no hubo crecimiento de estas.

² Presidente del consejo de administración.

³ Director Ejecutivo, o *Chief Executive Officer*.

⁴ Abreviatura en inglés de “National Association of Securities Dealers Automated Quotation”.

⁵ Bloomberg al 02/01/2017

⁶ Datos en base a Anexos I, II, III, IV y V.

⁷ Comprende el período 03/01/2017-02/01/2017, equivalente a 52 semanas.

El 91% de las ventas fue generado a través de la marca The Cheesecake Factory®, por lo que se posiciona como la principal fuente de ingresos y el principal conductor de la compañía. Las ventas de esta unidad de negocios vienen creciendo a una tasa anual compuesta de crecimiento de 5,08% durante los últimos 5 años. Con respecto a la restante fuente de ingresos, denominado como “Otros” en la presentación de estados de la compañía, se puede ver un cambio de tendencia, generando variaciones positivas en las ventas a partir del 2015, arrojando una tasa anual compuesta de crecimiento de 1,65% durante los últimos 5 años. Las *same store sales* de los restaurantes de The Cheesecake Factory® cayeron 0,8%, o US\$ 16,5 MM, con respecto al año previo, en línea con la industria la cual cayó 0,8% según Knapp Track Index⁸. La caída de este indicador fue impulsada por la caída de 2,9% en el tráfico de clientes, lo cual fue levemente compensado con el aumento de la cuenta promedio de 2,1% a US\$ 21,85 por persona.

Las *same store sales* de los restaurantes de Grand Lux Café® cayeron 1,9% con respecto al año previo, parcialmente compensadas con un aumento de la cuenta promedio de 2,8% a US\$ 22,10 por persona.

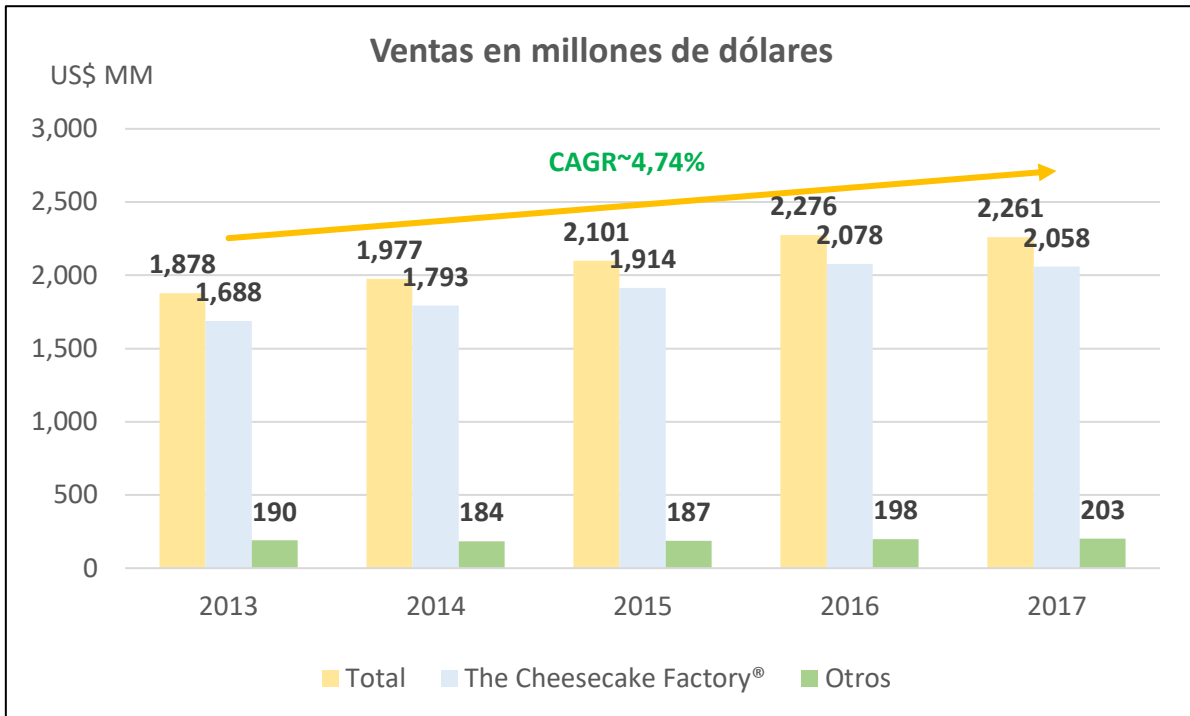
Las ventas externas de las panaderías totalizaron US\$ 55,1 MM, 2,44% del total de las ventas, comparado con los US\$ 53,6 MM del 2016⁹.



⁸ Índice que utilizan desde la compañía para medir el desempeño del sector de comidas informales en Estados Unidos, principalmente ponderado por las *same store sales*.

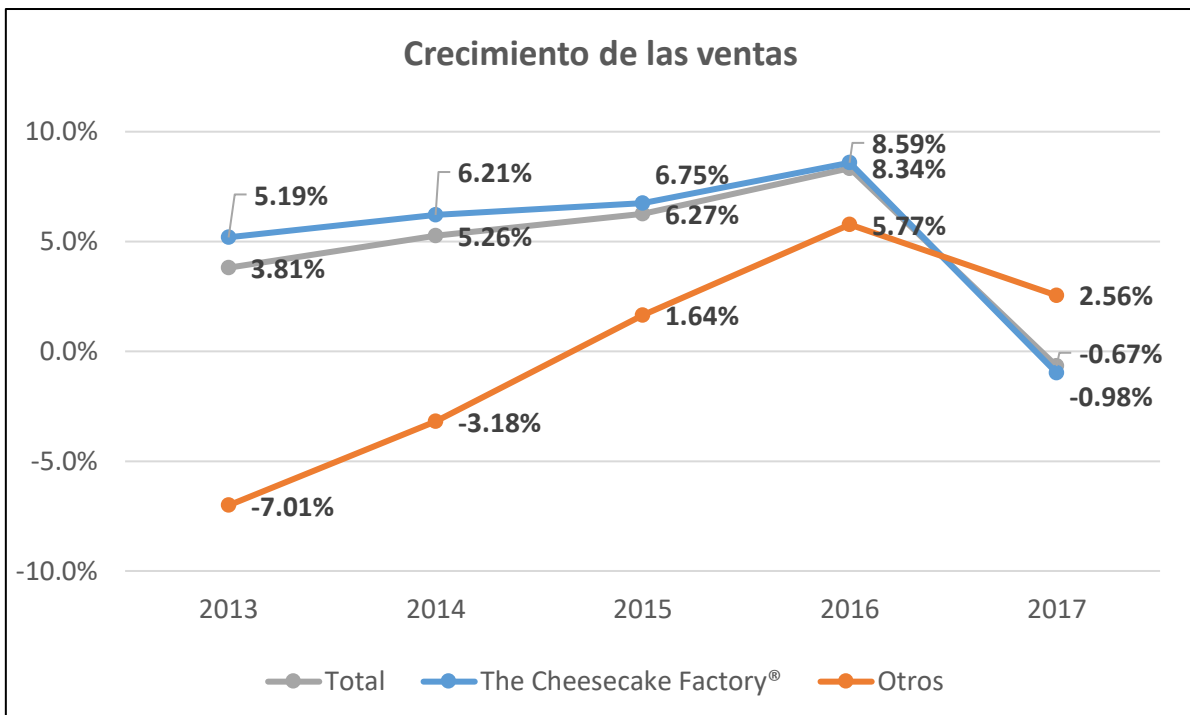
⁹ The Cheesecake Factory Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K – Part II – Item 7. Management discussion and analysis of financial condition and results of operations (Fiscal 2017 Compared to Fiscal 2016).

Gráfico N°1: Ventas en millones de dólares



Fuente: Elaboración propia en base a los 10-K de los años fiscales de 2013 a 2017

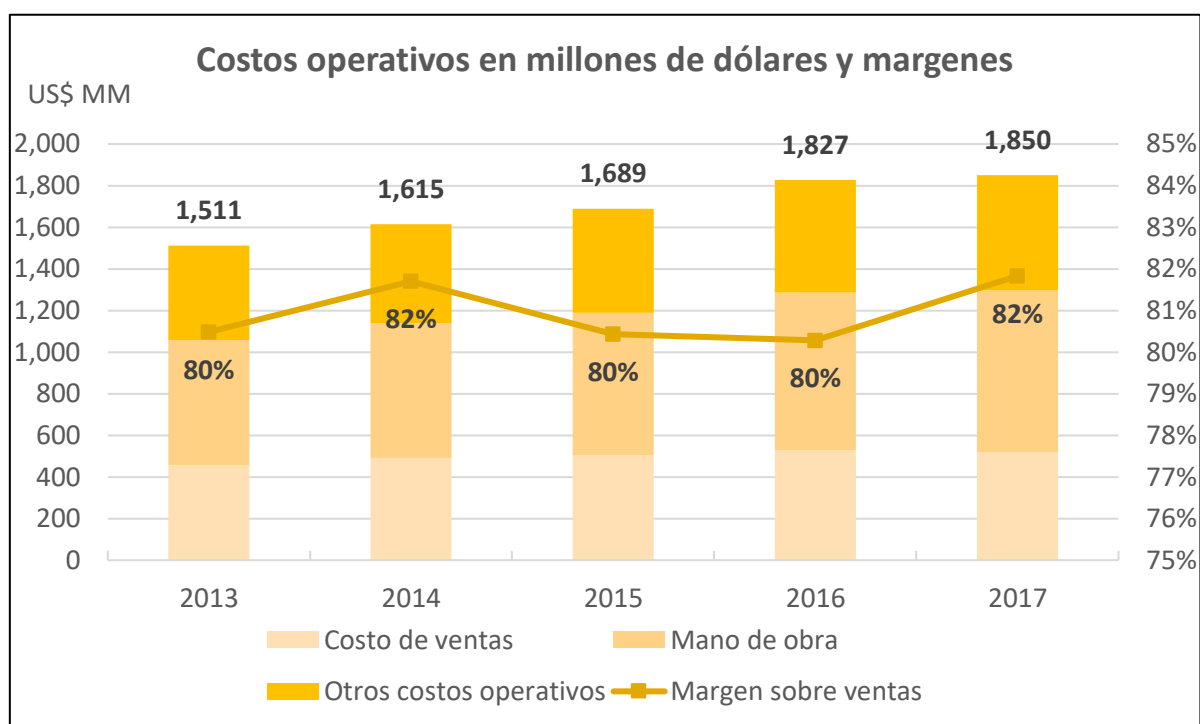
Gráfico N°2: Crecimiento de las ventas



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

Los costos operativos durante el último año fiscal fueron de US\$ 1.850 MM, equivalente a un margen sobre ventas de 82%. Estos fueron incrementando año tras año a una tasa anual compuesta de crecimiento de 5,18% durante los últimos 5 años, 44 puntos básicos mayor a la tasa anual compuesta de crecimiento de las ventas para el mismo período. A pesar de esto, durante los últimos 5 años los costos operativos oscilaron en torno al rango de 80%-82% de las ventas. Con respecto al costo de mercadería vendida, esta cayó de 24,3% en 2013 a 23,0% en 2017, ambos datos como porcentaje de las ventas respecto a sus respectivos años fiscales. El promedio aritmético simple de los últimos 5 años del costo de mercadería vendida respecto a las ventas de sus respectivos años fue de 23,8%, lo cual resulta ser bastante estable en el tiempo¹⁰.

Gráfico N°3: Costos operativos en millones de dólares y márgenes



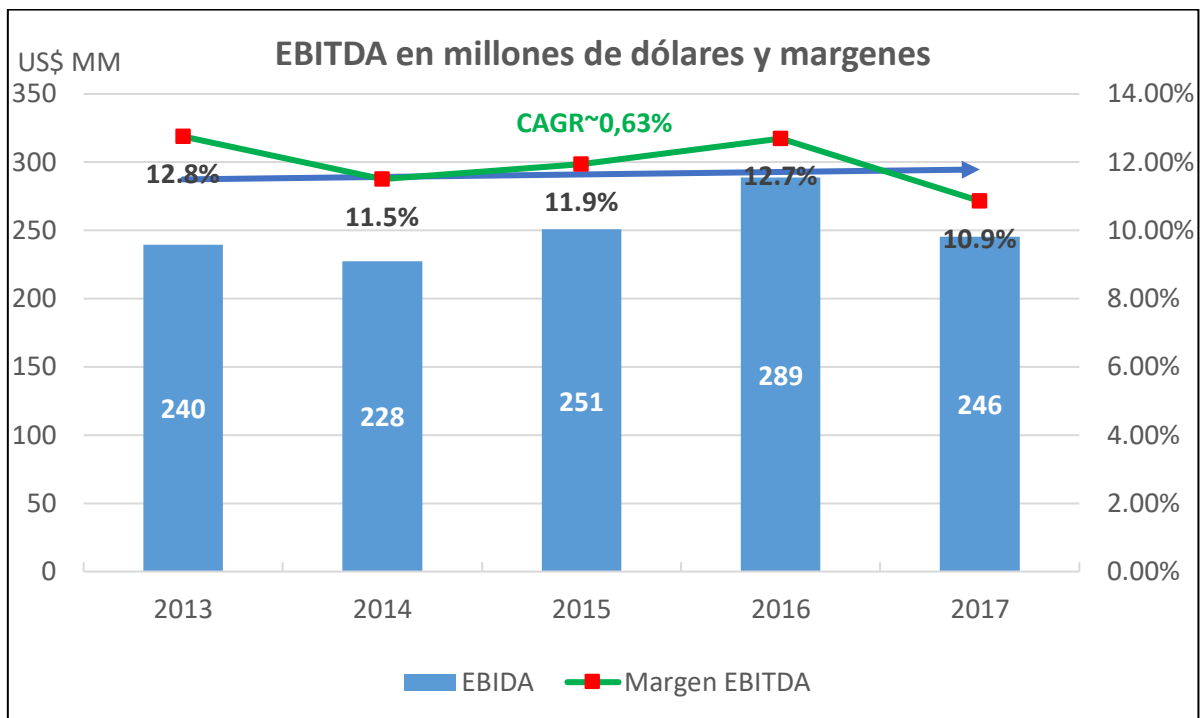
Fuente: Elaboración propia en base a los 10-K de los años fiscales de 2012 a 2017

En el mismo año, la empresa registro un EBITDA de US\$ 246 MM, equivalente al 10,86% de las ventas. Las amortizaciones del periodo fueron de US\$ 9MM, por lo que los valores del EBIT son de US\$ 153 MM, equivalente al 6,76% de las ventas. La tasa anual compuesta de crecimiento para el EBITDA es de 0,63% durante los últimos 5 años, mientras que para el EBIT es de -1,28% para el mismo periodo. Este bajo crecimiento se debe a la fuerte caída que sufrió la compañía en los indicadores mencionados en

¹⁰ The Cheesecake Factory Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K – Part II – Item 7. Management discussion and analysis of financial condition and results of operations (Fiscal 2017 Compared to Fiscal 2016) y Anexo VI.

el último año fiscal. Con respecto al EBITDA, cayó un 15% en el último año fiscal con respecto al año previo, ubicándose por debajo de los niveles observados en 2015 y el margen EBITDA se contrajo 184 puntos básicos respecto al año previo (12,70%) y 189 puntos básicos respecto al 2013 (12,75%). El EBIT cayó un 23,96% en el último año fiscal con respecto al año previo, siendo el menor en los últimos 5 años, mientras que el margen EBIT se contrajo 207 puntos básico respecto al año previo (8,83%) y 181 puntos básicos respecto al 2013 (8,57%)¹¹.

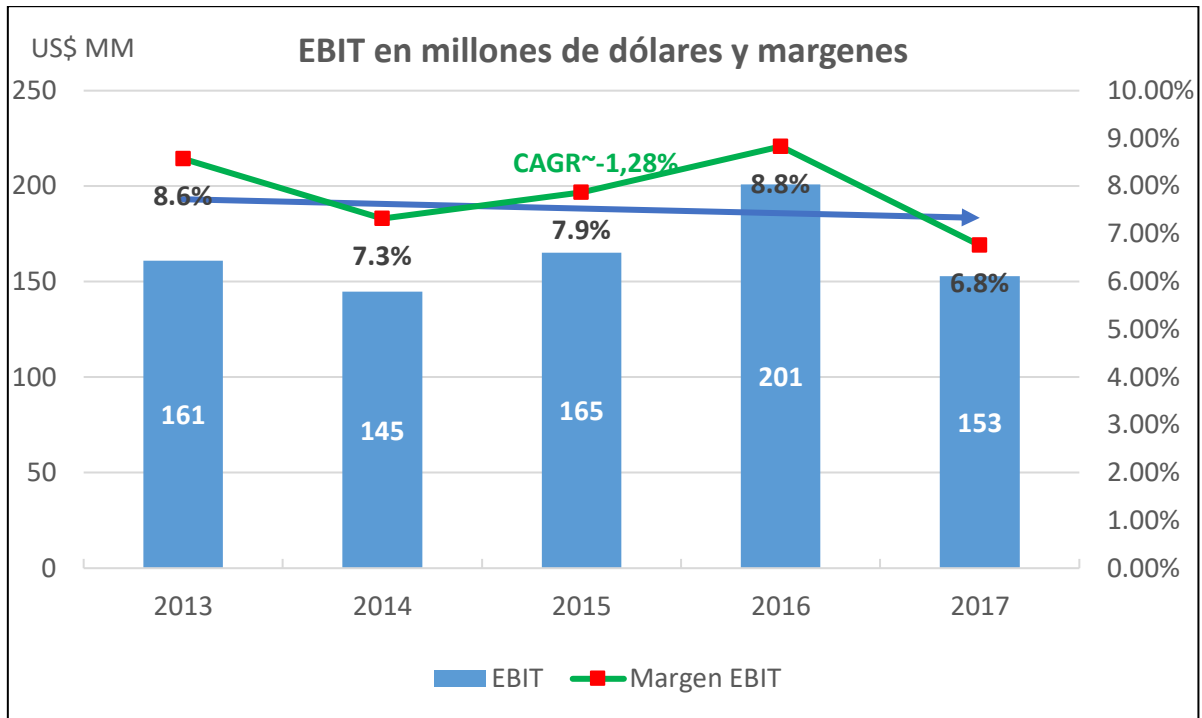
Gráfico N°4: EBITDA en millones de dólares y márgenes



Fuente: Elaboración propia en base a los 10-K de los años fiscales de 2013 a 2017.

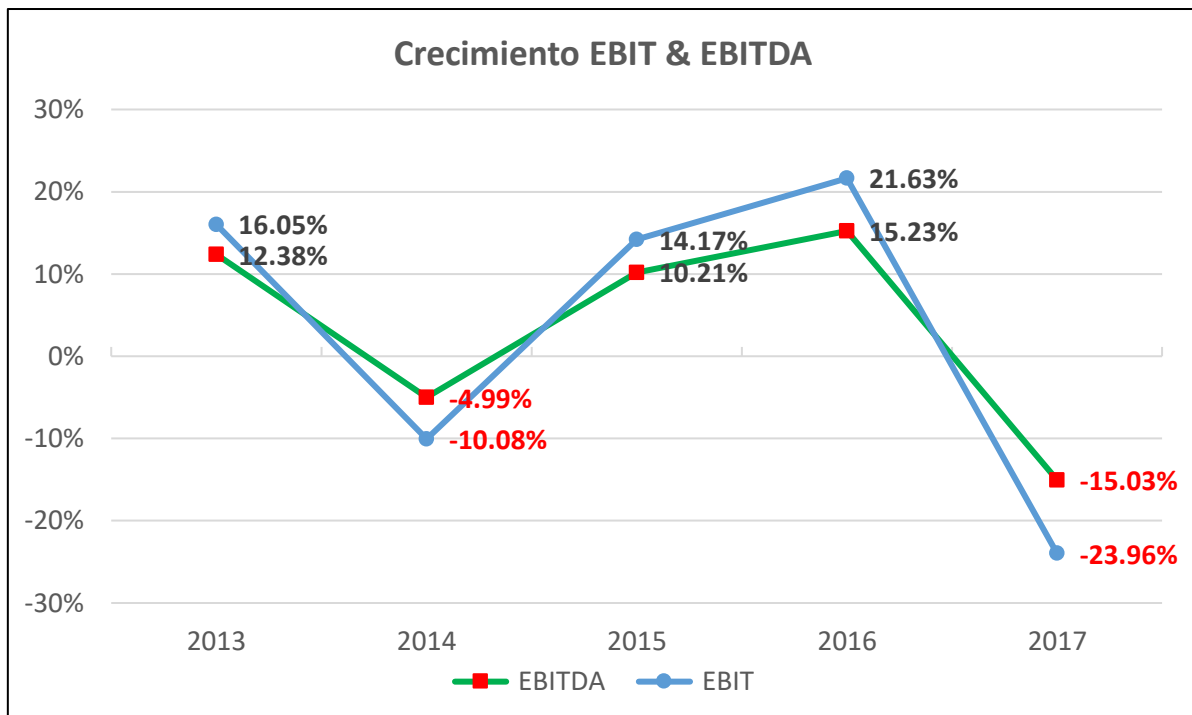
¹¹ Información procesada en base al Anexo III.

Gráfico N°5: EBIT en millones de dólares y márgenes



Fuente: Elaboración propia en base a los 10-K de los años fiscales de 2013 a 2017.

Gráfico N°6: Crecimiento EBIT & EBITDA



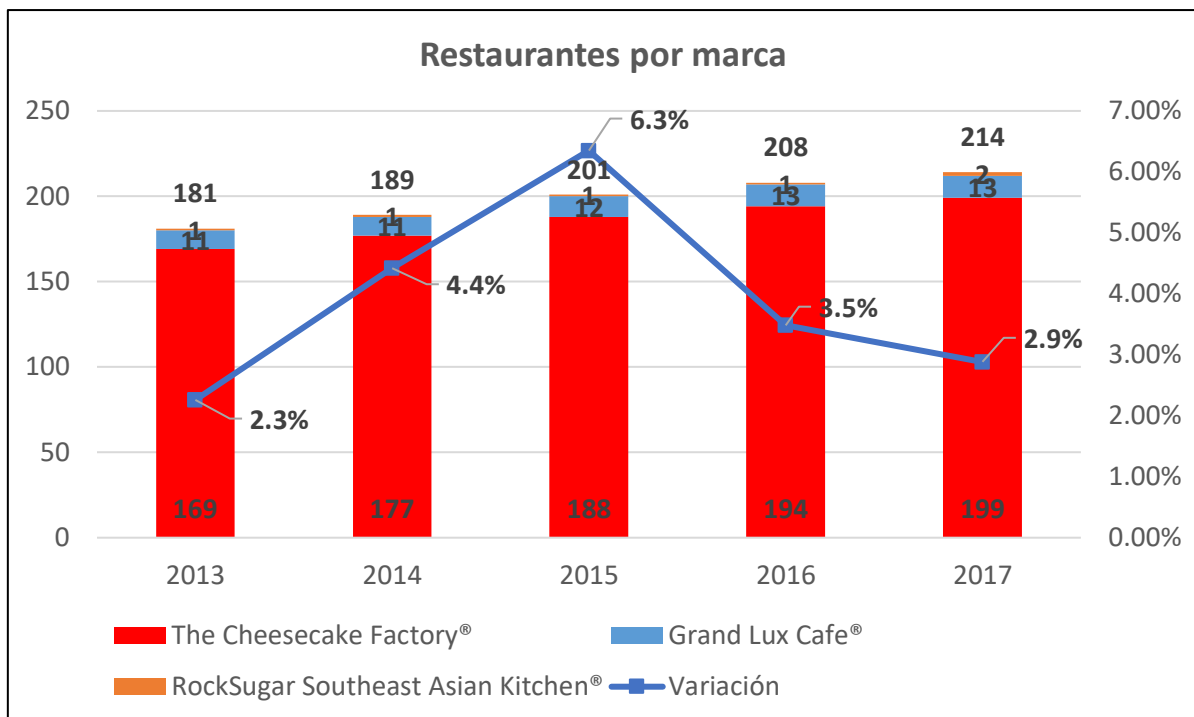
Fuente: Elaboración propia en base a los 10-K de los años fiscales de 2012 a 2017.

Negocio

Información General

Al 28 de febrero de 2018 la compañía posee 214 restaurantes del segmento exclusivo de comida informal: 199 bajo la marca de The Cheesecake Factory® en 39 estados, el Distrito de Columbia, Puerto Rico y Ontario, Canadá; 13 bajo la marca de Grand Lux Café® en siete estados; y 2 bajo la marca de RockSugar Southeast Asian Kitchen® ubicados en California e Illinois¹². En el siguiente gráfico, se puede observar la evolución de cantidad de locales durante los últimos 5 años fiscales.

Gráfico N°7: Restaurantes por marca



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

La compañía se destaca por preparar todos los artículos del menú, a excepción de los postres que se hacen en los centros de panadería, desde cero en los restaurantes con ingredientes frescos de alta calidad con recetas innovadoras y exclusivas. Desde la empresa, se definen como hábiles al poder anticipar las preferencias de los consumidores y poder adaptar sus menús a las últimas tendencias.

El diseño interior de los restaurantes es un factor muy importante para la empresa, ya que le dedican mucho énfasis al mismo, y contribuye a una experiencia distinta a la hora de comer. La inversión por

¹² En el Anexo VII se puede ver el listado de los restaurantes propios por país y estado.

pie cuadrado suele ser mayor a la de la industria de comidas informales, ya que cuentan con áreas de comedor grandes y abiertas, y donde sea posible tanto en patios interiores como exteriores. Sin embargo, generalmente las ventas anuales por pie cuadrado suelen ser mayores a las de la industria.

Por razones financieras, la compañía utiliza años fiscales de 52 o 53 semanas, cerrando el ejercicio el martes más próximo al 31 de diciembre. Los años fiscales 2017 y 2015 consistieron en ejercicios de 52 semanas, mientras que el año fiscal de 2016 fue de 53. Esto se ve proyectado en los resultados de los correspondientes años fiscales, ya que los años de 53 semanas incluyen un horizonte temporal un 1,9% mayor, o de 7 días más ¹³.

El concepto The Cheesecake Factory

Los restaurantes The Cheesecake Factory® brindan una experiencia gastronómica distintiva y de alta calidad a precios moderados, mediante la oferta de un menú extenso, innovador y en evolución en el segmento exclusivo de comidas informales y con un servicio amigable, atento y eficiente. Como resultado, los restaurantes The Cheesecake Factory® atraen una diversa base de clientes sobre un amplio rango demográfico. Su extenso menú y la selección estratégica de ubicaciones les permiten competir fuertemente por todas las preferencias gastronómicas, desde el almuerzo y la cena hasta desayunos y meriendas, que tradicionalmente son tiempos con bajos niveles de consumo para la industria. Los restaurantes The Cheesecake Factory® están abiertos los siete días de la semana a horario completo, y se ofrecen menús adicionales para el *brunch*¹⁴ de fin de semana. La mayoría de los restaurantes están cerradas en los días de Acción de Gracias¹⁵ y Navidad¹⁶. Todos los productos del menú están disponibles para *take-out*¹⁷, lo cual representó el 12% de las ventas del restaurante para el año último año fiscal. Se encuentran asociados a terceros para poder brindar el servicio de *delivery*¹⁸, y al 28 de febrero de 2018, aproximadamente el 90% de los restaurantes fueron cubiertos por este servicio, con una expansión adicional planificada a lo largo del tiempo. Además, se encuentran implementando pedidos en línea *to-go*¹⁹, con el objetivo de implementarlo a lo largo de la compañía

¹³ Información del inciso en base a: The Cheesecake Factory Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K – Part I – Item 1. Business (General).

¹⁴ La expresión “*brunch*” consiste en una comida que combina el desayuno con el almuerzo (*breakfast + lunch*).

¹⁵ En Estados Unidos se celebra el cuarto jueves del mes de noviembre.

¹⁶ Se celebra el 25 de diciembre.

¹⁷ La expresión hace referencia a “comida para llevar”.

¹⁸ La palabra hace referencia al reparto o entrega de un producto.

¹⁹ Similar a la expresión *take-out*.

a fines de marzo de 2018. Todos los restaurantes ofrecen una barra donde se puede ordenar cualquier cosa del menú. Las ventas de bebidas alcohólicas representaron aproximadamente el 13% de las ventas de los restaurantes de The Cheesecake Factory® para el último año fiscal. Cuentan con una variedad de más de 50 postres, incluyendo los tradicionales *cheesecakes*²⁰, los cuales representaron aproximadamente el 16% de las ventas de los restaurantes de The Cheesecake Factory® en el último año fiscal.

Cuentan con uno de los menús más amplios en la industria de comida informal, con más de 250 artículos, abarcando una gran variedad de sabores. Además, poseen una constante innovación donde, por ejemplo, se puede ver la introducción del SkinnyLicious® menú, donde se ofrecen platos por 590 calorías o menos. En conjunto con el Día Nacional del Cheesecake²¹, la empresa lanza cada año un nuevo *cheesecake*, celebrando dicho día. Generalmente, suelen actualizar el menú dos veces al año para captar las preferencias de los consumidores y adaptarse a las tendencias, además de actualizar los precios. El plan de la empresa es actualizar los precios en torno a un 2%-3% anual, basándose en los precios de mercado, de modo de mitigar la presión en los costos en áreas donde el salario es mayor. Los platos suelen ser sumamente generosos y la cuenta promedio, incluyendo bebidas y postres, se ubicó en US\$ 21.85 por comensal en el último año fiscal.

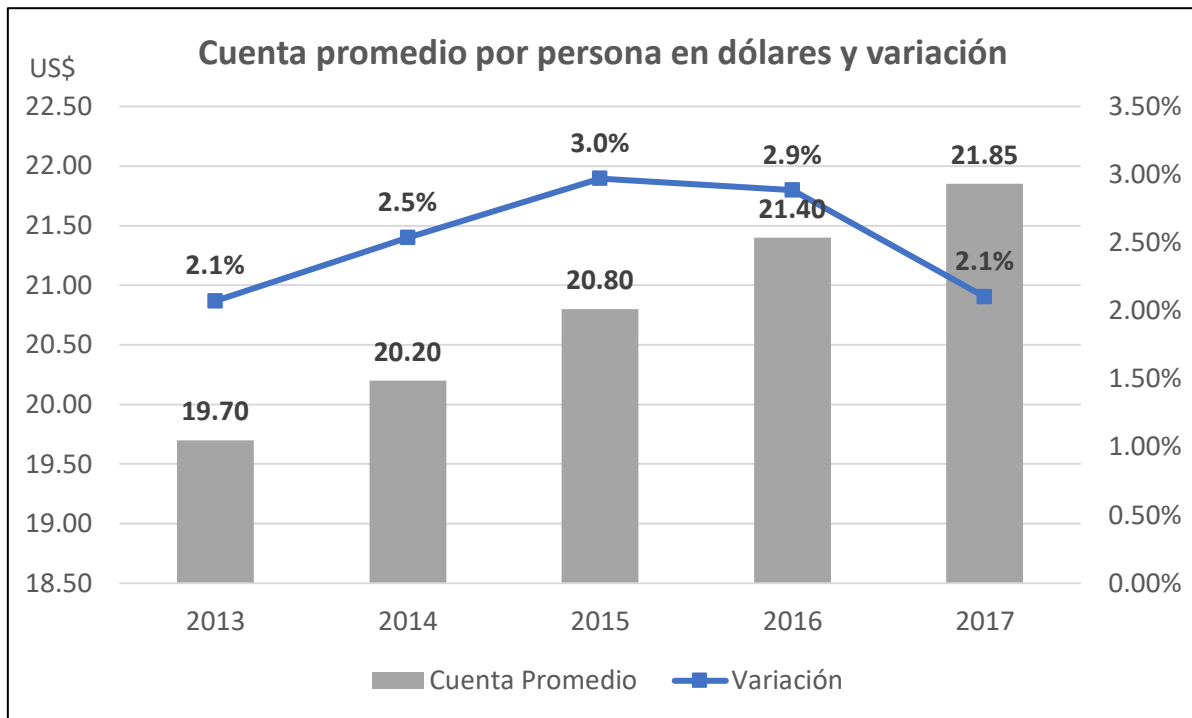


Universidad de
SanAndrés

²⁰ Nombre tradicional del postre, ya que su traducción pastel de queso se utiliza escasamente.

²¹ Se celebra el 30 de julio.

Gráfico N°8: Cuenta promedio por persona en dólares y variación



Fuente: Elaboración propia en base a los 10-K de los años fiscales de 2012 a 2016.

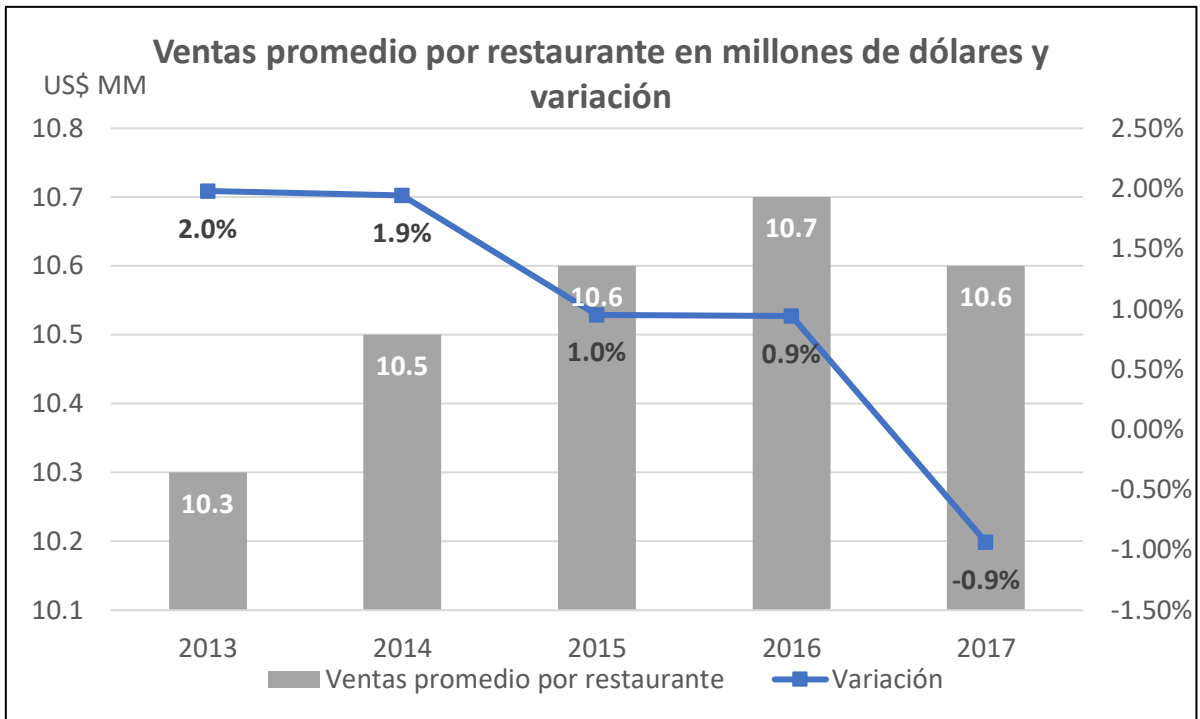
La misión de la empresa es crear un ambiente en donde el grado de satisfacción de los clientes sea la prioridad principal. Los restaurantes se ubican en lugares de alta calidad y alto perfil, con una combinación entre centros comerciales, entretenimiento, residencias, turismo y negocios. Por último, aproximadamente el 90% de los restaurantes cuentan con patios internos y/o externos.

A la hora de elegir la ubicación para un restaurante, la empresa toma varias variables en cuenta como el ingreso promedio por hogar en el área, el crecimiento esperado de población, entre otros, de modo que pueda perdurar en el largo plazo. Actualmente, los restaurantes se encuentran en un rango de entre 5.000 a 21.000 pies cuadrados interiores, por lo que la empresa espera que el rango se sitúe entre 7.500 a 10.000 pies cuadrados interiores, generalmente con el adicional de patios interiores y/o exteriores.

La alta productividad de las ventas en los restaurantes le permite a la empresa tener términos de arrendamientos competitivos con los propietarios de la tierra. Debido al complejo diseño, la construcción, el proceso de apertura y la dedicación que le otorgan al ambiente, la negociación del alquiler y los tiempos de desarrollo varían. Los procesos de apertura de nuevos locales llegan a tardar entre seis a dieciocho meses, siempre y cuando no haya factores externos que estén por fuera del control de la empresa.

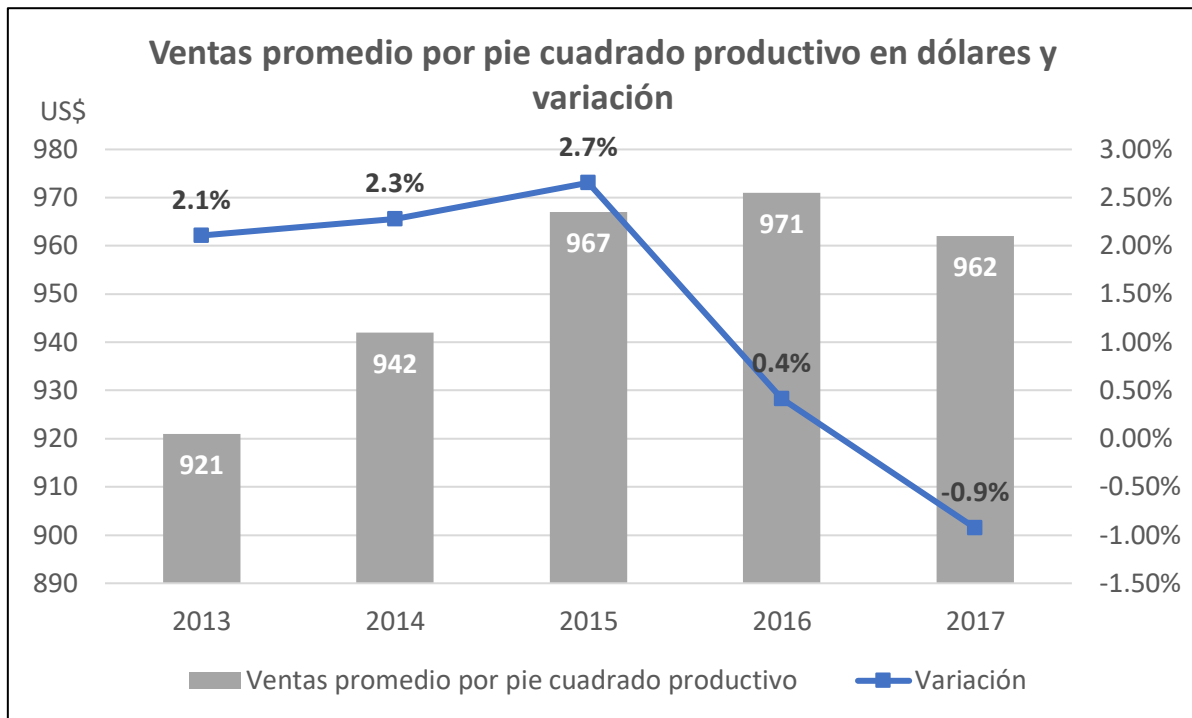
Con respecto a los indicadores de ventas, se puede ver un alto nivel de ventas por restaurante que estuvieron abierto todo el año fiscal, ubicado en US\$ 10,6 MM para el último año fiscal. Como los restaurantes son distintos y tienen distintos tamaños, desde la empresa también usan la métrica de ventas promedio por pie cuadrado productivo para los restaurantes que estuvieron abiertos todo el año fiscal, la cual se ubicó en US\$ 962.

Gráfico N°9: Ventas promedio por restaurante en millones de dólares y variación



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

Gráfico N°10: Ventas promedio por pie cuadrado productivo en dólares y variación



Fuente: Elaboración propia en base a los 10-K de los años fiscales de 2012 a 2016 y a las noticias de aperturas de locales.

La empresa arrenda todos los terrenos de los restaurantes e invierte el capital en la infraestructura de este. Los costos totales son de aproximadamente de US\$ 900 a US\$ 1.000 por pie cuadrado interior para los restaurantes de The Cheesecake Factory®, los cuales vienen con una tendencia alcista dado la inflación salarial y la disponibilidad de mano de obra en ciertas áreas geográficas. Los costos de preapertura en un mercado establecido son aproximadamente entre US\$ 1,6 MM y US\$ 1,9 MM, incluyendo gastos por reubicación del staff, de la administración, costos de entrenamiento al personal, salarios, entre otros, incurriendo en los mismos entre los dos meses previos a la apertura y el mes siguiente a la apertura.

Al momento de decidir nuevas aperturas de restaurantes, la empresa tiene como objetivo generar una apropiado recupero de lo invertido. El mismo se mide utilizando el EBITDA del restaurant y dividiéndolo por la inversión realizada. La empresa tiene como objetivo que los restaurantes nuevos alcancen aproximadamente un retorno de 20%-25% en promedio.

Los restaurantes nuevos suelen tener exceso de ventas los primeros meses, ya que se ven impulsado por publicidad, entre otros factores, lo que llevan a un mayor caudal de clientes. Durante los siguientes 3 a 6 meses después de la apertura, el tráfico de clientes vuelve a su patrón normal generando una caída en las ventas, las cuales se encaminan a niveles sustentables. Por último, los restaurantes

requieren largos periodos de ventas sostenidas para alcanzar los márgenes operativos apuntados, dado que cargan con costos de ventas e ineficiencias, generalmente asociados a la complejidad del restaurante.

A nivel internacional, la compañía posee acuerdos con tres operadores de restaurantes para desarrollar y operar la marca The Cheesecake Factory® en seleccionados mercados internacionales. La compañía recibe plata a partir de los honorarios iniciales de desarrollo, las tarifas de lugar y diseño y regalías basadas en las ventas de los restaurantes licenciados. Además, la compañía vende a los licenciarios productos de su pastelería. La empresa estima que cada licencia internacional aporte en promedio US\$0,01 en el EPS anual, una vez que la licencia haya operado un año completo. La ubicación de los licenciarios es en: Kuwait, con 14 restaurantes a lo largo de Oriente Medio; México, con 3 restaurantes; y Hong Kong, con 3 restaurantes, lo cual se resume en un total de 20 restaurantes internacionales operados por licencia²².

Operaciones de las panaderías

Por otro lado, la compañía cuenta con varias propiedades. Tanto el centro de soporte corporativo como una de las instalaciones de producción de panadería se encuentran en Calabasas Hills, California. Este centro de soporte corporativo consiste en 88.000 pies cuadrados y una instalación de 19.000 pies cuadrados en una parcela de aproximadamente cinco acres de tierra. La instalación de producción de panadería cuenta con 60.000 pies cuadrados en una parcela de aproximadamente tres acres de tierra. La segunda instalación de panadería se encuentra en Rocky Mount, North Carolina con 100.000 pies cuadrados en una parcela de aproximadamente 31 acres de tierra. El departamento de diseño y desarrollo se encuentra en una instalación de 29.000 pies cuadrados en aproximadamente un acre de tierra en Irvine, California. En las instalaciones de panadería producen sus tradicionales *cheesecakes* y otros productos para los restaurantes propios, licenciados y otros clientes. Esto le permite a la empresa tener una integración vertical, lo cual le da más flexibilidad a la hora de ser creativos y darles mejor calidad a sus postres, y le permite acceder a los mismos a un menor costo que si los tercerizasen²³.

Oportunidades de crecimiento

Desde la compañía destacan varios canales de expansión y crecimiento, tanto domestico como internacional. Entre ellas se destacan la expansión de Grand Lux Café®, RockSugar Southeast Asian

²² Anexo VIII.

²³ The Cheesecake Factory Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K – Part I – Item 1. Business (Bakery Operations).

Kitchen®, inversiones en North Italy® y Flower Child®, productos empaquetados y el desarrollo interno de un nuevo concepto de comida informal.

Grand Lux Café® es un concepto que se encuentra dentro de la industria de comida informal, ubicándose en un segmento más exclusivo con un ambiente moderno. Cuenta con un menú con más de 175 platos, incluyendo los típicos de Estados Unidos y platos típicos internacionales. Grand Lux Café® cuenta con una panadería en sus restaurantes donde producen postres exclusivos y un bar de servicio completo. La cuenta promedio en el último año fiscal fue de US\$ 22,10, US\$ 0,25 o 1,1% mayor a la de The Cheesecake Factory®. La oportunidad de crecimiento se puede ver en la disminución de los costos de inversión y el incremento en los márgenes operativos, de modo que la marca se convierta en un conductor del crecimiento dentro de la compañía.

RockSugar Southeast Asian Kitchen®, anteriormente RockSugar Pan Asian Kitchen™, se encuentra dentro de la industria de comida informal, en un segmento más exclusivo de la misma. Se caracteriza por tener una cocina originaria del sudeste asiático, principalmente países como Tailandia, Vietnam, Malasia, Singapur, Indonesia e India y cuenta con un menú con más de 75 platos servidos al estilo familiar, para alentar a compartir y conversar. Además, cuenta con un bar de servicio completo con una extensa carta de vinos y tragos exóticos, y ofrece postres hechos en el momento. RockSugar Southeast Asian Kitchen® es un concepto único, el cual tiene un gran atractivo para los clientes y está en creciente interés de los clientes en cocinas étnicas. En el último año fiscal, la compañía abrió el segundo restaurante en la ciudad de Chicago para evaluar la oportunidad del concepto.

Durante el 2016, la compañía incurrió en una relación estratégica con Fox Restaurant Concepts LLC (“FRC”), con respecto a las marcas North Italy y Flower Child, las cuales se ven como grandes oportunidades de crecimiento. North Italy es un concepto de comida italiana hecha en el momento que se desempeña en el segmento exclusivo de la industria de comida informal. Los potenciales negocios con esta marca están relacionado a sinergias, tanto en el desarrollo de las operaciones como en el de bienes y raíces, como también una oportunidad de mercado en una tendencia que va hacia la comida italiana. Flower Child es un concepto de comida natural y orgánica hecha en el momento, que se desempeña en la industria de comida rápida informal. Es una potencial oportunidad para diversificar la cartera de la compañía e incurrir en un nicho que está en crecimiento. FRC continuara siendo propietario de la propiedad intelectual de estas marcas, manejando las operaciones diarias y proveyendo con la infraestructura necesaria para que estos dos conceptos crezcan. Durante el 2016, la compañía realizo una inversión inicial de US\$ 42 MM, a la cual le siguieron US\$ 18 MM en el 2017, de modo de terminar de adquirir la misma por derecho entre los dos o cuatro años próximos. La

compañía no espera que la adquisición de estos dos conceptos impacte las finanzas de la empresa, ni que lleguen al punto de incurrir en nueva deuda.

El año pasado, la compañía vio la oportunidad de apalancarse en la producción de postres y creó The Cheesecake Factory At Home™. Esta marca vende productos empaquetados a través de distintos canales de distribución, la cual se encuentra como una gran oportunidad para incrementar las ventas de la compañía.

Por último, en la compañía se encuentran desarrollando el concepto de *fast casual*²⁴ utilizando recursos internos. Actualmente se encuentran negociando el alquiler para la primera ubicación, lo cual les permitirá probar el concepto y evaluar el potencial crecimiento futuro²⁵.

Empleados

Al 2 de enero de 2018 tenían aproximadamente 39.100 personas empleadas, de las cuales aproximadamente 38.000 trabajan en restaurantes (97%), 650 en los centros de producción (2%) y 450 en el soporte corporativo (1%). En febrero de 2018, la empresa se destacó por quinto año consecutivo dentro de la lista “100 Best Companies to Work For®”, por segundo año consecutivo en la lista “100 Best Workplaces for Milleniales” y por primer año en la lista “100 Workplaces for Women”, todas de la revista Fortune²⁶.



Universidad de
SanAndrés

²⁴ Expresión en inglés del segmento de comidas rápidas informales.

²⁵ Información del inciso en base a: The Cheesecake Factory Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K – Part I – Item 1. Business (Incremental Growth Opportunities).

²⁶ The Cheesecake Factory Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K – Part I – Item 1. Business (The Cheesecake Factory Concepts, *Restaurant Operations, Management and Staffing*).

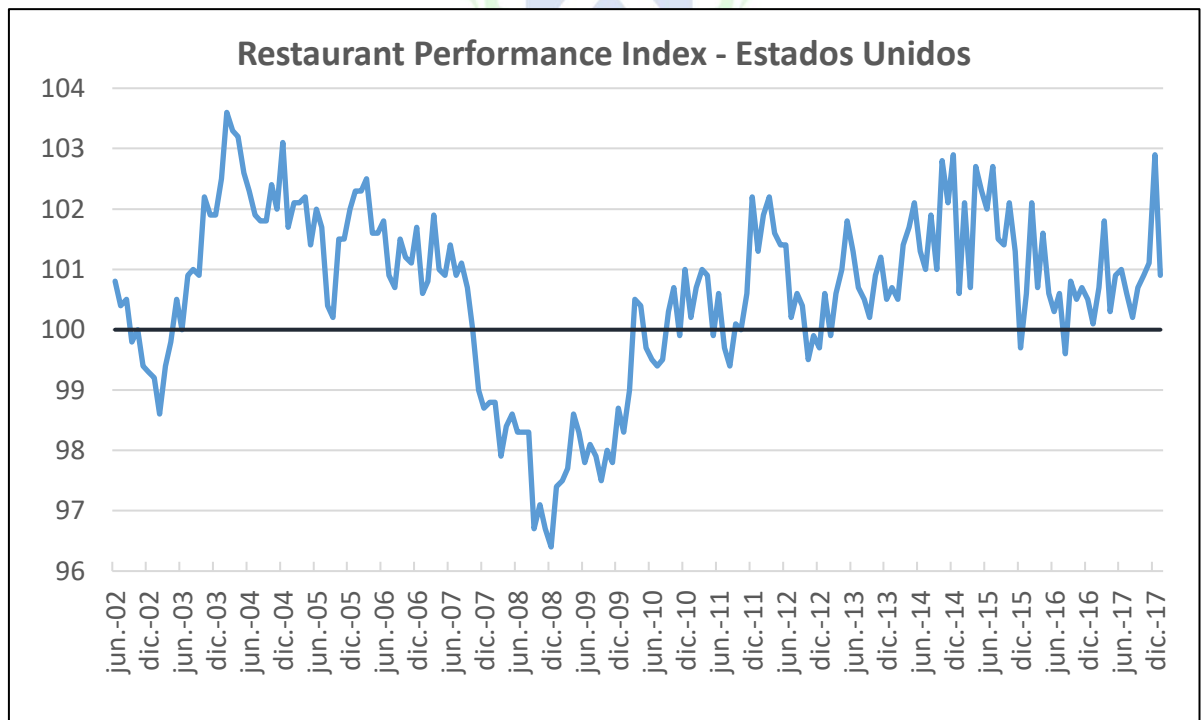
Análisis de la industria

El objetivo final de este análisis consiste en determinar el posicionamiento competitivo de The Cheesecake Factory respecto a la competencia, de modo de tener una base sólida para fundamentar nuestras proyecciones. En este apartado se va a analizar la industria de restaurantes en Estados Unidos, principalmente el segmento de comida informal, que es donde se desempeña la principal unidad de negocio que es The Cheesecake Factory®. Seguido a esto, se determinarán los principales competidores de la empresa en base a similitudes en el modelo de negocios y en términos financieros. Por último, se analizará si la empresa tiene ventajas competitivas respecto de los competidores para analizar el posicionamiento competitivo de la misma en la industria.

Industria de restaurantes en Estados Unidos

Antes de adentrarnos en el segmento de comida informal, analizaremos el mercado de restaurantes en Estados Unidos.

Gráfico N°11: Restaurant Performance Index²⁷ – Estados Unidos



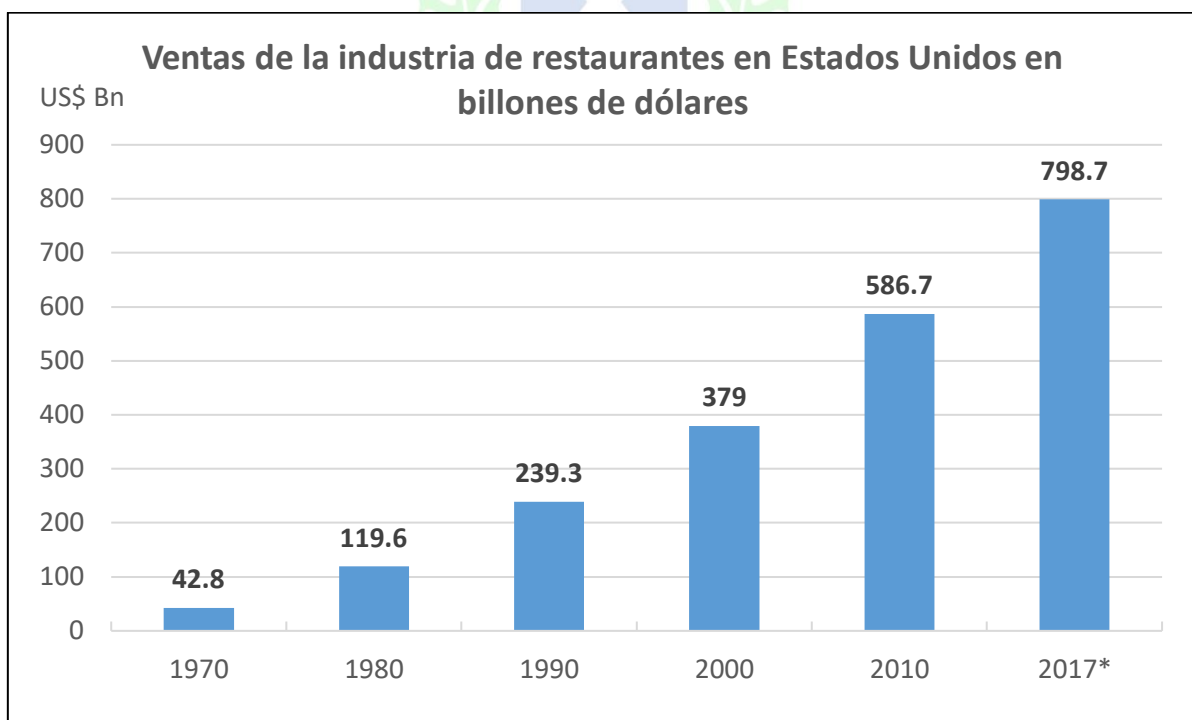
Fuente: National Restaurant Association, Restaurant.org/RPI

²⁷ Índice del desempeño de restaurantes.

El gráfico que se encuentra encima trata de un índice que determina el comportamiento de los restaurantes en Estados Unidos. Cuando el índice se encuentra por encima de 100, el mercado se encuentra en expansión, mientras que, si está por debajo de 100, el mismo se encuentra en contracción. El índice toma como variables las *same store sales*, el tráfico de clientes, la mano de obra y los gastos de capital. Se puede observar como en los últimos 5 años predomina la expansión de la industria, a pesar de que en los últimos 2 años decreció el ritmo. Esto nos lleva a ver un buen escenario de crecimiento para la empresa a grandes rasgos, en caso de que continúen las tendencias²⁸.

La industria de restaurantes en Estados Unidos ha crecido mucho a lo largo de los últimos 50 años. Como se puede observar en el gráfico debajo, se estima que las ventas de la industria totalizaron alrededor de US\$ 799 Bn en 2017. Así mismo, la Asociación Nacional de Restaurantes de Estados Unidos indica que hay más de un millón de restaurantes a lo largo del país, aproximadamente 14,7 millones de empleados, estima que se crearan 1,6 millones más de puestos para el 2027 y que el 10% de la mano de obra del país pertenece a esta industria²⁹.

Gráfico N°12: Ventas de la industria de restaurantes en Estados Unidos en billones de dólares



Fuente: National Restaurant Association, Restaurant.org/RPI

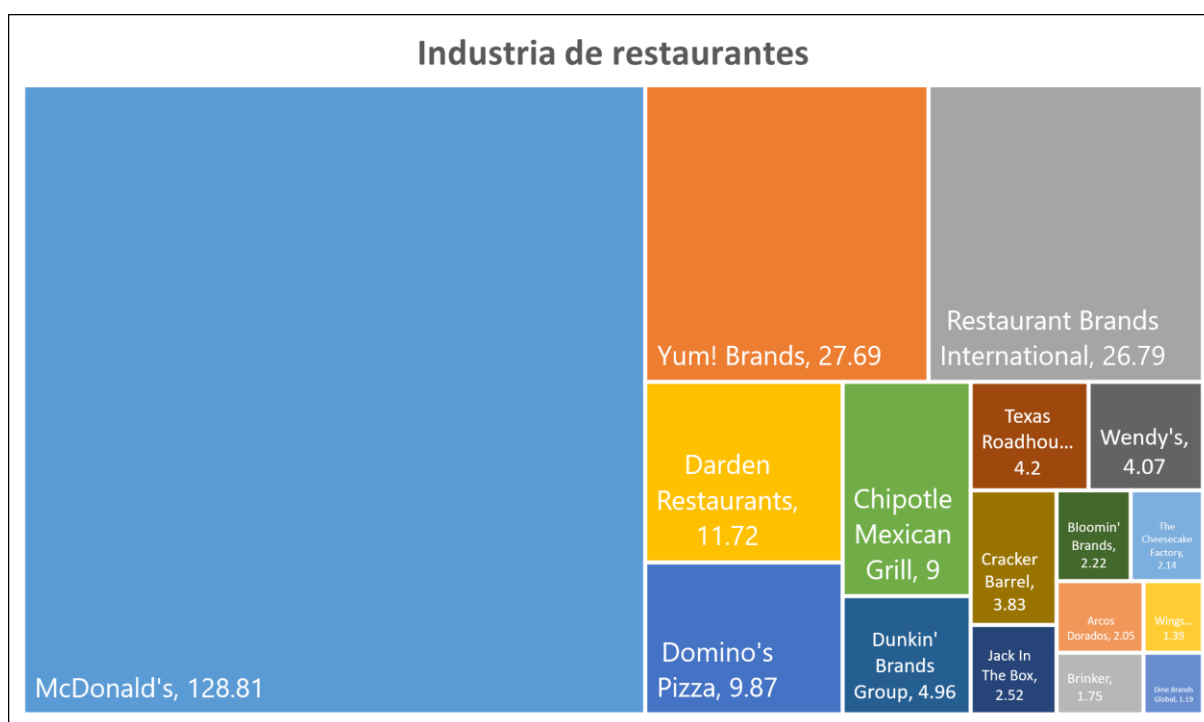
Aclaración: El signo “*” denota que es un valor estimado.

²⁸ Información disponible en el Sitio Oficial de la Asociación Nacional de Restaurantes de Estados Unidos: <http://www.restaurant.org/News-Research/Research/RPI>

²⁹ Información disponible en el Sitio Oficial de la Asociación Nacional de Restaurantes de Estados Unidos: <http://www.restaurant.org/News-Research/Research/Facts-at-a-Glance>

En el siguiente gráfico se puede ver la industria de restaurantes clasificadas en un gráfico de calor según su capitalización bursátil al 16/03/2018. Se encuentran representadas aquellas compañías las cuales tienen una capitalización bursátil de más de US\$ 1 Bn. Se puede observar como predomina Mc'Donalds con una capitalización bursátil de US\$ 128,81Bn, aproximadamente 60 veces la capitalización bursátil de The Cheesecake Factory. Por otra parte, se puede ver como las principales compañías se dedican al rubro de comidas rápidas, como es el caso de McDonald's, Yum! Brands, Restaurant Brands International, Domino's Pizza, entre otros. Darden Restaurants es la compañía con mayor capitalización bursátil dentro del segmento de comida informal con US\$ 11,71Bn, aproximadamente entre 5 y 6 veces la capitalización bursátil de The Cheesecake Factory³⁰.

Gráfico N°13: Industria de restaurantes



Fuente: Yahoo Finance al 16/03/2018

Aclaración: En las etiquetas de datos figura primero el nombre abreviado de la compañía y luego la capitalización bursátil de la misma en dólares y billones.

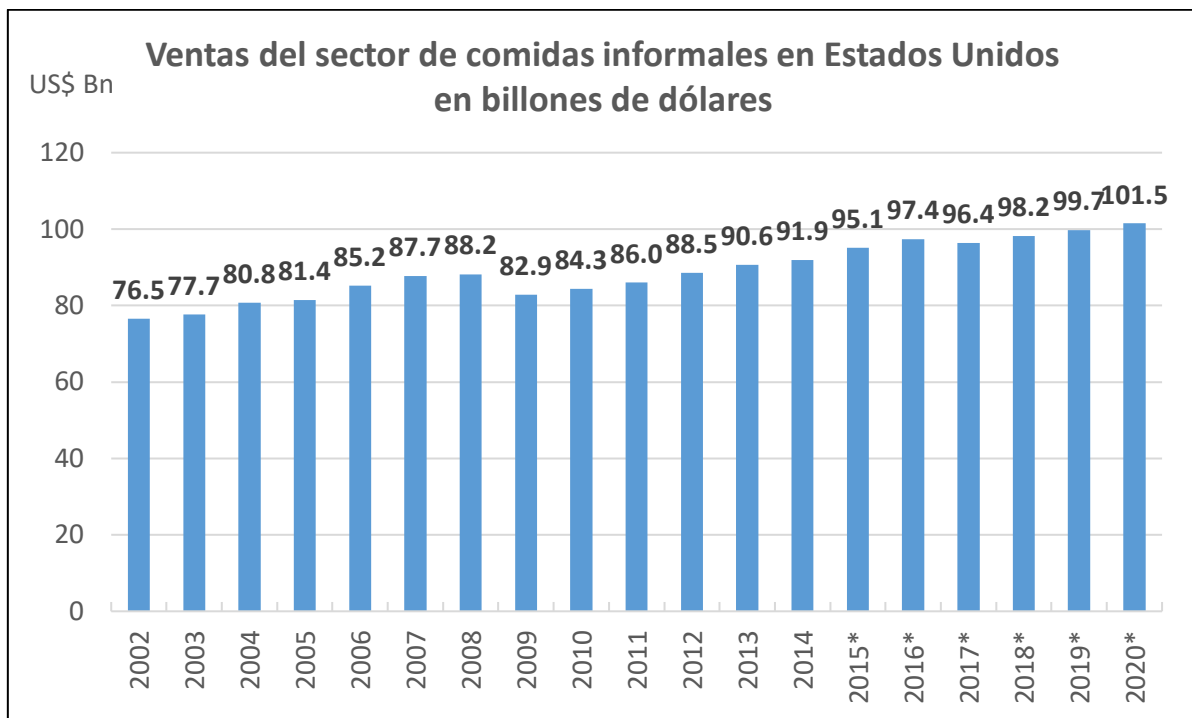
Mediante estos datos, se puede ver como la industria de restaurantes en Estados Unidos es una industria solida la cual se encuentra en permanente crecimiento y dominada principalmente por los restaurantes de comida rápida.

³⁰ Información extraída de Yahoo Finance al 16/03/2018.

Segmento de comida informal

Según la Asociación Nacional de Restaurantes, la industria de restaurantes en Estados Unidos totalizaba US\$ 586,7Bn en 2010, mientras que el sector de comida informal totalizaba US\$ 84,3Bn según *The Statistics Portal*³¹, equivalente al 14% de la industria. Para el año 2017, ambos datos crecieron, el primero en un 36% a US\$ 798,7Bn y el segundo en 14% a 96,4%, equivalente al 12% de la industria. Se puede observar un fuerte crecimiento de la industria de restaurantes a una tasa anual compuesta de crecimiento de 4,5%, mientras que la de comida informal lo hizo en 1,9%, ambos datos calculados desde el 2010.

Gráfico N°14: Ventas del sector de comidas informales en Estados Unidos en billones de dólares



Fuente: Revenue of the casual restaurant industry in the United States from 2002 to 2020 (in billion U.S. dollars), The statistics Portal.

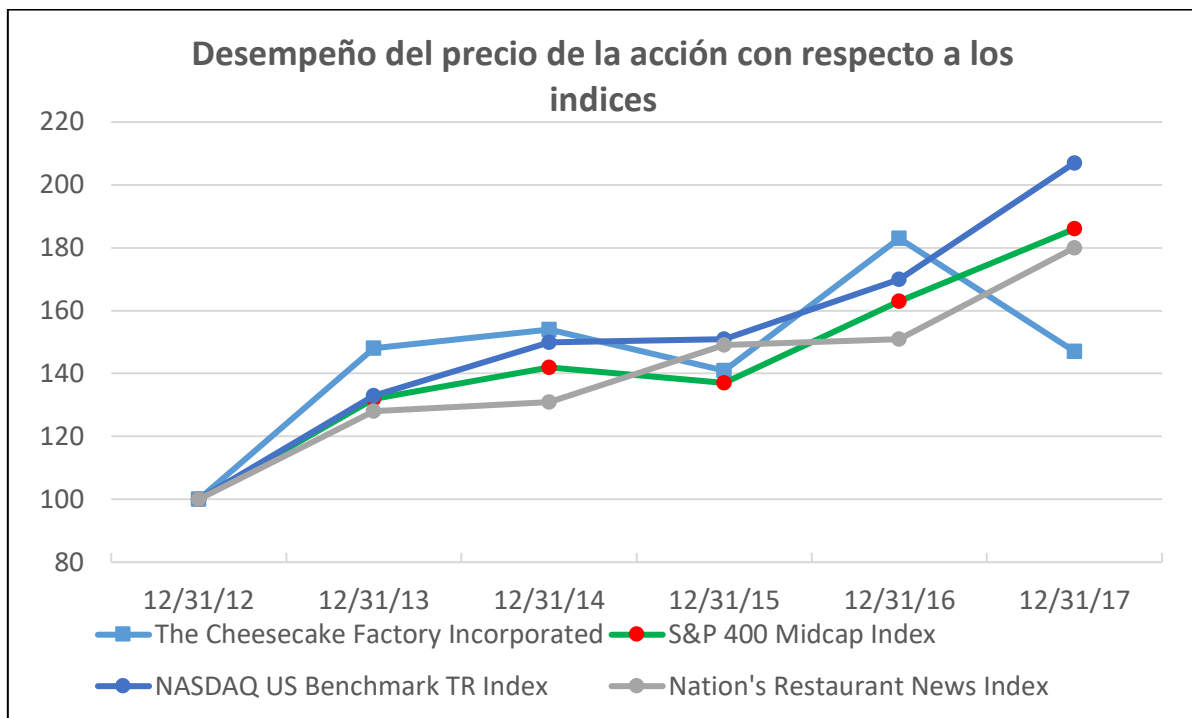
Aclaración: El signo “*” corresponde a una proyección.

Según el *Knapp Track Index*, las *same store sales* decayeron un 0,8% en el último año fiscal y un 1,4% en el 2016. Estos últimos años no fueron muy buenos para la industria, ya que se contrajo y esto afectó negativamente al precio accionario de The Cheesecake Factory.

³¹ Información disponible en el Sitio Oficial de El Portal de Estadísticas: <https://www.statista.com/statistics/512753/casual-restaurant-segment-us-revenue/>

El siguiente gráfico demuestra el retorno acumulado durante los últimos 5 años para los accionistas de la compañía, comparado con el S&P 400 Midcap Index³², el NASDAQ US Benchmark TR Index³³ y el Nation’s Restaurant News Index³⁴. El gráfico asume una inversión inicial de US\$ 100 y la reinversión de los dividendos en los mismos activos. Se puede ver como la compañía fue teniendo un buen desempeño relativo a la industria, siendo la que más acumulo hasta el año 2016, pero le sigue una fuerte caída en el año 2017, acumulando un retorno menor al de los índices comparables³⁵.

Gráfico N°15: Desempeño del precio de la acción con respecto a los índices



Fuente: Elaboración propia en base a los 10-K del año fiscal 2017.

³² El S&P 400 MidCap Index es un índice bursátil que sirve como barómetro para las empresas estadounidense que tienen una capitalización bursátil mediana, de US\$ 1,4Bn - US\$ 5,9Bn, y es el de mediana capitalización más seguido en existencia.

³³ El NASDAQ US Benchmark TR Index es un índice ponderado de capitalización bursátil ajustada por flotación, diseñado para seguir el rendimiento de los valores negociables de los Estados Unidos.

³⁴ El Nation’s Restaurant News Index es un índice completo de la industria de restaurantes. Además del segmento de comida informal, incluye los segmentos de comida rápida informal y de servicio rápido.

³⁵ The Cheesecake Factory Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K – Part II – Item 5. Market for registrant’s common equity, related stockholder matters and issuer purchases of equity securities.

El segmento de comida casual en Estados Unidos se caracteriza por ser muy fragmentado, ya que ninguna compañía posee una gran parte de la cuota de mercado. Es un segmento donde hay varios jugadores, por lo que resulta ser muy competitivo.

Competencia

Según el desglose de las ventas, 91% proviene de las ventas originadas por la marca The Cheesecake Factory®, por lo que se hará un enfoque en los principales competidores dentro de los Estados Unidos. Para analizar el posicionamiento competitivo de The Cheesecake Factory Incorporated, es esencial el análisis de sus principales competidores en la industria. Los competidores que se creen más adecuados para analizar la competencia son: Darden Restaurants, Inc. (DRI), Bloomin' Brands, Inc. (BLMN), Brinker International, Inc. (EAT), Texas Roadhouse, Inc (TXRH) y Dine Brands Global, Inc (DIN)³⁶.

Darden Restaurants, Inc. es una compañía americana con múltiples marcas de restaurantes. Entre ellas se encuentran Olive Garden®, LongHorn Steakhouse®, Bahama Breeze®, Season 52®, Eddie V's Prime Seafood®, The Capital Grille®, Yard House® y Cheddar's Scratch Kitchen®. En el cierre del último año fiscal al 28/05/2017 contaban con 1.695 restaurantes propios en Estados Unidos y Canadá, 45 franquicias en Estados Unidos y Puerto Rico y 33 franquicias a lo largo de Oriente Medio, América Central, Sudamérica y Malasia. Por su parte, al cierre del último año fiscal tenían más de 175.000 empleados alrededor de los Estados Unidos y Canadá, por lo que se posiciona como la compañía de restaurantes de servicio completo más grande del mundo. Al 02/01/2018 tenía una capitalización bursátil de US\$ 11,9 Bn y en el último año fiscal reportó ventas por US\$ 7,17 Bn. La marca que más ventas generó fue Olive Garden® con US\$ 3,94 Bn, seguido por LongHorn Steakhouse® con US\$ 1,62 Bn³⁷.

Bloomin' Brands, Inc. es una compañía americana que cuenta con una cadena de restaurantes de comida informal, tales como Outback Steakhouse®, Felming's Prime Steakhouse & Wine Bar®, Bonefish Grill® y Carrabba's Italian Grill®. En el cierre del último año fiscal al 31/12/2017 poseían 1.075 restaurantes en los Estados Unidos y 124 en el extranjero y franquiciaban 165 restaurantes en Estados Unidos y 125 en el extranjero, y contando con aproximadamente 94.000 empleados. Al 02/01/2018 tenían una capitalización bursátil de US\$ 1,98 Bn y en el último año fiscal reportó ventas por US\$ 4,21 Bn, de los cuales 89% provienen del mercado local de Estados Unidos³⁸.

³⁶ Entre paréntesis figura el símbolo bursátil con el que cotizan en sus respectivos mercados bursátiles.

³⁷ Darden Restaurants Inc Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K (finalizado el 28/5/2017).

³⁸ Bloomin' Brands, Inc. Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K (finalizado el 31/12/2017).

Brinker International, Inc. es una de las compañías líder en la industria de comida informal en el mundo. Fundada en 1975, en el cierre del último año fiscal al 28/06/2017 operaba aproximadamente 1.003 restaurantes, de los cuales 14 son internacionales y franquiciaba aproximadamente 671 restaurantes. Sus principales marcas son Chilli's®, con aproximadamente 1.622 restaurantes a nivel mundial, seguido por Grill & Bar and Maggiano's Little Italy® con 52 restaurantes, con aproximadamente 57.906 empleados, todos a la misma fecha. Al 02/01/2018 tenía una capitalización bursátil de 1,83 billones de dólares y en el último año fiscal reportó ventas por US\$ 3,2 Bn, de las cuales el 97% provienen del negocio de restaurantes propios³⁹.

Texas Roadhouse, Inc. es una compañía americana en crecimiento, que opera en el segmento de comidas informales que se especializa en bifes y promueve un ambiente del oeste. Fundada en 1993, en el cierre del último año fiscal al 26/12/2017 operaban 462 restaurantes en Estados Unidos y franquiciaban 87 restaurantes de los cuales 17 son a nivel internacional en países como Arabia Saudita, Kuwait, Emiratos Árabes, Qatar, Filipinas, Bahrein y Taiwán, contando con aproximadamente 56.300 empleados Al 02/01/2017 tenía una capitalización bursátil de US\$ 3,83 Bn y en el último año fiscal reportó ventas por US\$ 2,2 Bn, de lo cual el 99% proviene de las ventas de los restaurantes propios⁴⁰.

Dine Brands Global, Inc. también conocido como "IHOP Corporation", es una compañía americana que franquicia y opera IHOP y Applebee's. En el cierre del último año fiscal al 31/12/2017 comercializaba 3.453 franquicias en los Estados Unidos, y 269 a nivel internacional, a lo largo de 22 países, totalizando 3.722 franquicias divididas aproximadamente mitad por cada marca. Al 02/01/2017 tenía una capitalización bursátil de US\$ 934 MM y en el último año fiscal reportó ventas por US\$ 605 MM, de los cuales un 79% proviene del negocio de franquicias, 20% de alquileres y 1% de negocios financieros. A diferencia de los demás comparables, Dine Brands Global, Inc. tiene un diferente negocio, por lo que solo lo vamos a tener en cuenta para la competencia que generan sus franquicias, no para utilizarlo como negocio comparable⁴¹.

Teniendo en cuenta las ventas de los competidores en los últimos 5 años, se puede identificar un buen desempeño de la compañía The Cheesecake Factory. Texas Roadhouse, Inc. muestra una tasa anual compuesta de crecimiento de 11,8% en las ventas durante los últimos 5 años, creciendo un 11,5% en el último año fiscal, mientras que la mayoría de las demás no pudieron tener crecimiento. Seguido a

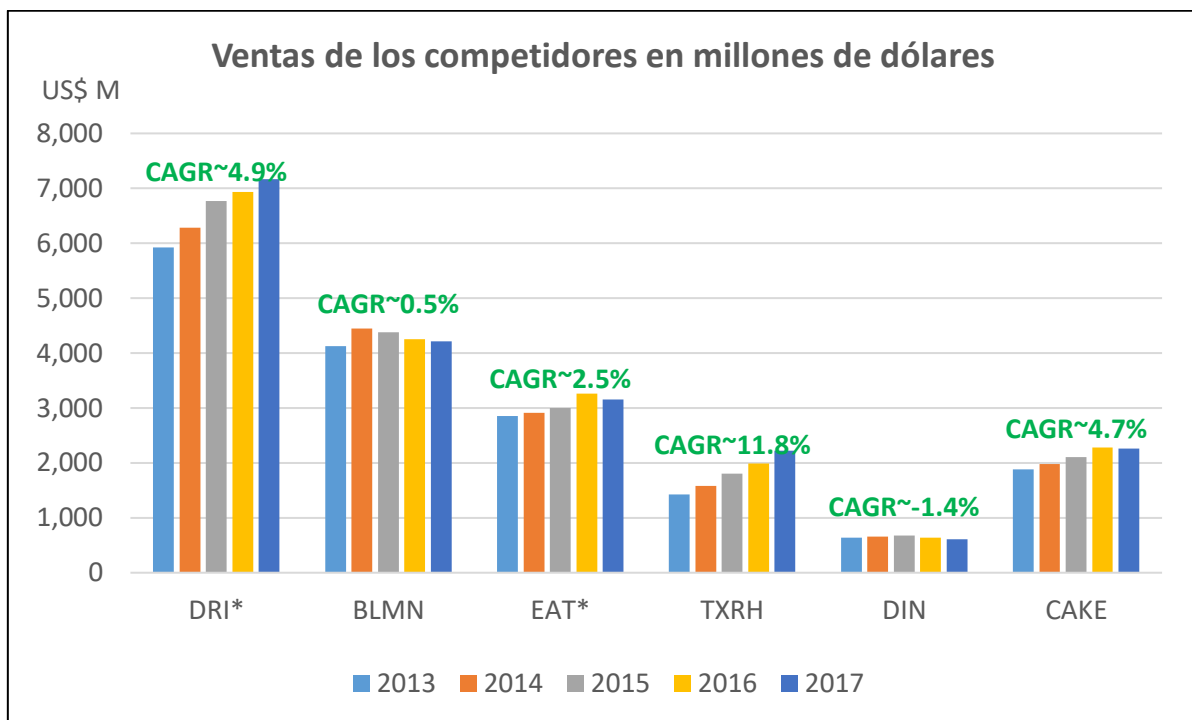
³⁹ Brinker International, Inc. Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K (finalizado el 28/6/2017).

⁴⁰ Texas Roadhouse, Inc. Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K (finalizado el 26/12/2017).

⁴¹ Dine Brands Global, Inc. Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K (finalizado el 31/12/2017).

Texas Roadhouse, Inc. se ubica Darden Restaurants, Inc., la compañía más grande del segmento de comida informal a nivel global. Esta compañía logro crecer a una tasa anual compuesta de crecimiento de 4,9% durante los últimos 5 años, desacelerando su crecimiento en las ventas en el último año a 3,4%, a pesar del escenario desfavorable de la industria. En el tercer puesto, se ubica The Cheesecake Factory con una tasa anual compuesta de crecimiento de 4,7% durante los últimos 5 años, no logrando crecer en el último año. Le siguen Brinker International, Inc. con una tasa anual compuesta de crecimiento del 2,5%; Bloomin' Brands, Inc con 0,5%, a pesar de que no pudo crecer en los últimos 3 años; y, por último, Dine Brands Global Inc. la cual fue la única que registro una tasa anual compuesta de crecimiento negativa en -1,4%, todas con respecto a los datos de los últimos 5 años⁴².

Gráfico N°16: Ventas de los competidores en millones de dólares



Fuente: Elaboración propia en base a los 10-K de los años fiscales 2013 a 2017 de las respectivas compañías.

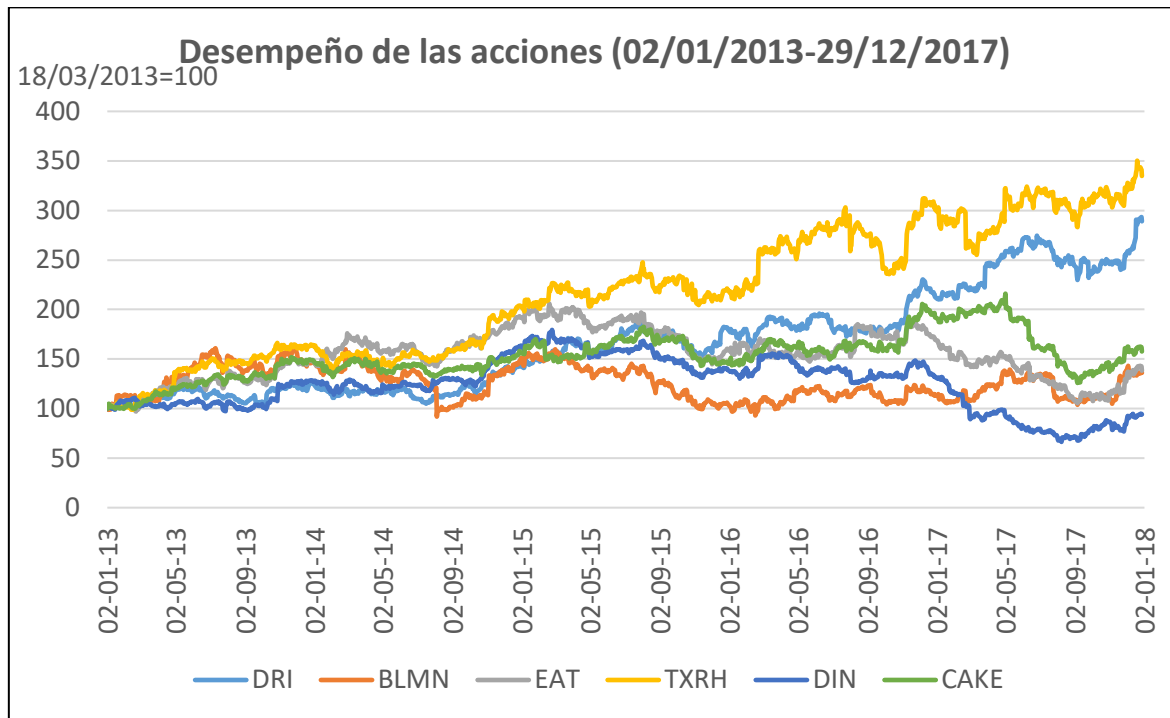
Aclaración: La notación "*" hace referencia a que las compañías presentan estados a mitad de año.

Con respecto al desempeño de las acciones en los últimos 5 años, se puede ver como los primeros dos años de la muestra, la mayoría de las acciones tienen un patrón similar, que después termina cambiando en los últimos años. Sustentado por la clasificación por ventas realizada anteriormente, la acción de Texas Roadhouse, Inc. acumula un crecimiento de 235% en los últimos 5 años, superando

⁴² Información en base a los últimos 10-K de las respectivas compañías.

ampliamente a las demás. Le siguen Darden Restaurants, Inc. con un crecimiento acumulado de 189%, The Cheesecake Factory con 58%, Brinker International, Inc. con 38%, Bloomin' Brands, Inc. con 36% y, por último Dine Brands Global con -6%⁴³.

Gráfico N°17: Desempeño de las acciones (18/03/2013-18/03/2018)



Fuente: Yahoo Finance del 02/01/2013 al 29/12/2017.

Aclaración: El precio de las acciones corresponde al precio ajustado de cierre⁴⁴ y se encuentran todas escaladas a 100 el día 02/01/2013.

Posicionamiento Competitivo

No es posible hablar de ventajas competitivas sustentables en el tiempo dentro de la compañía, ya que es muy difícil desarrollarlas en una industria tan grande y fragmentada como es la de comidas informales. No se pueden apreciar ventajas de los costos, ya que la empresa no tiene patentes, acceso a recursos especial, entre otros; no se pueden apreciar barreras de entrada, ya que no hay una captividad de los clientes; y por último, no se pueden observar economías de escala, ya que la estructura de los costos fijos es muy baja, por lo que no se puede generar fuertes beneficios de escala

⁴³ Elaboración propia en base a la información obtenida de Yahoo Finance al 02/01/2018.

⁴⁴ El precio ajustado de cierre es el precio de cierre después de los ajustes para todas las distribuciones de división de acciones y dividendos aplicables.

sobre los mismos. Para complementar este posicionamiento, no se pueden ver diferencias sustanciales de la compañía con respecto a los indicadores de la industria. A pesar de esto, si es posible destacar ciertos aspectos de diferenciación en la empresa.

La empresa cuenta con diversos factores de distinción con la competencia, como ser líder en la innovación en el menú; el ambiente, servicio y hospitalidad; ser los mejores en el sector en ejecutar las operaciones; y por último tener una panadería integrada.

La innovación en el menú se destaca por tener 250 ítems hechos en el momento, tener una gama variada de precios y actualizar el menú dos veces al año. La cuenta promedio por cliente, incluyendo bebida y postre, fue de US\$20,80, US\$ 21,40 y US\$ 21,85 en los años 2015, 2016 y 2017, respectivamente.

El ambiente, servicio y hospitalidad se destaca por realizar mayores inversiones por pie cuadrado que el segmento que compiten, a su vez generando mayores ventas por pie cuadrado que sus competidores.

Cuenta con una aplicación para *delivery*, donde se puede ordenar online y tiene una plataforma donde los usuarios muestran su grado de satisfacción. Se espera que, para marzo 2018, el sistema de *delivery* esté integrado en la mayoría de los restaurantes, lo cual representó el 11% de las ventas del 2016.

Por otro lado, la empresa cuenta con varios premios, tanto de la compañía como de su CEO, David Overton. Durante el 2017 fue elegida la mejor marca en calidad de alimentos de acuerdo con "Nation's Restaurant News"⁴⁵, la marca del año dentro del segmento de comidas informales de acuerdo con "Harris Poll"⁴⁶, incluida en la lista "100 Best Companies to Work For" por quinto año consecutivo, "100 Workplaces for Women" y "100 Best Workplaces for Milleniales" por segundo año consecutivo, todas según la revista Fortune. Por otra parte, fue premiada con el título "Global Best Practices Award" por cuarto año consecutivo según "Transforming Data into Knowledge (TDn2K)/People Report", reconociéndola la empresa como la que mejor desempeño tuvo, basándose en la retención de la administración de los restaurantes, la retención horaria de los empleados, la diversidad compuesta, la mejora año tras año y la participación en la comunidad⁴⁷. Por último, David Overton, CEO y fundador

⁴⁵ Información disponible en el Sitio Oficial de Noticias de los Restaurantes de la Nación: <http://www.nrn.com/consumer-picks/10-brands-winning-food-quality-consumer-picks-2017>

⁴⁶ Información disponible en el Sitio Oficial de The Harris Poll: <https://theharrispoll.com/2017-casual-dining-restaurant/>

⁴⁷ The Cheesecake Factory Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K – Part I – Item 1. Business (The Cheesecake Factory Concept).

de la compañía, ha sido premiado con el premio “Golden Chain Award” según “Nation’s Restaurant News”⁴⁸

Tiene una administración dual, donde se separa el área de directores de las operaciones y el área de las operaciones en la cocina. Todos sus directores se destacan por tener una vasta experiencia en la empresa, por lo que conocen muy bien el mercado.

Tienen integrada dos panaderías en las que producen más de 70 *cheesecakes* y otros postres, donde se puede garantizar la creatividad y el control de calidad de estos.

Son líderes en la industria de venta de postres, los cuales les representó el 16% de las ventas en el último año fiscal.

Por último, tienen una tecnología muy integrada en la administración de los costos y cuenta con un fuerte compromiso de los consumidores a través de distintos canales como redes sociales (Facebook 5M+ likes, Twitter 375K followers, Instagram 620K followers) y noticieros (NBC, Fox, abc)⁴⁹.



⁴⁸ Información disponible en el Sitio Oficial de Noticias de los Restaurantes de la Nación: <http://www.nrn.com/people/2017-golden-chain-award-winner-david-overton>

⁴⁹ Información del inciso en base a la presentación a los inversores de The Cheesecake Factory a marzo de 2018.

Análisis Financiero

El siguiente análisis financiero incluirá datos de los últimos 5 años fiscales de la compañía, con el objeto de poder lograr un análisis más representativo de la empresa y poder identificar tendencias o anomalías generadas en los últimos 5 años. Para realizar el análisis se utilizarán el Estado de Situación Patrimonial (Anexo II), el Estado de Resultado (Anexo III) y el Estado de Flujo de Caja (Anexo IV) reportados por la compañía.

El análisis se dividirá en cuatro secciones: ratios de rentabilidad, ratios de actividad, ratios crediticios y ratios específicos de la industria.

Ratios de Rentabilidad

Los ratios de rentabilidad buscan asociar los ingresos generados con la cantidad de recursos utilizados o la cantidad de actividad que ha tenido la compañía. Esto corresponde a la eficiencia con la que se emplearon dichos recursos. Idealmente, la compañía debe producir la mayor cantidad de ingresos posibles con una cantidad dada de recursos⁵⁰. Dentro de los ratios de rentabilidad, se pueden identificar los siguientes: ROA, ROIC, ROE, EPS y márgenes sobre ventas.

Dividiendo el resultado neto por la cantidad invertida expresa la idea de la eficiencia económica de la empresa. El ROA, ROE y ROIC son medidas de cuan efectivo fueron empleados los recursos económicos.

El ROA, o bien dicho rentabilidad sobre activo, relaciona el resultado neto con la inversión realizada en todos los activos. Es comúnmente utilizada como una medida de efectividad de los recursos, sin importar como los mismos han sido obtenidos. En dicho análisis, se va a utilizar el beneficio antes de intereses e impuestos, dado que la generación de ingresos es independiente de la carga fiscal sobre beneficios y de la fuente de financiación utilizada. La fórmula es la siguiente:

$$ROA = \text{Margen} * \text{Rotación} = \frac{EBIT}{Ventas} * \frac{Ventas}{Activos} = \frac{EBIT}{Activos}$$

Mediante el Análisis Dupont del ROA, se puede ver como la empresa fue manteniendo una rotación estable durante los 5 años, mientras que el margen, se ubicó en valores mínimos, contrayéndose

⁵⁰ Burns William. (2004). Introduction to Financial Ratios and Financial Statement Analysis, Harvard Business School.

181pbs del 2013 a valores actuales. Por su parte, el ROA se ubicó en 11,47% en el último año fiscal, 306 puntos básicos menos que en 2013.

Cuadro N°1: Análisis Dupont del ROA

Análisis Dupont	2013	2014	2015	2016	2017
Margen	8,57%	7,32%	7,87%	8,83%	6,76%
Rotación	1,69	1,70	1,70	1,76	1,70
ROA	14,53%	12,46%	13,40%	15,54%	11,47%

Fuente: Elaboración propia en base a los 10-K de los años fiscales de 2013 a 2017.

El ROIC, o bien dicho rentabilidad sobre el capital invertido, relaciona todos los ingresos con todos los recursos comprometidos con la empresa a largo plazo. Vamos a calcularlo mediante la división del beneficio neto operativo después de impuestos⁵¹, o NOPAT, sobre la cantidad total de deudas no corrientes y el patrimonio neto⁵². La fórmula es la siguiente:

$$ROIC = Margen * Rotación = \frac{NOPAT}{Ventas} * \frac{Ventas}{Capital Invertido} = \frac{NOPAT}{Capital Invertido}$$

Mediante el Análisis Dupont, se puede observar que la rotación se mantiene relativamente estable, al igual que en el indicador previo, pero que el margen aumenta progresivamente a partir de 2014. En 2017, el margen aumenta 100 puntos básicos con respecto al 2013 y 84 puntos básicos comparado al año previo. Este aumento con respecto al último año se puede justificar con él aumento del NOPAT debido a la caída del impuesto tributario de 27,3% en 2016 a -7,5% en 2017. Esta disminución se debe principalmente al impacto favorable de la Ley Tributaria de Estados Unidos sobre los impuestos diferidos y la implementación de nuevas guías contables que requieren que el impacto tributario de las opciones sobre acciones ejercidas y las acciones restringidas con derechos se restringen en la provisión del impuesto a las ganancias en lugar de pagar en capital, así como una mayor proporción de crédito por impuestos sobre propinas.

⁵¹ Calculado como EBIT x (1-T).

⁵² Credit Suisse. (2014). Calculating Return on Invested Capital, *How to Determine ROIC and Address Common Issues*

Cuadro N°2: Análisis Dupont del ROIC

Análisis Dupont	2013	2014	2015	2016	2017
Margen	6,26%	5,35%	5,75%	6,42%	7,27%
Rotación	2,92	3,12	3,11	3,23	3,09
ROIC	18,28%	16,70%	17,86%	20,77%	22,43%

Fuente: Elaboración propia en base a los 10-K de los años fiscales de 2013 a 2017.

El ROE, o bien dicho rentabilidad sobre patrimonio neto, relaciona el resultado neto con la inversión realizada por los accionistas. Es una medida de eficiencia para los inversores mediante su contribución original de capital y las ganancias retenidas. La fórmula es la siguiente:

$$ROE = Margen * Rotación = \frac{Resultado\ Neto}{Ventas} * \frac{Ventas}{Activos} * \frac{Activos}{Equity} = \frac{Resultado\ Neto}{Equity}$$

Mediante el Análisis Dupont, se puede ver, al igual que en la métrica anterior, una rotación relativamente estable y un margen que crece progresivamente. En 2017, el margen creció 87 puntos básicos con respecto a 2013, mientras que la rotación se mantuvo casi inalterada. Este crecimiento del margen se debe principalmente al aumento del resultado neto por el impacto de la nueva Ley Tributaria. Con respecto al *leverage*, se puede ver como este fue aumentando en el tiempo, principalmente debido a que la deuda de la empresa fue aumentando. El ROE aumento progresivamente, aumentando 585 puntos básicos respecto a 2013, a 25,65%.

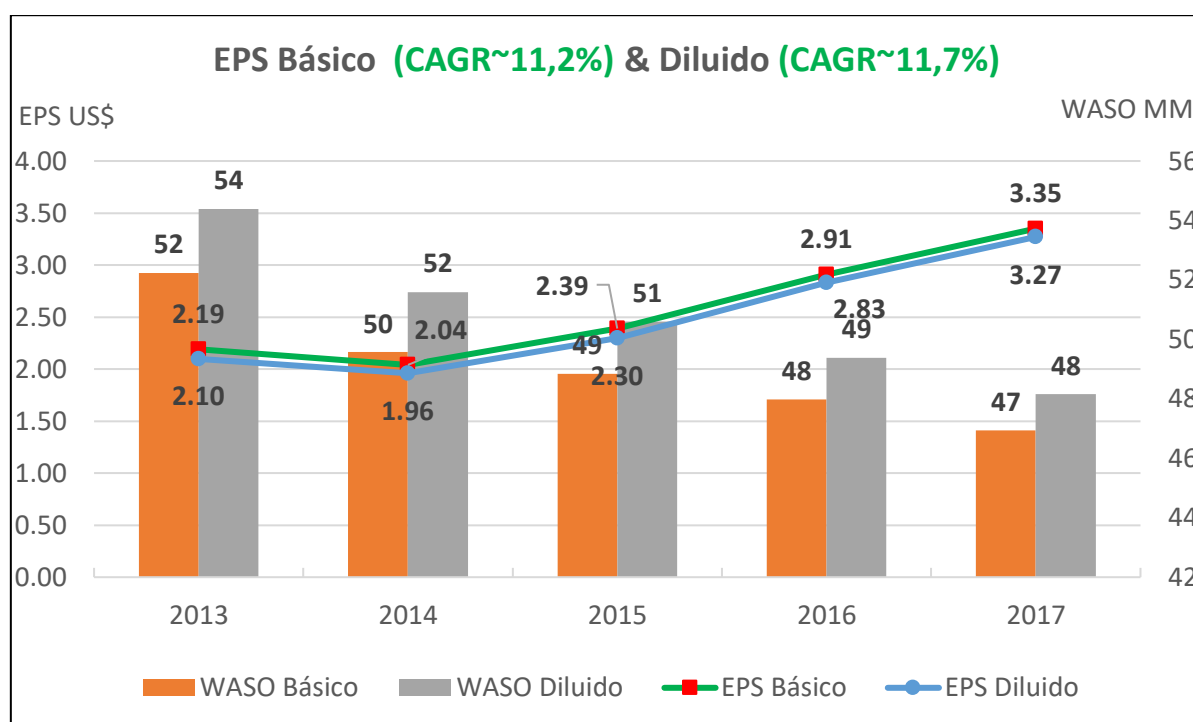
Cuadro N°3: Análisis Dupont del ROE

Análisis Dupont	2013	2014	2015	2016	2017
Margen	6,09%	5,12%	5,55%	6,13%	6,96%
Rotación	1,69	1,70	1,70	1,76	1,70
Leverage	1,92	2,09	2,10	2,14	2,17
ROE	19,81%	18,20%	19,80%	23,13%	25,65%

Fuente: Elaboración propia en base a los 10-K de los años fiscales de 2013 a 2017.

Dado que es una compañía pública y tiene muchos accionistas con distinta cantidad de acciones, es común expresar las ganancias de la compañía con la EPS, o bien dicho utilidad por acción. Se puede hacer una distinción entre utilidad por acción básica y diluida. La diferencia entre ambas radica en que la básica no toma en cuenta los efectos dilutivos que los valores convertibles pueden tener en el EPS. Los beneficios por acción diluidos asumen que todos los valores convertibles son ejercidos, por lo que generalmente termina siendo menor al básico. La compañía registra una tasa anual de crecimiento compuesto de 11,2% para los EPS básicos y 11,7% para los EPS diluidos. Esto se da en gran parte por el beneficio fiscal que tuvo la empresa el último año fiscal, explicado anteriormente. Por otro lado, se puede ver una caída progresiva del promedio ponderado de las acciones en circulación, tanto diluidas como básicas. Esto se debe principalmente a la recompra de acciones por parte de la empresa en los últimos años⁵³.

Gráfico N°18: Ganancias por acción básicas (CAGR~11,2%) y diluidas (CAGR~11,7%)



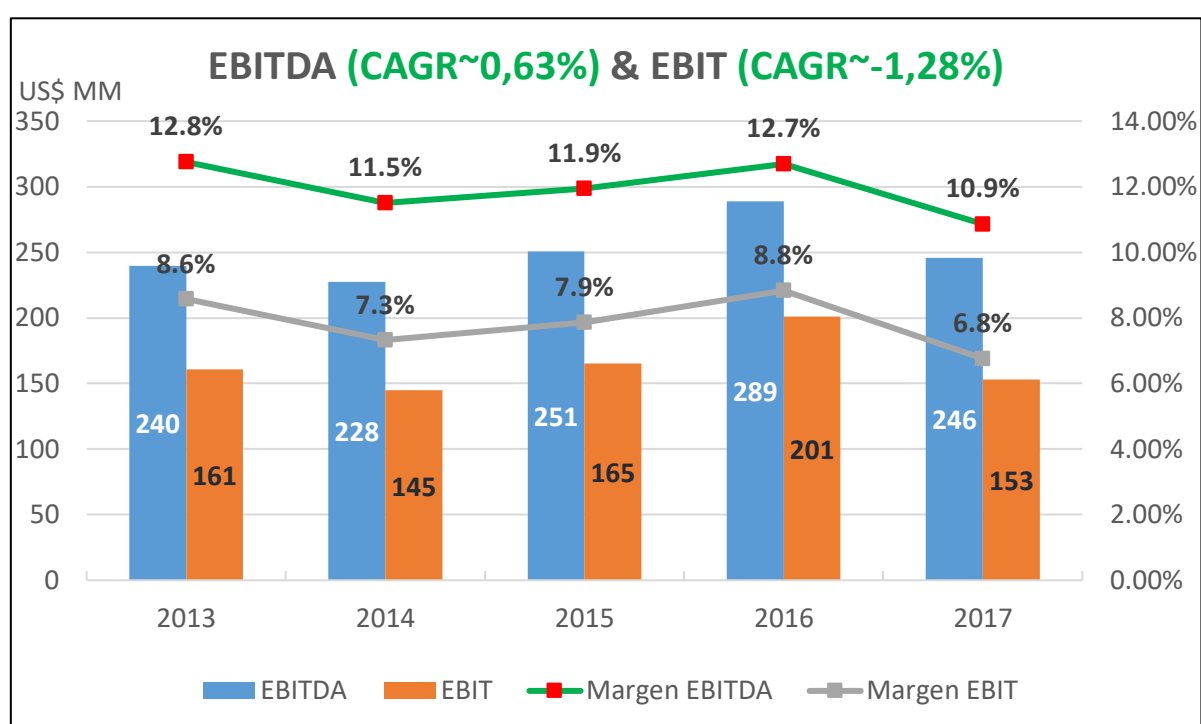
Fuente: Elaboración propia en base a los 10-K de los años fiscales de 2013 a 2017.

Aclaración: WASO hace referencia al promedio ponderado de las acciones en circulación, o *weighted average shares outstanding*.

⁵³ Anexo I y Anexo III.

La tendencia del EBITDA y EBIT no fue estable durante los últimos 5 años, ya que ambos indicadores crecieron en 2015 y 2016, pero cayeron en 2014 y 2017. Su tasa anual compuesta de crecimiento es de 0,63% y -1,28%, respectivamente. Lo mismo se puede observar en los márgenes EBIT y EBITDA, ya que cayeron en 2014, se volvieron a expandir hasta 2016 y en el último año fiscal se contrajeron fuertemente. El Margen EBITDA se contrajo 189 puntos básicos respecto del 2013, mientras que el Margen EBIT lo hizo en 181 puntos básicos. Estas caídas en el último año fiscal se deben principalmente a la recesión de la industria⁵⁴.

Gráfico N°19: EBITDA (CAGR~0,63%) & EBIT (CAGR~-1,28%)



Fuente: Elaboración propia en base a los 10-K de los años fiscales de 2013 a 2017.

Ratios de Actividad

Los ratios de actividad proveen una indicación de cuan bien utilizados están los activos en la compañía. La eficiencia en la utilización de los activos minimiza las necesidades de inversión por prestadores o accionistas⁵⁵. Dentro de los ratios de actividad, se pueden identificar los siguientes: rotación de los

⁵⁴ Información del inciso en base a Anexo I, Anexo II y Anexo III.

⁵⁵ Burns William. (2004). Introduction to Financial Ratios and Financial Statement Analysis, Harvard Business School.

activos, días de créditos por ventas, días de inventarios, días de cuentas a pagar y días del capital de trabajo.

La rotación de los activos mide la eficiencia en que se utilizan todos los activos de la empresa. Esta métrica fue desarrollada anteriormente en el apartado “Ratios de Actividad”, tanto en el desarrollo del ROE como en el del ROA. La rotación resulta ser estable durante los últimos 5 años, dentro del rango 1,69-1,76.

Los días de créditos por ventas miden la cantidad de días que pasan entre la venta y el recibo de pago de esta, lo cual resulta ser información muy importante acerca de la estructura financiera de la compañía. La fórmula es la siguiente:

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

En el gráfico N°20 que se encuentra más adelante, se puede ver como esta métrica se mantuvo bastante estable durante los últimos 5 años, en torno a 2-3 días, ya que los créditos por ventas representan el 1,5% del total de los activos. Esto se debe a que la mayoría de los clientes en los restaurantes paga a contado y no utiliza a la compañía para financiarse. Los créditos por ventas son principalmente resultado de los créditos otorgados a los clientes de las panaderías.

Los días de inventarios son la cantidad de días que pasa la mercadería en inventarios hasta que se realiza la venta y provee una medida de liquidez y la habilidad de la compañía para convertir inventarios en efectivo de manera rápida. La fórmula es la siguiente:

$$\text{Días de inventarios} = \frac{\text{Inventarios}}{\text{Promedio diario de CMV}} = \frac{\text{Inventarios}}{\text{CMV}/365}$$

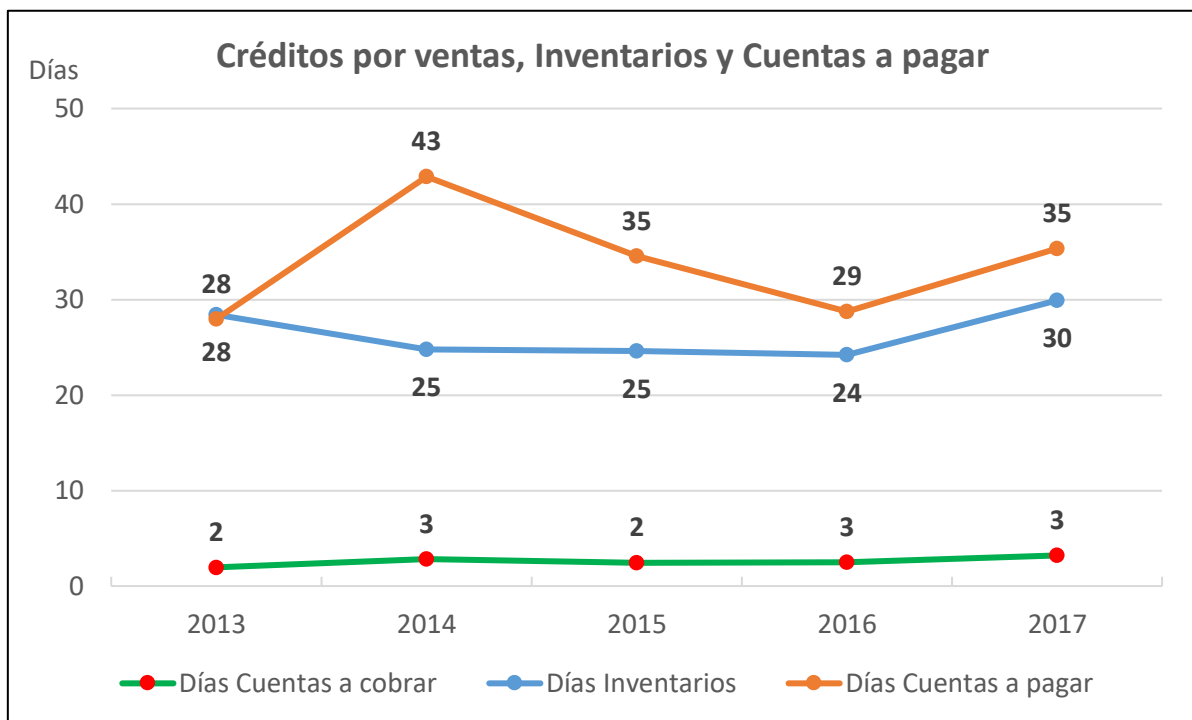
En el gráfico N°20 que se encuentra más adelante, se puede ver como esta métrica se mantuvo bastante estable durante los últimos 5 años, en torno a 23-30 días, lo cual muestra que la mercadería les dura en promedio un mes en el inventario, ya que la mayoría de sus productos son realizados en el momento con ingredientes frescos. El costo de mercadería se valúa según la metodología primer entrado, primer salido. Los inventarios representan el 3,2% del total de los activos, por lo que no resultan ser una porción muy grande de los mismos.

Los días de cuentas a pagar son la cantidad de días que pasan entre que la compañía recibe la mercadería hasta que se realiza el pago de esta y provee una medida de financiamiento con los proveedores. La fórmula es la siguiente:

$$\text{Días de cuentas a pagar} = \frac{\text{Cuentas a pagar}}{\text{Promedio diario de compras realizadas}} = \frac{\text{Cuentas a pagar}}{\text{Compras} / 365}$$

En el gráfico N°20 que se encuentra más adelante, se puede ver como esta métrica se mantuvo estable durante los últimos 5 años, en torno a 28-43 días, lo cual muestra que la empresa se financio con los proveedores a aproximadamente un mes de plazo.

Gráfico N°20: Créditos por ventas, Inventarios y Cuentas a pagar



Fuente: Elaboración propia en base a los 10-K de los años fiscales de 2013 a 2017.

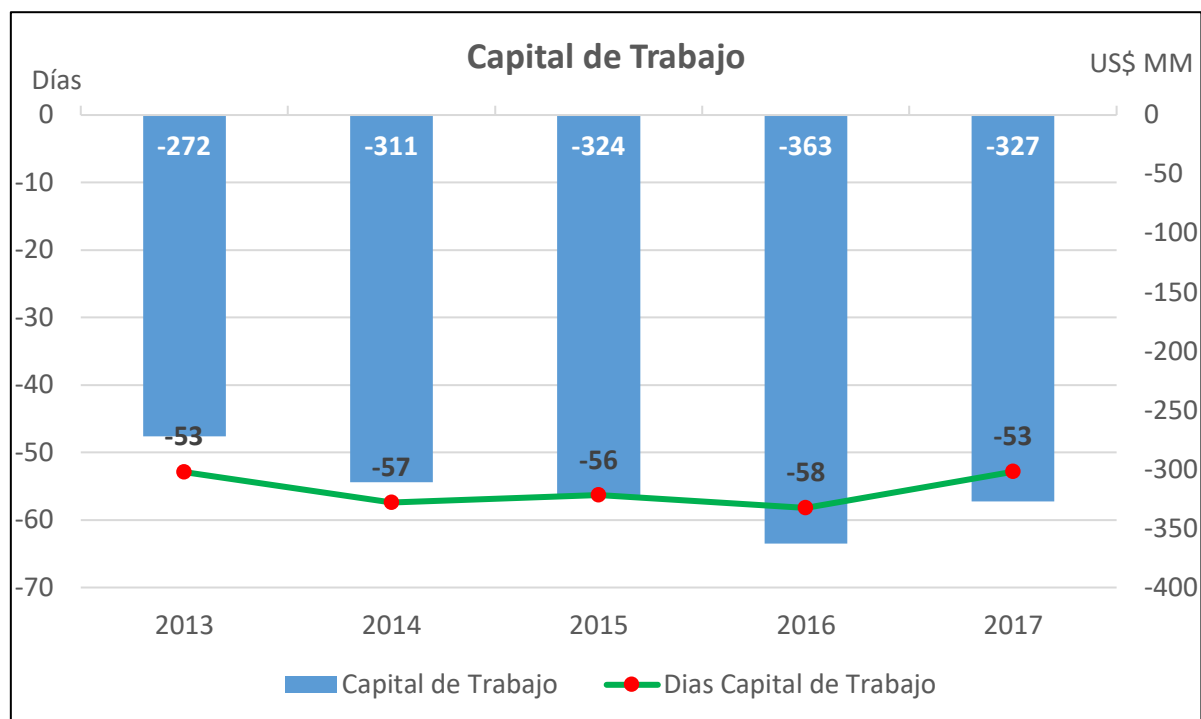
Los días de capital de trabajo es una medida en que los fondos son generados por activos corrientes para solventar las deudas corrientes. La fórmula es la siguiente:

$$\text{Días capital de trabajo} = \frac{\text{Capital de trabajo}}{\text{Promedio diario de ventas}} = \frac{\text{Capital de trabajo}}{\text{Ventas} / 365}$$

En el siguiente gráfico se puede ver la eficiencia con la que maneja la compañía el capital de trabajo, ya que el mismo es negativo. Dicha eficiencia se da ya que en los restaurantes los clientes pagan en efectivo o equivalentes a contado y la compañía es capaz de vender gran parte de sus inventarios antes de realizar el pago de estos a los proveedores⁵⁶.

⁵⁶ Información del inciso en base a Anexo I, Anexo II y Anexo III.

Gráfico N°21: Capital de trabajo en millones de dólares



Fuente: Elaboración propia en base a los 10-K de los años fiscales de 2013 a 2017.

Ratios Crediticios

Los ratios crediticios miden la capacidad de la firma para repagar sus obligaciones, estructura de capital y riesgo financiero⁵⁷. Dentro de los ratios crediticios, se pueden identificar los siguientes: ratio de solvencia, ratio de acidez, estructura de capital y cobertura de intereses.

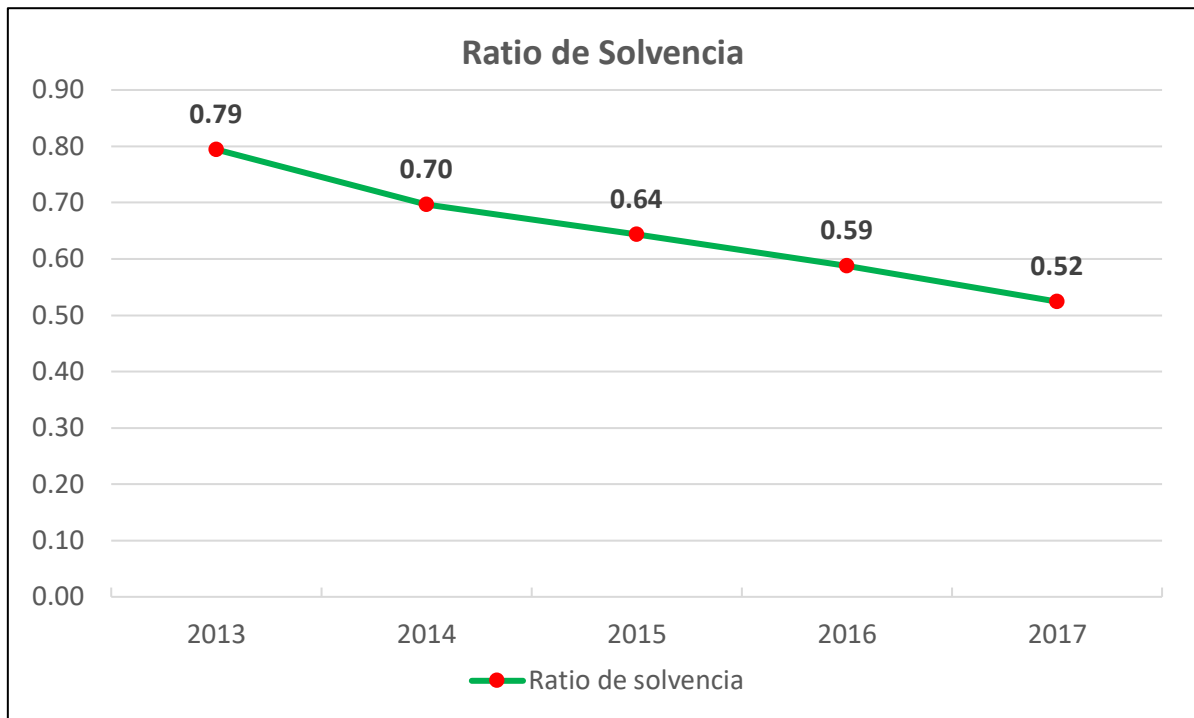
El ratio de solvencia mide la relación que hay entre las entradas de efectivo y la demandas de pago en efectivo. Este ratio no toma en cuenta los flujos de efectivo generados por las operaciones por lo que tienen la capacidad de cubrir obligaciones a corto plazo, a pesar de tener un ratio pequeño. La fórmula para calcularlo es la siguiente:

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

El ratio de solvencia de la compañía disminuyó progresivamente en los últimos 5 años, de 0,79 a 0,52 en 2017. A pesar de tener un ratio de solvencia chico, la empresa tiene solvencia, ya que logra generar grandes flujos de fondos por las actividades operativas.

⁵⁷ Burns William. (2004). Introduction to Financial Ratios and Financial Statement Analysis, Harvard Business School.

Gráfico N°22: Ratio de solvencia

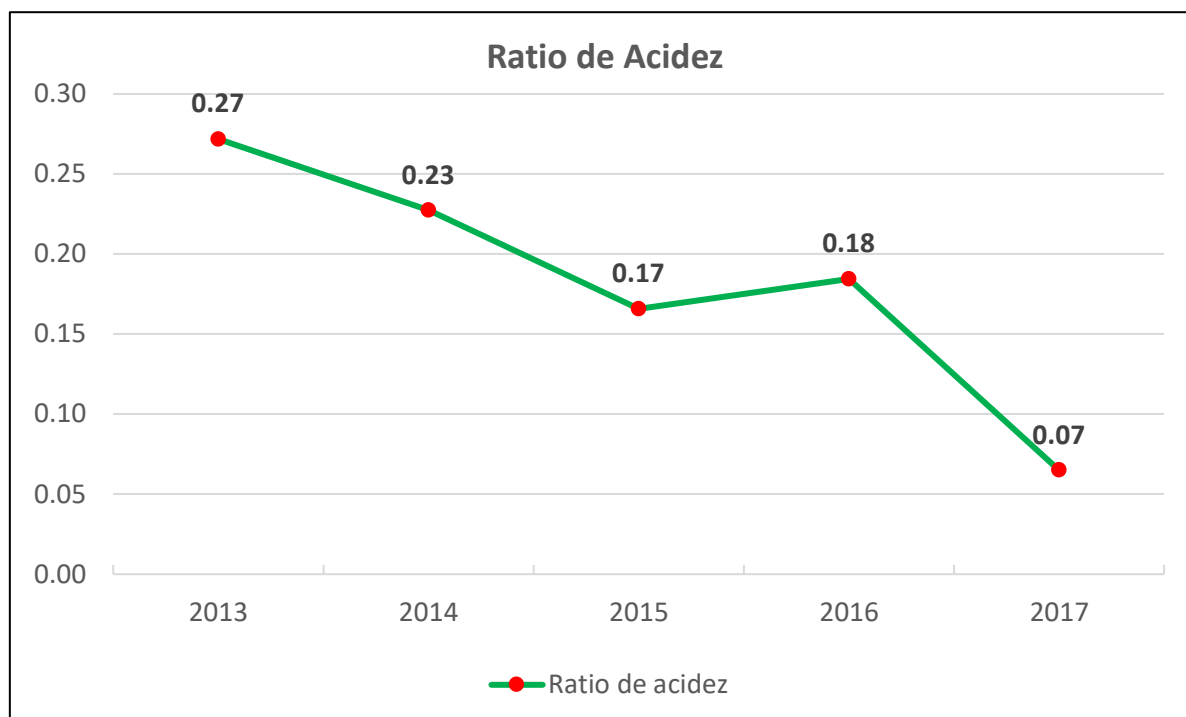


Fuente: Elaboración propia en base a los 10-K de los años fiscales de 2013 a 2017

El ratio de acidez es similar al ratio de solvencia, pero la única diferencia radica en que no se utilizan todos los activos corrientes para calcularlo, sino que se utilizan los denominados *quick assets* que incluyen los activos más líquidos de la empresa.

En la compañía, el mismo cayó de 0,27 a 0,07 en los últimos 5 años. La razón por la cual el mismo es muy bajo se debe a que los activos más líquidos de la empresa son “Caja y equivalentes”, lo cual se mantiene al mínimo para el giro normal del negocio, y “Créditos por ventas”, lo cual también es muy chico, ya que la mayoría de sus clientes pagan a contado. Por lo tanto, estos dos indicadores no resultan ser del todo significativos para el tipo de negocio de la compañía.

Gráfico N°23: Ratio de Acidez



Fuente: Elaboración propia en base a los 10-K de los años fiscales de 2013 a 2017

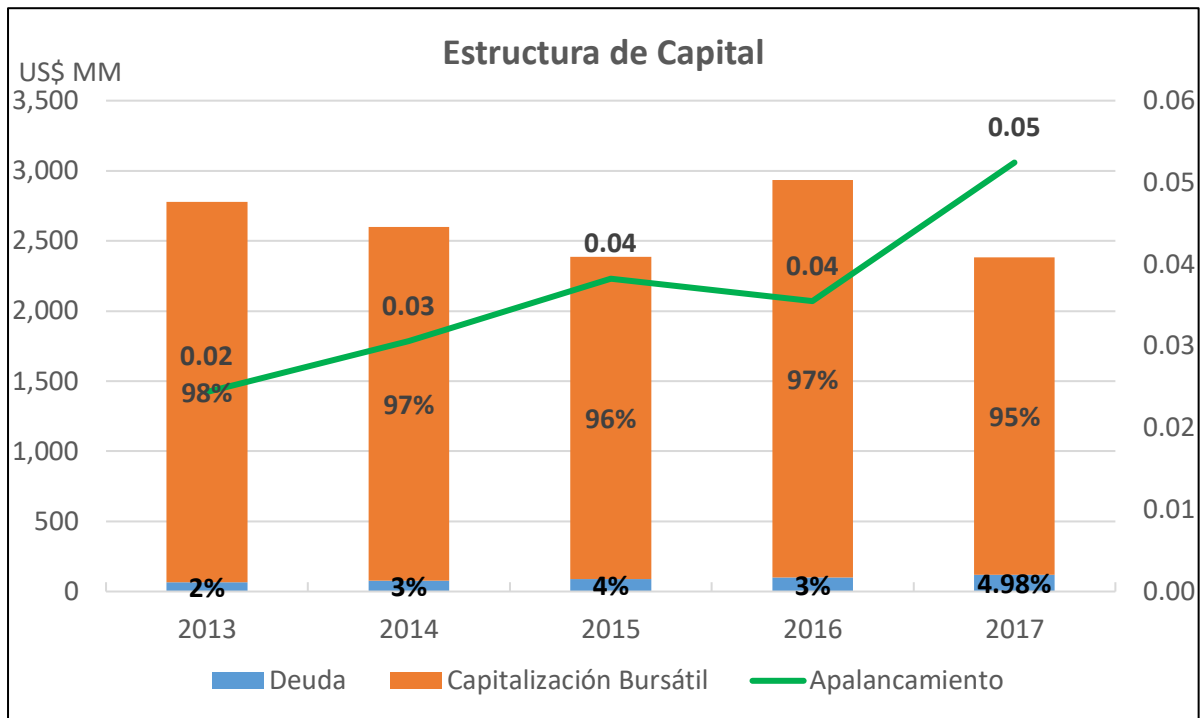
La estructura de capital de una empresa muestra en que porcentaje se encuentran financiados los activos por deuda a largo plazo. El grado de apalancamiento financiero de una empresa mide la proporción que hay entre la deuda y el capital propio de la empresa. Ambos conceptos son iguales, pero se muestran de una forma distinta. La fórmula de ambos es la siguiente:

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

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

La empresa posee una estructura de capital con muy poca deuda, ya que se financia principalmente con los accionistas. En los últimos 5 años, los niveles de deuda aumentaron de 2% a 5%, por lo que la empresa aumento su apalancamiento a 0,05. La poca deuda que posee la empresa proviene de las responsabilidades de financiamiento de los propietarios atribuidos y deuda a largo plazo, lo cual totaliza US\$ 119 MM en el 2017, un 79% mayor a la cantidad de deuda en 2013 de US\$ 66 MM.

Gráfico N°24: Estructura de Capital



Fuente: Elaboración propia en base a los 10-K de los años fiscales de 2013 a 2017 y Bloomberg.

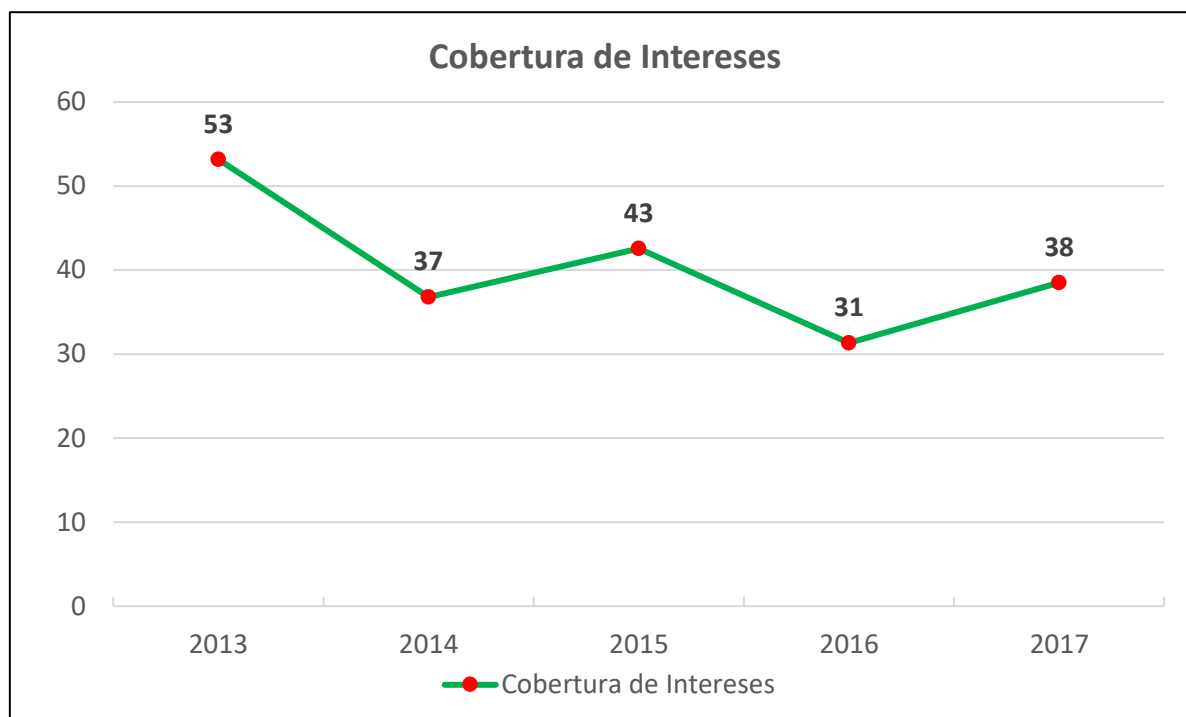
La cobertura de intereses mide la capacidad de repago de los intereses con respecto al resultado operativo de la empresa. Es muy útil para ver el grado de apalancamiento financiero de una compañía y ver si tiene mayor capacidad de endeudamiento la misma. La fórmula para calcularlo es:

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

La cobertura de intereses de la empresa es muy buena, a pesar de que en los últimos años cayó de 53 a 38, principalmente debido al pequeño incremento en los intereses. El mismo tampoco resulta ser muy significativo, ya que la empresa se encuentra muy poco endeuda, por lo que los intereses a pagar terminan siendo muy pequeños⁵⁸.

⁵⁸ Información del inciso en base a Anexo I, Anexo II y Anexo III.

Gráfico N°25: Cobertura de Intereses



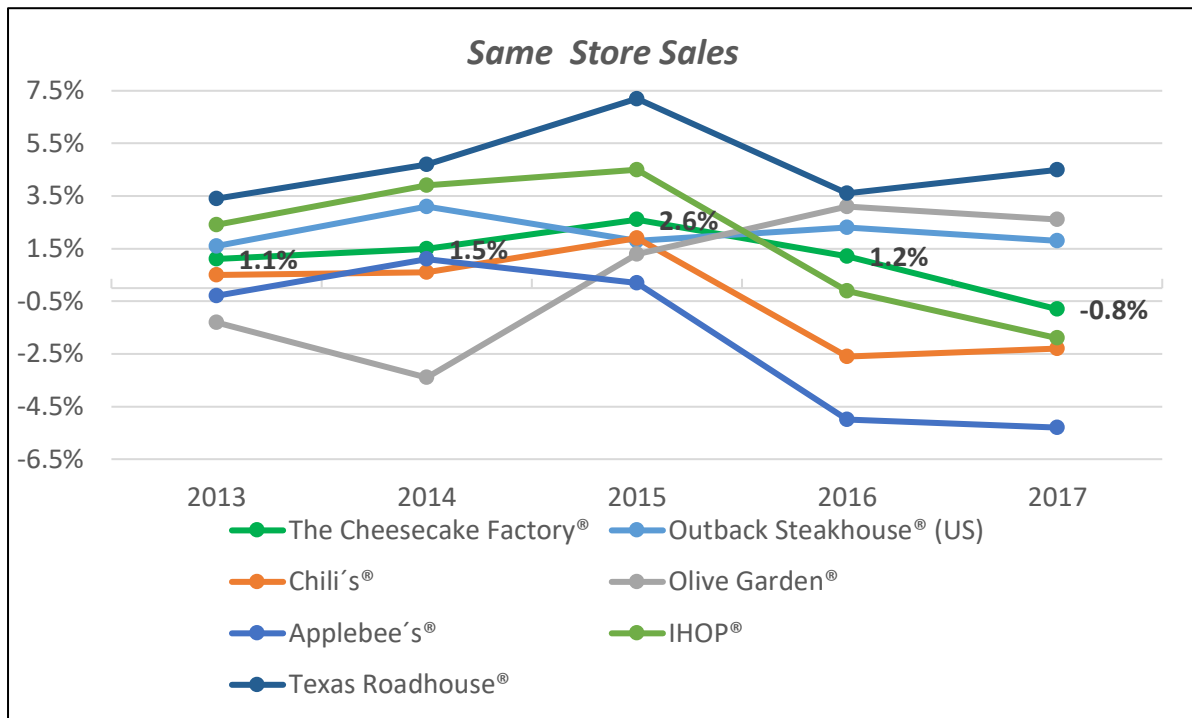
Fuente: Elaboración propia en base a los 10-K de los años fiscales de 2013 a 2017

Ratios específicos de la industria

Los ratios específicos de la industria buscan comparar los ratios propios de la empresa con los principales competidores, a modo de establecer un posicionamiento entre las mismas. Entre estos se destacan los ratios de *same store sales*, ventas por pie cuadrado, y otros ratios de rentabilidad, actividad y crediticios.

Las ventas denominadas como *same store sales* son aquellas ventas provenientes de los restaurantes que estuvieron abiertos todo el año fiscal, comparado contra los mismos el año previo. Las *same store sales* fueron aumentando progresivamente en el tiempo, a excepción del último dato de -0,8% que resultó ser el mínimo de los últimos 5 años. En comparación con los restaurantes comparables, no parece ni destacarse ni ser la que peor desempeño tuvo con la métrica *same store sales*. A su vez, la métrica no parece ser muy inestable en la compañía, ya que en los últimos 5 años varío en los rangos de -0,8% a 2,6%.

Gráfico N°26: *Same Store Sales*

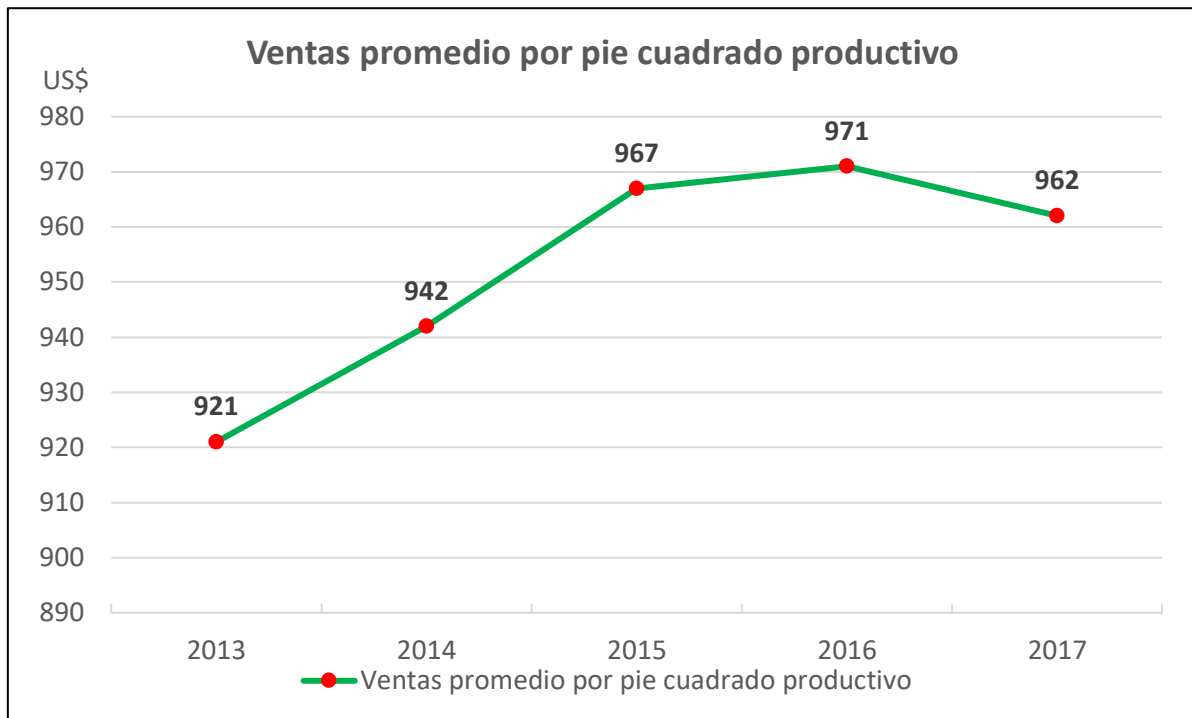


Fuente: Elaboración propia en base a los 10-K de los años fiscales de 2013 a 2017 de las compañías correspondientes.

Aclaración: se encuentran los principales restaurantes de cada compañía de acuerdo con el aporte que hacen de las ventas totales.

Otra métrica correspondiente a las ventas puede ser las ventas promedio por pie cuadrado productivo, definido como todo pie cuadrado interior agregado a los pies cuerdas exteriores ajustados estacionalmente, para todos los restaurantes abiertos el año entero. Esta métrica es muy común en la compañía, ya que los restaurantes tienen distintos diseños y difieren en tamaños, por lo cual resulta ser más efectiva. Durante los últimos 5 años, esta métrica tuvo una tasa anual compuesta de crecimiento de 1,09%, principalmente afectada por la caída de 0,93% a US\$ 962 en el 2017. Dicha caída fue producto de la fuerte caída que hubo en *same store sales*.

Gráfico N°27: Ventas promedio por pie cuadrado productivo



Fuente: Elaboración propia en base a los 10-K de los años fiscales de 2013 a 2017.

Con respecto a la industria se puede hacer un análisis de las variables Margen EBIT, ROE, SSS y D/EV.

Tanto el margen EBIT como el margen EBITDA se encuentran por debajo de la industria, superando únicamente a Bloomin's Brands, Inc. A pesar de esto, sus márgenes se encuentran 269pbs y 239pbs, respectivamente, por debajo de los de Darden Restaurants, Inc. Este último es el que mejores márgenes posee, ya que no se están tomando en cuenta los márgenes de Dine Brands Global Inc. debido a que posee un negocio distinto, enfocado a las franquicias.

Con respecto al ROE, se puede observar un muy buen ROE de la compañía, a pesar de que en el presente año se vio beneficiado por el impacto fiscal positivo. En los demás competidores, hay 3 que tienen distorsionado dicho indicador por diversos motivos. En el caso de Bloomin's Brands, Inc. se debe a una caída del 75% del *equity* por una fuerte recompra de acciones equivalente a aproximadamente 3 veces el resultado neto. El ROE de dicha empresa durante el ejercicio de 2016 fue de 21,37%, más en línea con la industria. Las otras dos compañías se explicarán a continuación con el análisis de la estructura de capital.

En la variable *same store sales*, The Cheesecake Factory® se posiciona como una empresa promedio, ya que tuvo un desempeño ni muy bueno ni muy malo. Esta variable fue explicada anteriormente.

Por último, la estructura de capital se encuentra muy baja con respecto al resto de la industria. 1) La compañía se encuentra financiada 5% con deuda, mientras que las demás se encuentran más apalancadas, a excepción de Texas Roadhouse, Inc. que solo posee 1% de deuda. Brinker International, Inc. posee un ROE distorsionado, ya que en su balance figura un *equity* negativo debido a un acuerdo de recompra de acciones con Bank of America en agosto 2016. El caso de Dine Brands Group Inc. es distinto, ya que el último año fiscal tuvo un resultado neto negativo debido a un deterioro de la plusvalía y el nombre comercial de Applebee's. El ROE se encuentra positivo por razones matemáticas, ya que su resultado neto y su *equity* son negativos. Es por eso por lo que se encuentra muy apalancada⁵⁹.

Cuadro N°4: Indicadores de los principales competidores

<i>Compañía</i>	<i>Margen EBIT</i>	<i>Margen EBITDA</i>	<i>ROE</i>	<i>SSS</i>	<i>D/EV</i>
Darden Restaurants, Inc.*	9,45%	13,25%	22,80%	+2,6%	7,83%
Bloomin' Brands, Inc.	3,47%	8,03%	202,63%	+1,8%	35,76%
Brinker International, Inc.*	8,13%	13,09%	-30,55%	-2,3%	41,68%
Texas Roadhouse, Inc.	8,39%	12,60%	15,45%	4,5%	1,33%
Dine Brands Global Inc.	56,49%	51,55%	225,32%	-5,3%/-1,9%	58,92%
<i>Mediana</i>	<i>8,39%</i>	<i>13,09%</i>	<i>22,80%</i>	<i>-1,9%/1,8%</i>	<i>35,76%</i>
The Cheesecake Factory Incorporated	6,76%	10,86%	25,65%	-0,8%	4,98%

Fuente: Elaboración propia en base a los 10-K del último año fiscal de cada compañía y Bloomberg.

Aclaración: SSS hace referencia al concepto anteriormente descrito como *same store sales*. La referencia (*) hace referencia a aquellas compañías que presentaron estados contables a mitad del 2017. En Dine Brands Global Inc. se expresan dos SSS, el primero de Applebee's y el segundo de IHOP, debido a que cada uno contribuye aproximadamente a la mitad de los

⁵⁹ Información del inciso en base a Anexo I, Anexo II, Anexo III y los 10-K del último año fiscal de las respectivas compañías.

ingresos de la compañía. A excepción de las demás variables, en la estructura de capital se muestra el *equity* como la capitalización bursátil de la compañía al cierre de ejercicio.

Creemos que la empresa va a seguir cambiando su estructura de capital, de modo de parecerse un poco más a la industria. Por lo tanto, creemos que el ROE se expandirá ante una disminución del *equity*, por lo que seguiría creciendo y destacándose frente a la industria.



Valuación

El último paso y la motivación principal del presente trabajo es analizar de forma conjunta la información recopilada en los apartados previos y proceder a realizar la valuación de “The Cheesecake Factory, Inc.”.

Este apartado se divide en dos metodologías distintas de valuación. La primera y principal metodología de valuación será en base al modelo de “Flujos de Fondos Descontados”. La segunda metodología será la de “Valuación por Múltiplos”, la cual cumplirá una función complementaria a la anterior. En base a estas dos metodologías, se procederá a determinar un rango de valuación, consistente con los fundamentos y características explicadas anteriormente.

Flujos de fondos descontados

Esta metodología se fundamenta en que el valor de un activo es igual al valor presente de los futuros flujos de caja generados por el activo. Está basada en que todo activo tiene un valor intrínseco que puede ser estimado basado en generación de caja futura, crecimiento y riesgo. Para utilizar dicho modelo, se va a necesitar estimar:

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

Las ventajas del modelo son las siguientes:

- Si se realiza correctamente es el modelo más apropiado para obtener una valuación en términos absolutos (valor intrínseco).
- Ayuda a entender las características subyacentes de la compañía y de su industria.
- Permite identificar los “drivers” de valor de una empresa.
- Enfrenta al analista con la hipótesis que deben materializarse para justificar el precio a pagar por un activo.

Por su parte, el modelo también tiene ciertas desventajas. Estas son las siguientes:

- Requiere estimar muchas más variables que otros modelos de valuación.
- Los inputs son difíciles de estimar y pueden ser manipulados subjetivamente por el analista para llegar a una conclusión preconcebida.

- Pequeños cambios en algunas de las principales variables (tasa de descuento, crecimiento, etc.) produce grandes variaciones en la valuación del activo.

Hay ciertos factores que afectan la efectividad del modelo:

- El modelo funciona mejor cuando se tratan de empresas establecidas con cuota de mercado estable.
- Es conveniente para modelos de negocio donde existe predictibilidad de los flujos de caja.
- Es recomendable realizar un análisis de distintos escenarios, cambiando variables, para estimar un rango de valuación probable.

En los siguientes incisos, se va a proceder a determinar las variables del modelo en tres escenarios distintos: escenario base, escenario pesimista y escenario optimista. En base a la valuación obtenida por los distintos escenarios, se va a obtener un rango de precios para el valor de la firma y el valor de su *equity*.

Tasa de descuento

Es necesario calcular una tasa de descuento a modo de descontar los flujos proyectados para la compañía. La tasa de descuento representa el retorno requerido de una inversión. Al estimar una tasa de descuento se incorporan los factores de costo de oportunidad y riesgo. Esta va a ser una variable clave del modelo y pequeñas variaciones resultan en grandes variaciones en el valor del activo. La tasa de descuento para una inversión se compone por la tasa libre de riesgo y el retorno extra para compensar el riesgo.

Para descontar los Flujos de Fondos Libres de la Firma, aquellos flujos de caja generados antes del pago de intereses, pero después que la firma reinvierte para crear futuros activos, es necesario calcular el costo de capital, o bien dicho WACC. La tasa de descuento refleja que el financiamiento de los activos se realizó a través de deuda y *equity* en la proporción utilizada. El valor presente de la firma refleja todos los reclamos, incluyendo acreedores y accionistas, es decir el *Enterprise Value*

Para descontar los Flujos de Fondos Libres de los Accionistas, aquellos flujos de caja generados después del pago de intereses y de la reinversión para el crecimiento futuro, es necesario calcular el costo del *equity*, o bien dicho K_e . La tasa de descuento refleja el costo del financiamiento con *equity*. El valor presente incluye solo el valor de reclamo de los accionistas, es decir el *Equity Value*.

Según CAPM, la fórmula del costo del *equity* es la siguiente:

$$K_e = R_f + \beta * RP$$

Donde K_e representa el costo del *equity*, R_f la tasa libre de riesgo, β el parámetro que surge de la regresión del retorno de la acción sobre el mercado accionario y RP la prima de riesgo histórica del mercado accionario.

Tasa libre de riesgo

La tasa libre de riesgo es aquella tasa que no tiene riesgo de default. Generalmente, los bonos del gobierno en moneda local deberían ser libres de riesgo. Para el análisis, se va a utilizar la tasa del bono del gobierno de Estados Unidos a 10 años. Al 29 de diciembre del 2018 la misma era de 2,405%.

Beta

El riesgo en la teoría financiera es definido en términos de varianza de retornos sobre el retorno esperado, es decir la volatilidad. Este riesgo es medido desde la perspectiva de un inversor marginal que está bien diversificado, por lo que solo debe ser compensado el riesgo que una inversión adicional al portafolio diversificado. Existen dos componentes del riesgo: el riesgo específico de la firma y el riesgo de mercado. El riesgo específico de la firma afecta solo a la firma, por lo que es diversificable, mientras que el de mercado afecta a todos los inversores, por lo que no es diversificable.

El beta (β) es el riesgo adicional que una inversión aporta a un portafolio diversificado. Este parámetro es usualmente calculado utilizando regresiones comparando el retorno de una acción sobre el retorno del mercado (volatilidad). Las limitaciones que tienen los betas históricos son debido a los siguientes factores:

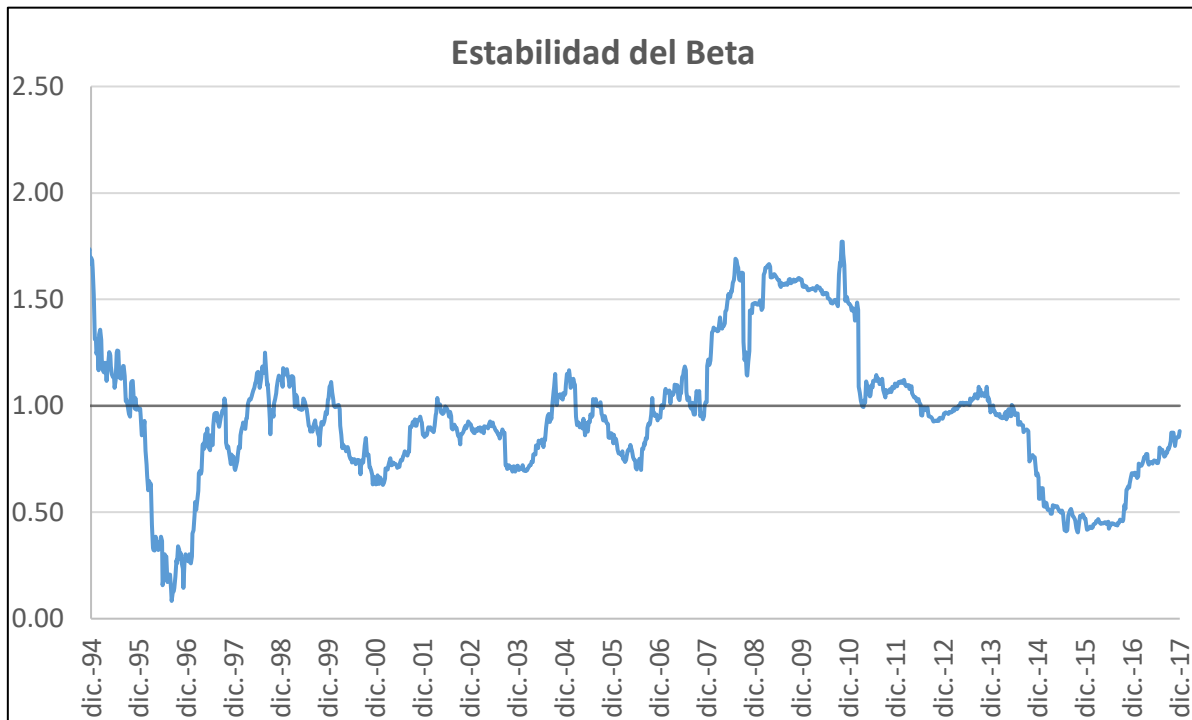
- Limitaciones de mercado: iliquidez, índices dominados por unas pocas compañías, y cambios frecuentes del perfil y riesgo de las compañías.
- Compañías privadas: el cálculo con regresiones solo funciona con compañías que cotizan en bolsa.
- Problemas adicionales: Alto margen de error en calculo, reflejan el pasado y no el futuro, reflejan una estructura de capital del pasado y no del futuro.

Con el objeto de estimar este parámetro se procedió a realizar un análisis de los retornos históricos de The Cheesecake Factory contra los retornos históricos del S&P 500. Según Damodaran, se puede estimar el beta mediante el cálculo de una regresión, pero lo que termina determinando el mismo son los fundamentos, es decir, las características del negocio, el producto o servicio ofrecido, el apalancamiento operativo y financiero, etcétera.

Para comenzar a calcular el beta, se realizó un análisis de estabilidad de dicho parámetro, a modo de poder saber cómo fue históricamente. Para hacer dicho análisis se realizó la regresión lineal de los

retornos semanales del precio de la acción ajustado contra los retornos semanales del índice S&P 500 en un horizonte temporal de dos años.

Gráfico N°28: Estabilidad del Beta



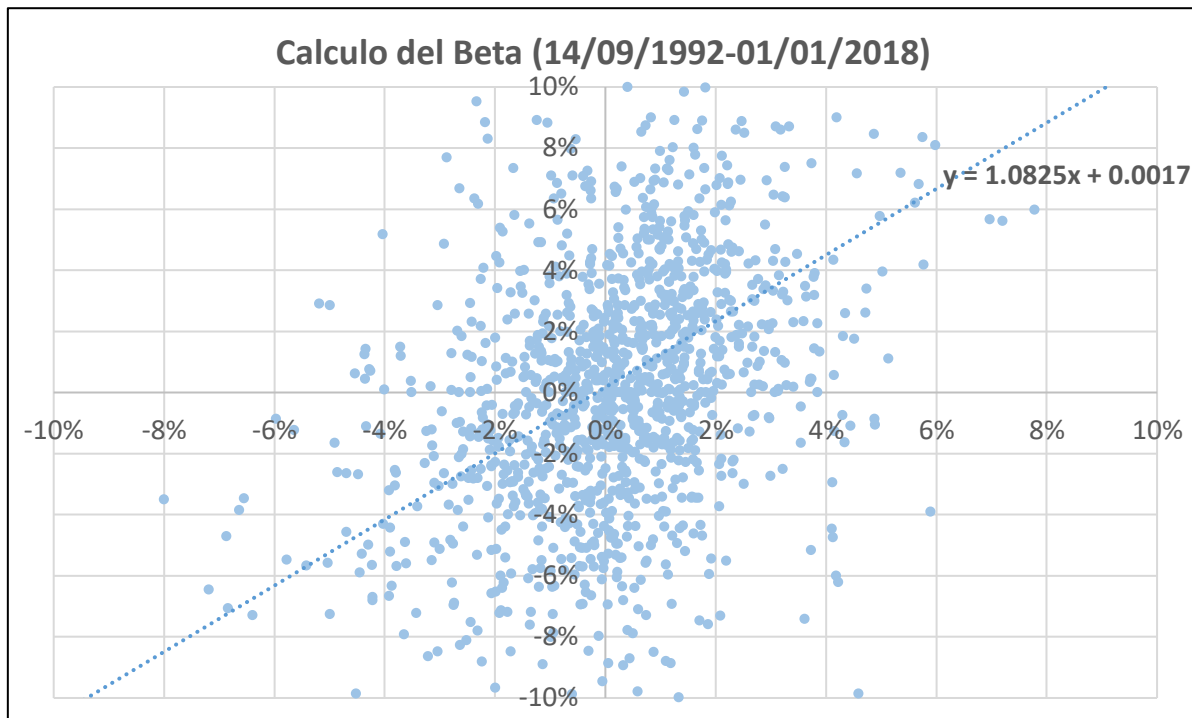
Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo Finance del precio de cierre ajustado semanal del Índice S&P 500 y la acción CAKE entre las fechas 14/09/1992-05/03/2018.

Lo que se puede observar en dicho gráfico es la inestabilidad del beta durante los últimos años. Es por esto por lo que se calculó el parámetro realizando la regresión a un horizonte temporal de 3, 5, 7 y 25 años (primera cotización de la compañía)⁶⁰. Debido a que es una empresa discrecional, tiene comportamiento cíclico en los ciclos económicos y se ubica en el segmento exclusivo de comida informal, entre otras, se va a utilizar el beta que surge de la historia de la compañía, ya que es el más representativo. El resultado de este se visualiza en el siguiente gráfico:

⁶⁰ En el Anexo IX se pueden ver las regresiones a 3, 5 y 7 años.

⁶¹ La información de los cierres de precios ajustados semanales se obtuvo de Yahoo Finance, correspondiente al periodo 14/09/1992-05/03/2018.

Gráfico N°29: Calculo del Beta (14/09/1992-01/01/2018)



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo Finance del precio de cierre ajustado semanal del Índice S&P 500 y la acción CAKE entre las fechas 14/09/1992-01/01/2018.

El beta estimado de The Cheesecake Factory (1,08) se encuentra representado por la pendiente de la regresión realizada y se puede calcular de la siguiente manera:

$$\beta = \frac{\text{Covarianza}(\text{CAKE}; \text{SPX})}{\text{Varianza}(\text{SPX})} = \frac{0,0558\%}{0,0515\%} = 1,0825$$

Prima de riesgo

La prima de riesgo histórica es el retorno extra por invertir en el mercado de accionario sobre la tasa libre de riesgo. El cálculo de esta varía según el horizonte de tiempo o metodología utilizada. Es recomendable usar largos periodos de tiempo para incluir varios ciclos económicos de mercado, a pesar de que al realizar esto, estamos asumiendo que el pasado es una representación de retornos futuros. Además, otra ventaja de utilizar periodos largos para el cálculo de la prima de riesgo radica en la obtención de errores estándares más razonables en comparación a los obtenidos de la utilización de periodos más cortos de tiempo.

Para calcular retorno del mercado, se utilizaron los retornos anuales del S&P 500 en el periodo 01/01/1950-01/01/2018. El promedio aritmético simple de los retornos del índice es de 8,95%, por lo

que si le restamos la tasa libre de riesgo de Estados Unidos a 10 años de 2,405% al 29/12/2017, obtenemos una prima de riesgo de 6,55%.

Costo del equity (K_e)

Una vez que tenemos la tasa libre de riesgo, el parámetro beta de la compañía y la prima de riesgo histórica del mercado procedemos a calcular el costo del *equity* con el modelo CAPM, anteriormente mencionado. El mismo nos arroja un rendimiento requerido por los accionistas de 9,46%.

Costo de la deuda financiera (K_d)

El costo de la deuda financiera se calcula para el cálculo del WACC, con el que vamos a descontar los flujos de fondo libres de la Firma. Esta medida es la tasa de interés que una firma debe pagar para financiarse. Se encuentra determinada por la tasa libre de riesgo y el riesgo crediticio de la compañía. A su vez, es deducible de impuestos, por lo que tomar deuda resulta en un escudo fiscal. Existen distintas metodologías para calcular el costo de la deuda de una empresa, como identificar la YTM⁶² de un bono de la firma, obtener el rating crediticio de la firma o calcular el rating sintético de la firma. Como la empresa no tiene emitido ningún bono y posee una estructura de capital con muy poca deuda, la metodología a utilizar va a ser utilizar la YTM de un bono de sus competidores, en este caso Darden, y sumarle un spread por tener menor *equity*.

Al 29/02/2017, Darden poseía el bono DRI 6.800 15-Oct-2037 cotizando en el mercado a una YTM de 4,274%. La compañía también tiene muy poca deuda por lo que su cobertura de intereses es de 23,64, lo cual resulta muy alta al igual que la de The Cheesecake Factory. A esta YTM le sumamos un spread de 100 puntos básicos, por la amplia diferencia de capitalización bursátil, a modo que queda un costo de la deuda financiera de 5,274% para The Cheesecake Factory, Inc.

Costo del capital

El costo del capital incorpora la forma en que la totalidad de los activos de la firma son financiados, ya sea con *equity* o deuda. El mismo prorrotea la forma de financiamiento en función de los precios de mercado del *equity* y de la deuda, como también incorpora el beneficio impositivo de la deuda. La fórmula para calcular el mismo es la siguiente:

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

⁶² Rendimiento al vencimiento, o *yield to maturity*.

Donde T representa la alícuota del impuesto a las ganancias.

El WACC obtenido es de 9,204%.

Proyecciones del *management*

Para realizar las proyecciones de los flujos nos vamos a basar en el plan y las estimaciones de los administrativos de la compañía.

Desde la compañía estiman para el 2018 un Resultado Neto Diluido por Acción en el rango US\$ 2,64 – US\$ 2,80, basados en un *same store sales* en el rango 0% - 1% para los restaurantes de The Cheesecake Factory®, así como las siguientes suposiciones de los costos. A su vez, esperan una inflación en los precios de las *commodities* de aproximadamente 3% para el 2018, con aumentos en la mayoría de las categorías, sobre todo en los costos de producción avícolas, lácteos y de producción agrícolas. Para el mismo año, estiman una inflación salarial de aproximadamente 5% y una tasa impositiva efectiva de 13%-14%.

Dada la dinámica de la industria, incluyendo la caída del tráfico de clientes y la inflación salarial, que se encuentra afectando los costos de mano de obra y construcción, la compañía planea abrir de 4 a 6 nuevos restaurantes, incluyendo un Grand Lux Café® y la primera ubicación de un concepto de restaurante de comida informal que se encuentran desarrollando internamente. Además de estos restaurantes propios, la empresa espera una apertura de entre 4 a 5 restaurantes operados internacionalmente bajo acuerdos de licencias.

Esperan que en 2018 los gastos de capital en efectivo oscilen en el rango de US\$ 90 MM – US\$ 105 MM y un incremento de las contribuciones de capital en North Italy y Flower Child, en un rango de US\$ 20 MM – US\$ 25 MM. La compañía anticipa utilizar sustancialmente todo su flujo libre de efectivo, más los ingresos recibidos de los ejercicios de opciones sobre acciones del miembro del personal, para dividendos y recompras de acciones.

Por último, para el 2018 estiman que sus desembolsos de capital para gastos de capital oscilaran en el rango US\$ 90 MM – US\$ 105 MM, netos de las contribuciones iniciales a la construcción de locales en efectivo y excluyendo US\$ 9,4 MM de costos preoperativos no capitalizables para nuevos restaurantes. El monto reflejado como adiciones a propiedades y equipos en los estados consolidados de flujos de efectivo pueden diferir de este estimado en base al tratamiento contable de cada arrendamiento. La estimación de gastos de capital para el 2018 contempla un desembolso neto de US\$ 40 MM - US\$ 47 MM para hasta 4 a 6 restaurantes que se espera que abran para el 2018. Los desembolsos de capital para el 2018 también incluyen US\$ 35 MM - US\$ 40 MM para reemplazos,

mejoras y adiciones de capacidad a nuestros restaurantes existentes y aproximadamente US\$ 15 MM - US\$ 18 MM para inversiones en infraestructura corporativa y panadería, incluida una mejora de infraestructura de la panadería de California.

Estimando Flujos de Fondos Libres de la Firma

Para estimar los Flujos de Fondos Libres de la Firma se van a realizar hipótesis de las principales variables de impacto de la firma. Estas son las siguientes:

- *Same store sales*
- Apertura de nuevos locales propios
- Margen EBITDA

Para el cálculo de las estimaciones se tomaron en cuenta todo el análisis de la industria, el análisis financiero de la compañía y las proyecciones de esta al corto y largo plazo. La proyección de los flujos se va a hacer a un horizonte temporal de 5 años, seguido a un valor terminal compuesto por una perpetuidad con crecimiento en el sexto año. A modo de hacer una valuación más completa y consistente, se realizó un análisis de tres escenarios posibles: base, pesimista y optimistas. Con los resultados obtenidos se procedió a obtener un rango de valuación para la firma.

Hay ciertas variables que van a ser igual o se van a proyectar de la misma forma en los tres escenarios. Con respecto a la alícuota del impuesto a las ganancias, la misma se va a proyectar en 13,50%, ya que desde la compañía estiman que la misma rondará los 13%-14%, por lo que la situamos en un punto medio del rango.

La metodología utilizada en las amortizaciones y depreciaciones y el capital de trabajo va a ser la misma, ambos en proporción al total de ventas. Para cada caso se va a calcular el promedio de los últimos 5 años de las proporciones de dichas variables con respecto a las ventas de sus respectivos años, ya que estos márgenes suelen ser muy estables en el tiempo y poco volátiles. Las amortizaciones y depreciaciones se van a proyectar como un margen de 4,08% del total de las ventas, mientras que el capital de trabajo lo va a hacer como un margen de -15,21% del total de las ventas.

Por último, en el flujo de caja de actividades de financiación se va a proyectar un promedio histórico de los últimos 5 años de las adiciones a activos intangibles, ya que esta variable no suele tener cambios abruptos en el tiempo. Dicho promedio va a significar erogaciones de US\$ 1,72 MM por año durante el horizonte proyectado.

Escenario base

En este escenario se asume que las variables críticas para la proyección de los flujos han estado en un desempeño medio, cumpliendo parte de las estimaciones realizadas por la compañía. Las variables críticas se comportan de la siguiente manera:

- *Same store sales*: +0,5%
- Apertura de nuevos locales propios: 5
- Margen EBITDA: tiende linealmente a 12% en 2022.

Las *same store sales* se proyectaron a 0,5% durante los próximos 5 años, ya que desde la compañía estiman un rango de la variable de entre 0%-1%, por lo que para realizar el escenario base nos centramos en un punto medio.

Las aperturas de nuevos locales se proyectan en 5 por año, incluyendo un Grand Lux Café® y un nuevo concepto de comida informal que se encuentra desarrollando internamente por la compañía. Como la apertura de locales se realizan a través de todo el año, en el modelo se asume que todos abren a mitad de año, por lo que cada restaurante nuevo contribuye la mitad de uno que estuvo abierto todo el año fiscal previo, a pesar de los altos volúmenes de ventas generados los primeros meses de apertura. Hacia fines del 2022, se verán proyectados 224 restaurantes abiertos, por lo que le quedaría mayor crecimiento a la empresa con respecto a este driver, ya que planean tener 300 restaurantes operados por ellos mismos en el largo plazo⁶³.

El margen EBITDA se proyectó como una tendencia lineal hacia 12% en 2022. La justificación de este número radica en que el promedio de este en los últimos 5 años ha sido de 11,95% y la mediana de los comparables de 13%, por lo que los márgenes se expandirán con respecto a los niveles actuales, pero se estabilizarán cerca de los niveles históricos de la firma.

Con respecto a las actividades de inversión, se proyectaron erogaciones de fondos de US\$ 97,5 MM en gastos de capital en efectivo, además de los costos de preapertura de locales de US\$ 9,4 MM, y contribuciones a Fox Restaurants Concepts LLC de US\$ 22,5 MM. Los gastos de capital en efectivo se dividen de la siguiente manera: US\$ 43,5 MM en la apertura de los restaurantes propios, US\$ 37,5 MM en remplazos, mejoras y aumentos de capacidad y US\$ 16,5 MM en inversiones en

⁶³ The Cheesecake Factory Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K – Part I – Item 1. Business (The Cheesecake Factory concept, *New Restaurant Site Selection and Development*).

infraestructura. Todos estos números están fijados en un punto medio de los rangos estimados por la compañía.

Para finalizar con el escenario base, se proyectó un valor terminal de la compañía en 2023, con un crecimiento del 3% a perpetuidad. Se proyectó dicho crecimiento en 3%, menor al crecimiento promedio de la economía americana, a partir del supuesto de que el crecimiento será estable, pero con un fuerte potencial de crecimiento por la incorporación de North Italy y Flower Child a su portafolio. La proyección del valor terminal resulta determinante en la valuación, ya que tiene un peso de aproximadamente tres cuartos del valor presente de la firma.

A partir de los Flujos de Fondos Libres de la Firma generados a partir de los supuestos realizados, procedemos a descontarlos al WACC a la fecha de 31/12/2017. El valor de la firma obtenido, o *Enterprise Value*, es de US\$ 2.456 MM. En el siguiente gráfico se pueden ver los Flujos de Fondos Libres de la Firma pasados y proyectados, excluyendo el valor terminal

Cuadro N°5: Flujos de Fondos Libres de la Firma en miles de dólares

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
<u>Actividades operativas</u>						
Restaurantes abiertos a fin de año	199	204	209	214	219	224
Apertura de restaurantes	5	5	5	5	5	5
Ventas promedio por rest. (calculado)	10,472	10.525	10.577	10.630	10.683	10.737
<i>Same Store Sales</i>	-0.80%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
Ventas	2.260.502	2.327.468	2.395.093	2.463.383	2.532.343	2.601.980
Costo de ventas	2.014.928	2.069.330	2.124.012	2.178.974	2.234.217	2.289.742
Margen EBITDA	10.86%	11.09%	11.32%	11.55%	11.77%	12.00%
EBITDA	245.574	258.138	271.082	284.409	298.126	312.238
Depreciaciones y amortizaciones	92.729	95.039	97.800	100.588	103.404	106.248
EBIT	152.845	163.100	173.282	183.821	194.722	205.990
Impuesto a las ganancias	-7.5%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%
NOPAT	164.247	141.081	149.889	159.005	168,434	178,181
Depreciaciones y amortizaciones	92.729	95.039	97.800	100.588	103.404	106.248
Variación del capital de trabajo	-18.180	26.808	10.289	10,390	10.492	10.595
<u>Flujo de efectivo por actividades operativas</u>	238.796	262.928	257.978	269.983	282.331	295.024
<u>Actividades de inversión</u>						
Inversión en propiedad y equipamiento	-120.779	-106.900	-106.900	-106.900	-106.900	-106.900
Inversión en activos intangibles	-1.654	-1.717	-1.717	-1.717	-1.717	-1.717
Inversión en afiliados	-18.000	-22.500	-22.500	-22.500	0	0
<u>Flujo de efectivo por actividades de inversión</u>	-140.433	-131.117	-131.117	-131.117	-108.617	-108.617
<u>Flujo de fondos libres para la firma</u>	98.363	131.810	126.860	138.866	173.713	186.406

Fuente: Elaboración propia en base al 10-K de la compañía y estimaciones propias basadas en la industria y en el análisis financiero y las estimaciones de la compañía.

Aclaración: El valor terminal no se encuentra en el gráfico y corresponde a US\$ 3.188M.

Mediante el valor de la firma, se procede a calcular el valor del *equity* de la misma, obteniendo un precio de la acción bajo este modelo. Para calcular el valor del *equity* vamos a utilizar la siguiente fórmula:

$$\text{Enterprise Value} = \text{Equity} + \text{Deuda} - \text{Caja}$$

Lo cual deriva en la siguiente fórmula:

$$\text{Equity} = \text{Enterprise Value} - \text{Deuda} + \text{Caja}$$

A partir de todos los datos, podemos calcular el valor del *equity* de la firma. El valor de la firma es de US\$ 2.456 MM, el de la deuda de US\$ 119 MM y el de la caja de US\$ 6 MM, por lo que el valor del *equity* es de US\$ 2.343 MM. Dado que la cantidad de acciones en circulación al 20 de febrero de 2018 es de 45.899.710⁶⁴, el valor de la acción de The Cheesecake Factory es de US\$ 51,04 en el escenario base.

Escenario pesimista

En este escenario se asume que las variables críticas para la proyección de los flujos han tenido un mal desempeño, cumpliendo muy pocas de las estimaciones realizadas por la compañía, en un contexto donde la industria no crece. Las variables críticas se comportan de la siguiente manera:

- *Same store sales*: +0,0%
- Apertura de nuevos locales propios: 3.
- Margen EBITDA: se mantiene en 10,86%.

Las *same store sales* se proyectaron a 0,0%, sin crecimiento, durante los próximos 5 años, ya que desde la compañía estiman un rango de la variable de entre 0%-1%, por lo que para realizar el escenario pesimista nos posicionamos en el extremo más bajo, donde no hay crecimiento de la variable.

Las aperturas de nuevos locales se proyectan en 3 por año, por debajo del rango proyectado de la empresa que va de 4 a 6 nuevos restaurantes. Como la apertura de locales se realizan a través de todo el año, en el modelo se asume que todos abren a mitad de año, por lo que cada restaurante nuevo

⁶⁴ The Cheesecake Factory Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K.

contribuye la mitad de uno que estuvo abierto todo el año fiscal previo, a pesar de los altos volúmenes de ventas generados los primeros meses de apertura. Hacia fines del 2022, se verán proyectados 214 restaurantes abiertos.

El margen EBITDA se proyectó plano, continuando con el mismo margen que el último año fiscal de 10,86%. Este supuesto radica en que la compañía no tiene espacio para crecer y que la industria se encuentra en periodo recesivo, por lo que no puede haber una expansión de márgenes.

Con respecto a las actividades de inversión, se proyectaron erogaciones de fondos de US\$ 105 MM en gastos de capital en efectivo, además de los costos de preapertura de locales de US\$ 9,4 MM, y contribuciones a Fox Restaurants Concepts LLC de US\$ 25 MM. Los gastos de capital en efectivo se dividen de la siguiente manera: US\$ 47M en la apertura de los restaurantes propios, US\$ 40 MM en remplazos, mejoras y aumentos de capacidad y US\$ 18 MM en inversiones en infraestructura. Todos estos números están fijados en puntos máximos para las erogaciones y mínimos para los ingresos, con respecto a los rangos estimados por la compañía.

Para finalizar con el escenario pesimista, se proyectó un valor terminal de la compañía en 2023, con un crecimiento del 2,5% a perpetuidad. Se proyectó dicho crecimiento en 2,5%, menor al crecimiento promedio de la economía americana, a partir del supuesto de que la compañía tendrá un crecimiento bajo, acompañado mayoritariamente de la inflación.

A partir de los Flujos de Fondos Libres de la Firma generados a partir de los supuestos realizados, procedemos a descontarlos al WACC a la fecha de 31/12/2017. El valor de la firma obtenido, o *Enterprise Value*, es de US\$ 1.649 MM. En el siguiente gráfico se pueden ver los Flujos de Fondos Libres de la Firma pasados y proyectados, excluyendo el valor terminal

Cuadro N°6: Flujos de Fondos Libres de la Firma en miles de dólares

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Actividades operativas						
Restaurantes abiertos a fin de año	199	202	205	208	2011	2014
Apertura de restaurantes	5	3	3	3	3	3
Ventas promedio por rest. (calculado)	10.472	10.472	10.472	10.472	10.472	10.472
Same Store Sales	-0.80%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Ventas	2.260.502	2.306.445	2.341.997	2.377.631	2.416.350	2.449.155
Costo de ventas	2.014.928	2.055.880	2.087.570	2.199.333	2.151.171	2.183.087
Margen EBITDA	10.86%	10.86%	10.86%	11.55%	10.86%	10.86%
EBITDA	245.574	250.565	254.427	258.299	262.179	266.069
Depreciaciones y amortizaciones	92.729	94.180	95.632	97.087	98.545	100.008
EBIT	152.845	156.385	158.795	161.212	163.633	166.061
Impuesto a las ganancias	-7.5%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%

NOPAT	164.247	135.273	137.358	139.448	141.543	143.643
Depreciaciones y amortizaciones	92.729	94.180	95.632	97.087	98.545	100.008
Variación del capital de trabajo	-18.180	23.609	5.409	5.422	5.434	5.448
<u>Flujo de efectivo por actividades operativas</u>	238.796	253.062	238.399	241.957	245.523	249.098
Actividades de inversión						
Inversión en propiedad y equipamiento	-120.779	-114.400	-114.400	-114.400	-114.400	-114.400
Inversión en activos intangibles	-1.654	-1.717	-1.717	-1.717	-1.717	-1.717
Inversión en afiliados	-18.000	-25.000	-25.000	-25.000	-25.000	-25.000
<u>Flujo de efectivo por actividades de inversión</u>	-140.433	-141.117	-141.117	-141.117	-141.117	-116.117
<u>Flujo de fondos libres para la firma</u>	98.363	111.945	97.282	100.839	104.405	132.981

Fuente: Elaboración propia en base al 10-K de la compañía y estimaciones propias basadas en la industria y en el análisis financiero y las estimaciones de la compañía.

Aclaración: El valor terminal no se encuentra en el gráfico y corresponde a US\$ 2.084 MM.

A partir de todos los datos, podemos calcular el valor del *equity* de la firma. El valor de la firma es de US\$ 1.649 MM, el de la deuda de US\$ 119 MM y el de la caja de US\$ 6 MM, por lo que el valor del *equity* es de US\$ 1.537 MM. Dado que la cantidad de acciones en circulación al 20 de febrero de 2018 es de 45.899.710, el valor de la acción de The Cheesecake Factory es de US\$ 33,48 en el escenario pesimista.

Escenario optimista

En este escenario se asume que las variables críticas para la proyección de los flujos han tenido un buen desempeño, sobre cumpliendo la mayoría de las estimaciones realizadas por la compañía, en un contexto donde la industria se expande. Las variables críticas se comportan de la siguiente manera:

- *Same store sales*: +1,5%
- Apertura de nuevos locales propios: 7.
- Margen EBITDA: tiende linealmente a 13% en 2022.

Las *same store sales* se proyectaron a 1,5% durante los próximos 5 años, sobrepasando las estimaciones de la compañía que varían en el rango 0%-1%. En este escenario se asume que la compañía transita un periodo de crecimiento.

Las aperturas de nuevos locales se proyectan en 7 por año, por encima del rango proyectado de la empresa que va de 4 a 6 nuevos restaurantes. Como la apertura de locales se realizan a través de todo el año, en el modelo se asume que todos abren a mitad de año, por lo que cada restaurante nuevo

contribuye la mitad de uno que estuvo abierto todo el año fiscal previo, a pesar de los altos volúmenes de ventas generados los primeros meses de apertura. Este crecimiento por encima del rango estimado por la compañía se debe al supuesto del éxito en el nuevo concepto de comida informal que se encuentran desarrollando internamente y la relación estratégica con Fox Restaurants Concepts LLC. Hacia fines del 2022, se verán proyectados 224 restaurantes abiertos, por lo que le quedaría mayor crecimiento a la empresa con respecto a este driver, ya que planean tener 300 restaurantes operados por ellos mismos en el largo plazo

El margen EBITDA se proyectó como una tendencia lineal hacia 13% en 2022. La justificación de este número radica en que el promedio de este en los últimos 5 años ha sido de 11,95% y la mediana de los comparables de 13%, por lo que los márgenes se expandirán y se estabilizarán cerca de los niveles de la industria.

Con respecto a las actividades de inversión, se proyectaron erogaciones de fondos de US\$ 90 MM en gastos de capital en efectivo, además de los costos de preapertura de locales de US\$ 9,4 MM, y contribuciones a Fox Restaurants Concepts LLC de US\$ 20 MM. Los gastos de capital en efectivo se dividen de la siguiente manera: US\$ 40 MM en la apertura de los restaurantes propios, US\$ 35 MM en remplazos, mejoras y aumentos de capacidad y US\$ 15 MM en inversiones en infraestructura. Todos estos números están fijados en un punto mínimo para las erogaciones y máximo para los ingresos, con respecto a los rangos estimados por la compañía.

Para finalizar con el escenario optimista, se proyectó un valor terminal de la compañía en 2023, con un crecimiento del 3,2% a perpetuidad. Se proyectó dicho crecimiento en 3,2%, menor al crecimiento promedio de la economía americana, a partir del supuesto de que la compañía tendrá un desempeño mejor al estimado, debido al éxito de las ampliaciones de sus negocios.

A partir de los Flujos de Fondos Libres de la Firma generado a partir de los supuestos realizados, procedemos a descontarlos al WACC a la fecha de 31/12/2017. El valor de la firma obtenido, o *Enterprise Value*, es de US\$ 3.289 MM. En el siguiente gráfico se pueden ver los Flujos de Fondos Libres de la Firma pasados y proyectados, excluyendo el valor terminal

Gráfico N°7: Flujos de Fondos Libres de la Firma en miles de dólares

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Actividades operativas						
Restaurantes abiertos a fin de año	199	206	213	220	227	234
Apertura de restaurantes	5	7	7	7	7	7
Ventas promedio por rest. (calculado)	10.472	10.629	10.789	10.951	11.115	11.282
<i>Same Store Sales</i>	-0.80%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%

Ventas	2.260.502	2.359.200	2.471.143	2.585.920	2.703.589	2.824.211
Costo de ventas	2.014.928	2.092.823	2.181.569	2.271.848	2.363.674	2.457.064
Margen EBITDA	10.86%	11.29%	11.72%	12.15%	12.57%	13.00%
EBITDA	245.574	266.376	289.574	314.072	339.915	367.149
Depreciaciones y amortizaciones	92.729	96.334	100.905	105.592	110.397	115.322
EBIT	152.845	170.042	188.669	208.480	229.518	251.825
Impuesto a las ganancias	-7.5%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%
NOPAT	164.247	147.086	163.198	180.335	198.533	217.829
Depreciaciones y amortizaciones	92.729	96.334	100.905	105.592	110.397	115.322
Variación del capital de trabajo	-18.180	31.635	17.032	17.463	17.903	18.352
<u>Flujo de efectivo por actividades operativas</u>	238.796	275.056	281.135	3003.390	326.833	351.503
Actividades de inversión						
Inversión en propiedad y equipamiento	-120.779	-99.400	-99.400	-99.400	-99.400	-99.400
Inversión en activos intangibles	-1.654	-1.717	-1.717	-1.717	-1.717	-1.717
Inversión en afiliados	-18.000	-20.000	-20.000	-20.000		
<u>Flujo de efectivo por actividades de inversión</u>	-140.433	-121.117	-121.117	-121.117	-101.117	-101.117
<u>Flujo de fondos libres para la firma</u>	98.363	153.938	160.018	182.273	225.715	250.386

Fuente: Elaboración propia en base al 10-K de la compañía y estimaciones propias basadas en la industria y en el análisis financiero y las estimaciones de la compañía.

Aclaración: El valor terminal no se encuentra en el gráfico y corresponde a US\$ 4.442.

A partir de todos los datos, podemos calcular el valor del *equity* de la firma. El valor de la firma es de US\$ 3.354 MM, el de la deuda de US\$ 119 MM y el de la caja de US\$ 6 MM, por lo que el valor del *equity* es de US\$ 3.241 MM. Dado que la cantidad de acciones en circulación al 20 de febrero de 2018 es de 45.899.710, el valor de la acción de The Cheesecake Factory es de US\$ 70,62 en el escenario optimista.

Múltiplos

Una vez finalizada la valuación por el modelo de flujos de fondos descontados, se realizó, de forma complementaria, una valuación relativa para poder ver ambos enfoques en la valuación de The Cheesecake Factory.

En valuaciones relativas, el valor de un activo es comparado con el valor que el mercado asigna a activos similares. Para realizar valuaciones relativas necesitamos:

- Identificar compañías que cotizan en bolsa, realicen actividades de negocios similares, y poseen características similares en términos de retorno/riesgo

- Inferir de los precios de mercado valores estandarizados. El proceso de estandarización es la creación de los múltiplos.
- Comparar los múltiplos del activo analizado con el comparable para juzgar la valuación del activo.

La mayoría de las valuaciones en mercado de capitales utilizan este enfoque. Aproximadamente 85% de los reportes de investigación y más del 50% de las adquisiciones están basados en este enfoque. Generalmente se utiliza el modelo de “Flujos de fondos descontados” para valuaciones en finanzas comparativas. Muchas veces se utiliza para verificar y justificar y valores obtenidos a través de múltiplos. El valor terminal de un activo puede estimarse utilizando múltiplos.

Las ventajas de utilizar dicho enfoque son las siguientes:

- Relejan la percepción del mercado en un momento determinado.
- Requieren menor información y son más fáciles de obtener e identificar. Hay un gran número de activos comparables y los precios están reflejados en el mercado.
- Proveen credibilidad ya que reflejan niveles de precios donde se han realizado transacciones entre compradores y vendedores.

Por su parte, las desventajas son las siguientes:

- Acciones de compañías que parecen subvaluadas en términos relativos pueden estar sobrevaluadas en términos absolutos.
- Aunque requiere menor información, también se está asumiendo una determinación sobre variables fundamentales que puede ser equivocada.
- A pesar de que la información es de fácil obtención la distinta utilización de las normas contables requiere realizar ajustes de las variables.

Las valuaciones relativas funcionan mejor cuando:

- Existe una gran cantidad de activos comparables.
- Estos activos tienen un precio de mercado confiable.
- Existen variables comunes que pueden ser utilizadas para la estandarización de precios.

Del total de empresas que se desempeñan en el segmento, se van a utilizar las anteriormente mencionadas en el apartado “Análisis de la Industria”, excluyendo a Dine Brands Global, Inc., debido a que es un negocio completamente distinto, a pesar de que sea un fuerte competidor.

Para realizar la valuación relativa se utilizó el múltiplo de EV/EBITDA, utilizando el EBITDA futuro, ya que permite comparar empresas con distinta estructura de capital. Se utiliza el EBITDA ya que puede servir como medida de generación de caja, dado que en el EBIT las depreciaciones se pueden ver distorsionadas por decisiones históricas.

Las variables fundamentales para comparar el negocio de The Cheesecake Factory con las demás compañías van a ser: tasa anual compuesta de crecimiento de las ventas a 5 años, margen EBITDA, *same store sales* de la principal unidad de negocios en el último año, el porcentaje de locales propios, la estructura de capital y el ROE.

Cuadro N°8: Múltiplos de compañías comparables

COMPAÑÍA	EV / EBITDA	CAGR VENTAS 5 AÑOS	MARGEN EBITDA	SSS	% LOCALES PROPIOS	D/EV	ROE
DARDEN RESTAURANTS, INC.*	11,55	4,9%	13,25%	2,60%	95,6%	7,83%	22,80%
BLOOMIN' BRANDS, INC.	8,30	0,5%	8,03%	1,80%	72,2%	35,76%	202,63%
BRINKER INTERNATIONAL, INC.*	7,22	2,5%	13,09%	-2,30%	59,9%	41,68%	-30,55%
TEXAS ROADHOUSE, INC.	13,63	11,8%	12,60%	4,50%	84,2%	1,33%	15,45%
PROMEDIO	10,18	4,9%	11,75%	1,65%	78,0%	21,65%	-
THE CHEESECAKE FACTORY INCORPORATED	8-12x	4,7%	10,86%	-0,8%	91,5%	4,98%	25,65%

Fuente: Elaboración propia en base a estimaciones hechas a partir de los 10-K de los años fiscales 2013-2017 de las compañías analizadas y Yahoo Finance.

Aclaración: El *same store sales* corresponde a los restaurantes de la primera unidad de negocio de cada compañía, desarrollado anteriormente. Los ROE distorsionados como el de Bloomin' Brands, Inc. y Brinker International, Inc. fueron explicados en el apartado de "Análisis de la Industria, en el inciso "Competencia". El signo "*" hace referencia a que dichas compañías presentaron estados contables a mitad de los respectivos años.

Dada las características de la compañía, se estableció un rango para el múltiplo de 8-12x, determinado por similitudes de negocio con sus competidores de acuerdo con las variables implementadas.

Con estos datos, se procede a hacer un análisis de sensibilidad frente a diversos escenarios del múltiplo en el rango 8-12x y del EBITDA en el rango US\$ 250 MM- US\$ 268 MM, correspondiente aproximadamente a los escenarios pesimista y optimista respectivamente, para poder determinar el precio de una acción de la compañía. Al multiplicar el EBITDA por el múltiplo, obtenemos el valor de la firma, por lo que a partir de este dato procedemos a realizar lo mismo que en la valuación por “Flujos de Fondos Descontados”. Al valor de la firma le restamos la deuda, le sumamos la caja y al valor que nos quede, que sería el *equity*, lo dividimos por las acciones en circulación de la firma a modo de obtener el precio de una acción de The Cheesecake Factory, Inc.

Cuadro N°9: Valuación de la Firma en millones de dólares

		EV/EBITDA				
		8	9	10	11	12
EBITDA	250	2.000	2.250	2.500	2.750	3.000
	253	2.024	2.277	2.530	2.783	3.036
	256	2.048	2.304	2.560	2.816	3.072
	259	2.072	2.331	2.590	2.849	3.108
	262	2.096	2.358	2.620	2.882	3.144
	265	2.120	2.385	2.650	2.915	3.180
	268	2.144	2.412	2.680	2.948	3.216

Fuente: Elaboración propia en base a estimaciones hechas a partir de los 10-K de los años fiscales 2013-2017 de las compañías analizadas y Yahoo Finance.

Cuadro N°10: Valuación de la acción en US\$

EV/EBITDA						
		8	9	10	11	12
EBITDA	250	41,14	46,57	52,01	57,46	62,91
	253	41,64	47,15	52,67	58,18	63,69
	256	42,17	47,74	53,32	58,90	64,47
	259	42,69	48,33	53,97	59,62	65,26
	262	43,21	48,92	54,63	60,34	66,04
	265	43,73	49,51	55,28	61,05	66,83
	268	44,26	50,10	55,93	61,77	67,61

Fuente: Elaboración propia en base a estimaciones hechas a partir de los 10-K de los años fiscales 2013-2017 de las compañías analizadas y Yahoo Finance.

Aclaración: El EBITDA se encuentra en millones de dólares mientras que el precio de la acción en unidades de US\$.

De acuerdo con la valuación relativa por múltiplos, obtenemos un valor de la firma que se ubica en el rango US\$ 2.000 MM – US\$ 3.216 MM, mientras que el precio de la acción se ubica en el rango US\$ 41,14 – US\$ 67,61.

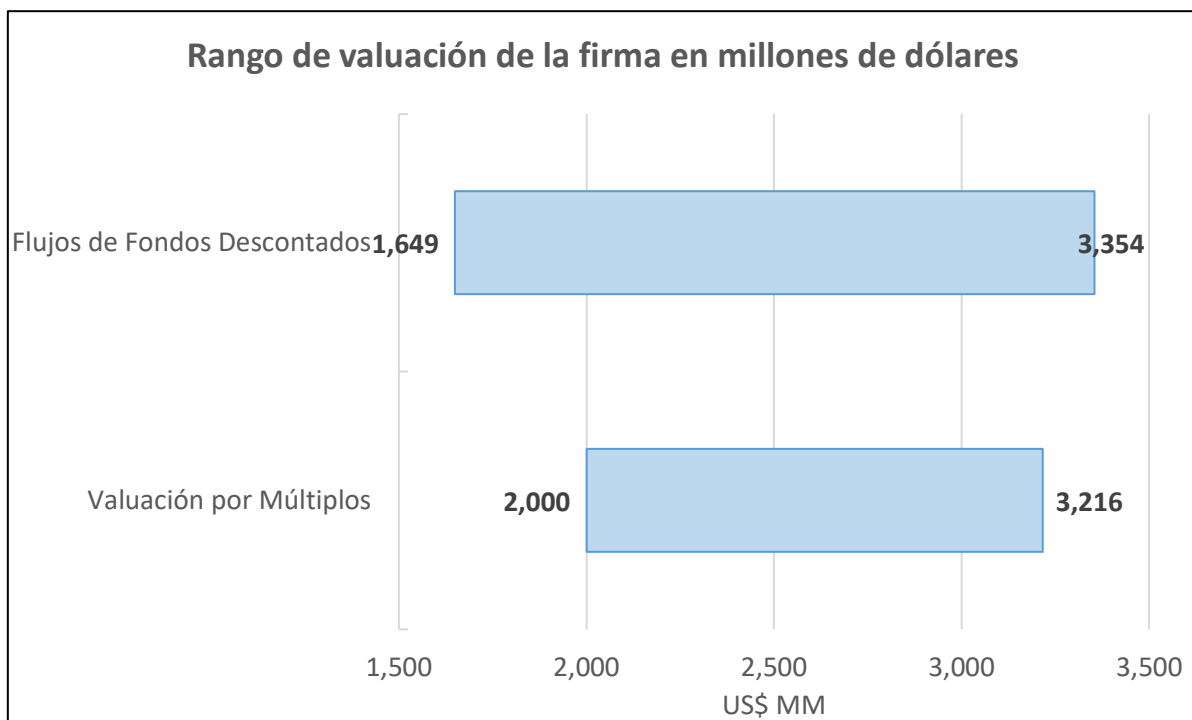
Conclusión

Para dar por terminado el proceso de valuación de la compañía, podemos concluir en que el rango de precios de la firma y la acción depende de la metodología y los supuestos que se realicen.

En la valuación por “Flujos de fondos descontados”, concluimos que el valor de la compañía se ubica en el rango US\$ 1.649 MM – US\$ 3.354 MM, con un valor en el escenario base de US\$ 2.456 MM. Con respecto al valor de la acción, se obtuvo un rango de US\$ 33,48 – US\$ 70,62, con un valor en el escenario base de US\$ 51,04.

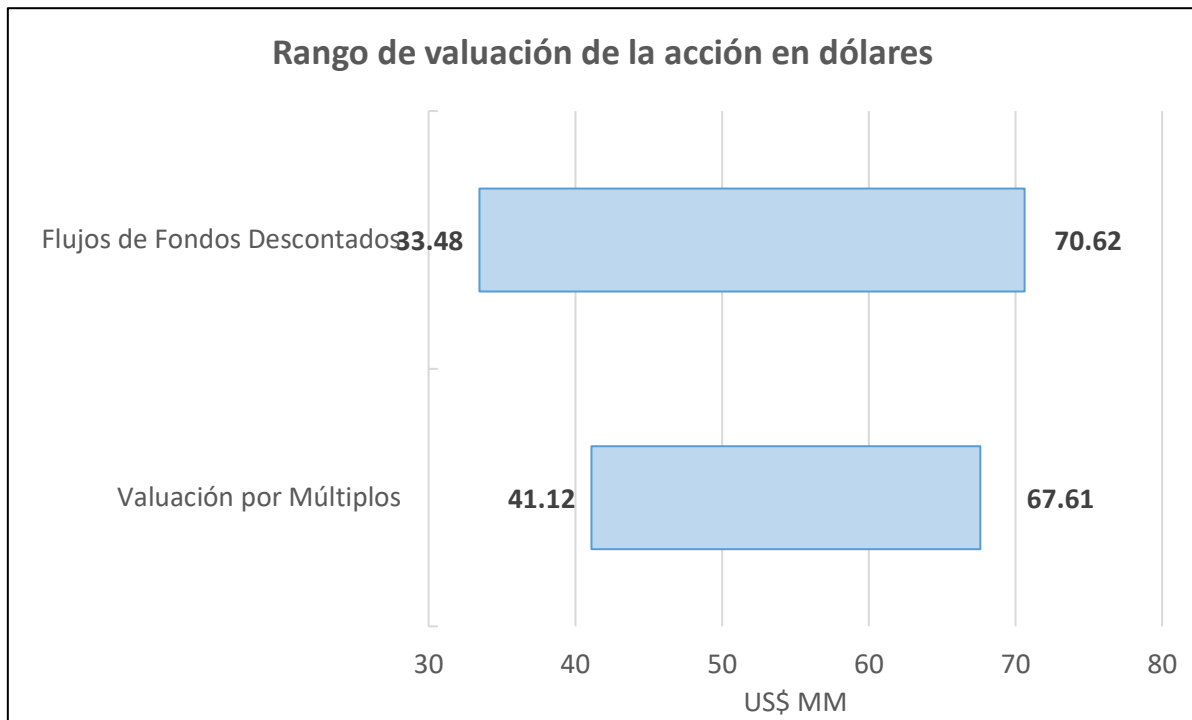
En la “Valuación por Múltiplos”, concluimos que el valor de la compañía se ubica en el rango US\$ 2.000 MM – US\$ 3.216 MM, mientras que el valor de la acción en un rango de US\$ 41,14 – US\$ 67,61.

Gráfico N°30: Rango de valuación de la firma en millones de dólares



Fuente: Elaboración propia en base a las valuaciones realizadas anteriormente.

Gráfico N°31: Rango de valuación de la acción en dólares



Fuente: Elaboración propia en base a las valuaciones realizadas anteriormente.



Anexos: Cuadros y Tablas

Anexo I: Datos Financieros Seleccionados⁶⁵

En miles, excepto datos por acción

	2017	2016	2015	2014	2013
Estado de Resultados:					
Ingresos	\$ 2.260.502	\$ 2.275.719	\$ 2.100.609	\$ 1.976.624	\$ 1.877.910
Costos y gastos:					
Costo de ventas	519.388	526.628	504.031	490.306	455.685
Gastos de trabajo	777.595	759.998	684.818	646.102	603.069
Otros costos y gastos operativos	552.791	540.365	500.640	478.504	452.571
Gastos generales y administrativos	141.533	146.042	137.402	119.094	114.728
Depreciaciones y amortizaciones	92.729	88.010	85.563	82.835	78.558
Deterioro de activos y terminaciones de arrendamiento	10.343	114	6.011	696	(561)
Costos de preapertura	13.278	13.569	16.898	14.356	12.906
Costos y gastos totales	2.107.657	2.074.726	1.935.363	1.831.893	1.716.956
EBIT	152.845	200.993	165.246	144.731	160.954
Intereses y otros gastos, neto	(6.379)	(9.225)	(5.894)	(6.187)	(4.504)
EBT	146.466	191.768	159.352	138.544	156.450
Impuesto a las ganancias	(10.926)	52.274	42.829	37.268	42.094
Resultado neto	\$ 157.392	\$ 139.494	\$ 116.523	\$ 101.276	\$ 114.356
Resultado neto por acción					
Básico	\$ 3,35	\$ 2,91	\$ 2,39	\$ 2,04	\$ 2,19
Diluido	\$ 3,27	\$ 2,83	\$ 2,30	\$ 1,96	\$ 2,10
Promedio ponderado de acciones en circulación:					
Básico	46.930	47.981	48.833	49.567	52.229
Diluido	48.152	49.372	50.605	51.584	54.377
Dividendos en efectivo por acción ordinaria					
	\$ 1,06	\$ 0,88	\$ 0,73	\$ 0,61	\$ 0,52

⁶⁵ The Cheesecake Factory Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K – Part II – Item 6. Selected Financial Data.

**Estado de situación
 patrimonial:**

Caja y caja equivalentes	\$ 6.008	\$ 53.839	\$ 43.854	\$ 58.018	\$ 61.751
Total activos	1.333.060	1.293.319	1.233.346	1.161.376	1.108.106
Deuda a largo plazo y arrendamiento	113.527	104.868	91.343	80.195	68.701
<i>Equity</i>	613.530	603.207	588.539	556.510	577.353

Datos del restaurante

The Cheesecake Factory <i>same store sales</i>	(0,8)%	1,2%	2,6%	1,5%	1,1%
Restaurantes abiertos de The Cheesecake Factory al final del año	199	194	187	177	168



Anexo II: Estado de Situación Patrimonial Consolidad⁶⁶

THE CHEESECAKE FACTORY INCORPORATED
ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL CONSOLIDADO
 (En miles, excepto datos por acción)

	02/01/2018	03/01/2017
ACTIVOS		
Activos corrientes:		
Caja y caja equivalentes	\$ 6.008	\$ 53.839
Créditos por ventas	19.865	15.632
Crédito fiscal	15.016	—
Otros créditos	67.518	64.592
Inventarios	42.560	34.926
Gastos anticipados	57.666	52.438
Total activos corrientes	208.633	221.427
Propiedad y equipamiento, neto	935.045	910.134
Otros activos		
Activos intangibles, neto	24.065	23.054
Renta prepagada	39.399	42.162
Otros	125.918	96.542
Total otros activos	189.382	161.758
Total activos	\$ 1.333.060	\$ 1.293.319
DEUDAS Y PATRIMONIO NETO		
Deudas corrientes:		
Créditos por ventas	\$ 50.984	\$ 41.564
Impuestos a pagar	—	2.299
Tarjetas de regalo	163.951	153.629
Otros gastos devengados	183.016	179.034
Total deudas corrientes	397.951	376.526
Impuestos a las ganancias diferidos	57.216	82.401
Renta diferida	74.761	71.575
Financiamiento de propiedades	108.627	100.576
Deuda a largo plazo	10.000	—
Otras deudas no corrientes	70.975	59.034
Compromisos y contingencias		
Patrimonio neto		
Acciones preferidas por US\$0,01 de valor, 5.000.000 de acciones autorizadas; no emitidas	—	—

⁶⁶ The Cheesecake Factory Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K – Consolidated Balance Sheets.

Acciones ordinarias, valor nominal de \$ 0,01, 250.000.000 de acciones autorizadas; 95.412.030 y 94.672.037 acciones emitidas el 2 de enero de 2018 y el 3 de enero de 2017, respectivamente	954	947
Pago adicional en capital	799.862	774.137
Ganancias retenidas	1.345.666	1.238.012
Acciones del Tesoro, 49.534.212 y 46.979.659 acciones al costo al 2 de enero de 2018 y al 3 de enero de 2017, respectivamente	(1.532.864)	(1.409.889)
Otras pérdidas acumuladas	(88)	—
Total patrimonio neto	613.530	603.207
Total deudas y patrimonio neto	\$ 1.333.060	\$ 1.293.319



Anexo III: Estado de Resultados Consolidado⁶⁷

THE CHEESECAKE FACTORY INCORPORATED
CONSOLIDATED STATEMENTS OF INCOME
(In thousands, except per share data)

	2017	2016	2015
Ingresos	\$ 2.260.502	\$ 2.275.719	\$ 2.100.609
Costos y gastos:			
Costo de ventas	519.388	526.628	504.031
Gastos de trabajo	777.595	759.998	684.818
Otros costos y gastos operativos	552.791	540.365	500.640
Gastos generales y administrativos	141.533	146.042	137.402
Depreciaciones y amortizaciones	92.729	88.010	85.563
Deterioro de activos y terminaciones de arrendamiento	10.343	114	6.011
Costos de preapertura	13.278	13.569	16.898
Costos y gastos totales	2.107.657	2.074.726	1.935.363
EBIT	152.845	200.993	165.246
Intereses y otros gastos, neto	(6.379)	(9.225)	(5.894)
EBT	146.466	191.768	159.352
Impuesto a las ganancias	(10.926)	52.274	42.829
Resultado neto	\$ 157.392	\$ 139.494	\$ 116.523
Resultado neto por acción			
Básico	\$ 3,35	\$ 2,91	\$ 2,39
Diluido	\$ 3,27	\$ 2,83	\$ 2,30
Promedio ponderado de acciones en circulación			
Básico	46.930	47.981	48.833
Diluido	48.152	49.372	50.605
Dividendos en efectivo por acción ordinarias	\$ 1,06	\$ 0,88	\$ 0,73

⁶⁷ The Cheesecake Factory Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K – Consolidated Statements of Income.

Anexo IV: Estado de Flujo de Efectivo Consolidado⁶⁸

	2017	2016	2015
Flujos de efectivo por actividades operativas:			
Resultado neto	\$ 157.392	\$ 139.494	\$ 116.523
Ajustes para conciliar los ingresos netos con el efectivo proporcionado por las actividades operativas:			
Depreciaciones y amortizaciones	92.729	88.010	85.563
Impuestos a las ganancias diferidos	(25.180)	(1.005)	1.184
Deterioro de activos y terminaciones de arrendamiento	10.586	114	6.011
Compensación basada en acciones	16.457	21.473	20.053
Impacto fiscal de las opciones sobre acciones ejercidas, neto de cancelaciones	—	13.722	12.501
Otro	—	3.592	2.615
Cambios en activos y deudas:			
Crédito por ventas	(4.233)	(1.473)	1.011
Otros créditos	(2.955)	8.066	(10.331)
Inventarios	(7.634)	(916)	(755)
Gastos anticipados	(5.227)	(10.462)	(3.743)
Otros activos	(9.034)	(2.818)	(5.799)
Cuentas por pagar	3.771	752	(12.931)
Impuesto a las ganancias	(17.315)	21.837	(1.356)
Otros gastos devengados	29.439	35.995	37.186
Efectivo generado por actividades operativas	238.796	316.381	247.732
Flujos de efectivo por actividades de inversión:			
Inversión en propiedad y equipamiento	(120.779)	(115.821)	(153.941)
Inversión en activos intangibles	(1.654)	(1.640)	(1.760)
Inversión en afiliados	(18.000)	(42.000)	—
Efectivo usado en actividades de inversión	(140.433)	(159.461)	(155.701)
Flujos de efectivo de actividades de financiamiento:			
Ingresos de financiación de propietarios	12.128	17.246	14.266
Egresos de financiación de propietarios	(4.391)	(3.721)	(3.118)
Prestamos en líneas de crédito	85.000	35.000	60.000
Reembolsos en líneas de crédito	(75.000)	(35.000)	(60.000)
Ingresos por ejercicio de opciones	9.036	28.378	27.997
Dividendos pagados en efectivo	(49.889)	(42.371)	(35.969)
Recompra de acciones	(122.975)	(146.467)	(109.371)
Efectivo usado en actividades de financiación	(146.091)	(146.935)	(106.195)
Ajustes de conversión de moneda extranjera	(103)	—	—
Cambios netos en la caja y caja equivalentes	(47.831)	9.985	(14.164)
Caja y caja equivalentes al inicio del periodo	53.839	43.854	58.018

⁶⁸ The Cheesecake Factory Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K – Consolidated Statements of Cash Flows.

Caja y caja equivalentes al final del periodo	\$ 6.008	\$ 53.839	\$ 43.854
Divulgaciones suplementarias:			
Intereses pagados	\$ 7.128	\$ 6.038	\$ 6.057
Impuesto a las ganancias pagados	\$ 31.582	\$ 17.932	\$ 30.410
Construcción por pagar	\$ 12.145	\$ 6.541	\$ 13.500



Anexo V: Información de Segmentos⁶⁹

En miles de dólares

	2017	2016	2015
Ingresos:			
Restaurantes The Cheesecake Factory	\$ 2.057.816	\$ 2.078.083	\$ 1.913.758
Otros	202.686	197.636	186.851
Total	\$ 2.260.502	\$ 2.275.719	\$ 2.100.609
EBIT:			
Restaurantes The Cheesecake Factory	\$ 263.581	\$ 308.058	\$ 275.686
Otros	17.547	27.623	18.047
Corporativo	(128.283)	(134.688)	(128.487)
Total	\$ 152.845	\$ 200.993	\$ 165.246
Depreciaciones y amortizaciones:			
Restaurantes The Cheesecake Factory	\$ 76.186	\$ 74.861	\$ 71.821
Otros	11.717	8.469	9.690
Corporativo	4.826	4.680	4.052
Total	\$ 92.729	\$ 88.010	\$ 85.563
Erogaciones de capital:			
Restaurantes The Cheesecake Factory	\$ 101.142	\$ 99.817	\$ 122.358
Otros	16.885	13.783	13.644
Corporativo	2.752	2.221	17.939
Total	\$ 120.779	\$ 115.821	\$ 153.941
Total activos:			
Restaurantes The Cheesecake Factory	\$ 937.512	\$ 950.372	\$ 934.606
Otros	167.096	157.842	152.243
Corporativo	228.452	185.105	146.497
Total	\$ 1.333.060	\$ 1.293.319	\$ 1.233.346

⁶⁹ The Cheesecake Factory Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K – Notes to Consolidated Financial Statements (Note 16: Segment Information).

Anexo VI: Resultado de Operaciones⁷⁰

En porcentaje

	2017	2016	2015
Ingresos	100,0	100,0	100,0
Costos y gastos:			
Costo de ventas	23,0	23,2	24,0
Gastos de trabajo	34,4	33,4	32,6
Otros costos y gastos operativos	24,4	23,7	23,8
Gastos generales y administrativos	6,2	6,4	6,5
Depreciaciones y amortizaciones	4,1	3,9	4,1
Deterioro de activos y terminaciones de arrendamiento	0,5	—	0,3
Costos de preapertura	0,6	0,6	0,8
Costos y gastos totales	93,2	91,2	92,1
EBIT	6,8	8,8	7,9
Intereses y otros gastos, neto	(0,3)	(0,4)	(0,3)
EBT	6,5	8,4	7,6
Impuesto a las ganancias	(0,5)	2,3	2,1
Resultado neto	7,0	6,1	5,5

⁷⁰ The Cheesecake Factory Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K – Part II – Item 7. Management discussion and analysis of financial condition and results of operations (Results of Operations).

Anexo VII: Restaurantes Propios⁷¹

Ubicación	The Cheesecake Factory	Grand Lux Cafe	RockSugar Southeast Asian Kitchen	Total
Alabama	1			1
Arizona	6			6
California	38		1	39
Colorado	4			4
Connecticut	4			4
Delaware	1			1
District of Columbia	1			1
Florida	16	3		19
Georgia	5			5
Hawaii	2			2
Idaho	1			1
Illinois	6	1	1	8
Indiana	2			2
Iowa	1			1
Kansas	1			1
Kentucky	2			2
Louisiana	1			1
Maryland	6			6
Massachusetts	7			7
Michigan	1			1
Minnesota	2			2
Missouri	3			3
Nebraska	1			1
Nevada	5	2		7
New Jersey	10	2		12
New Mexico	1			1
New York	12	1		13
North Carolina	4			4
Oklahoma	2			2
Ohio	7			7
Oregon	2			2
Pennsylvania	5	1		6
Puerto Rico	1			1
Rhode Island	1			1
South Carolina	1			1
Tennessee	4			4
Texas	15	3		18
Utah	2			2
Virginia	7			7
Washington	4			4
Wisconsin	3			3

⁷¹ The Cheesecake Factory Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K – Part I – Item 2. Properties.

Ontario, Canada	1			1
Total	199	13	2	214



Anexo VIII: Ubicación de Licenciarios⁷²

Ubicación de licenciario	Ubicación del restaurante	# de Restaurantes
Kuwait (1)	Bahrén	1
	Arabia Saudita	1
	Kuwait	3
	Líbano	1
	Catar	3
	Emiratos Árabes Unidos	5
México (2)	México	3
Hong Kong (3)	China popular	2
	Hong Kong	1
Total		<u>20</u>

(1) El licenciario, o sus afiliados, también tienen el derecho a desarrollar los restaurantes en Egipto, con la oportunidad de expandir el acuerdo para incluir Argelia, Hungría, Iraq, Libia, Marruecos, Polonia, Rusia, Eslovaquia, República Checa, Túnez, Turquía y Ucrania.

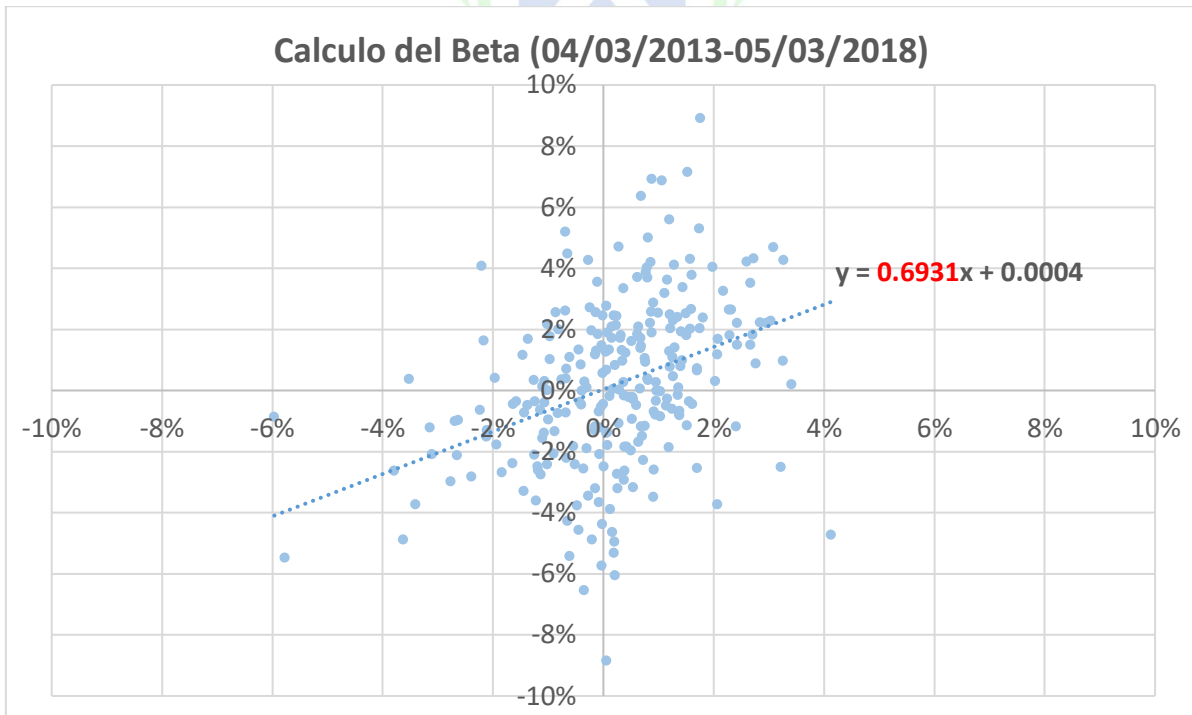
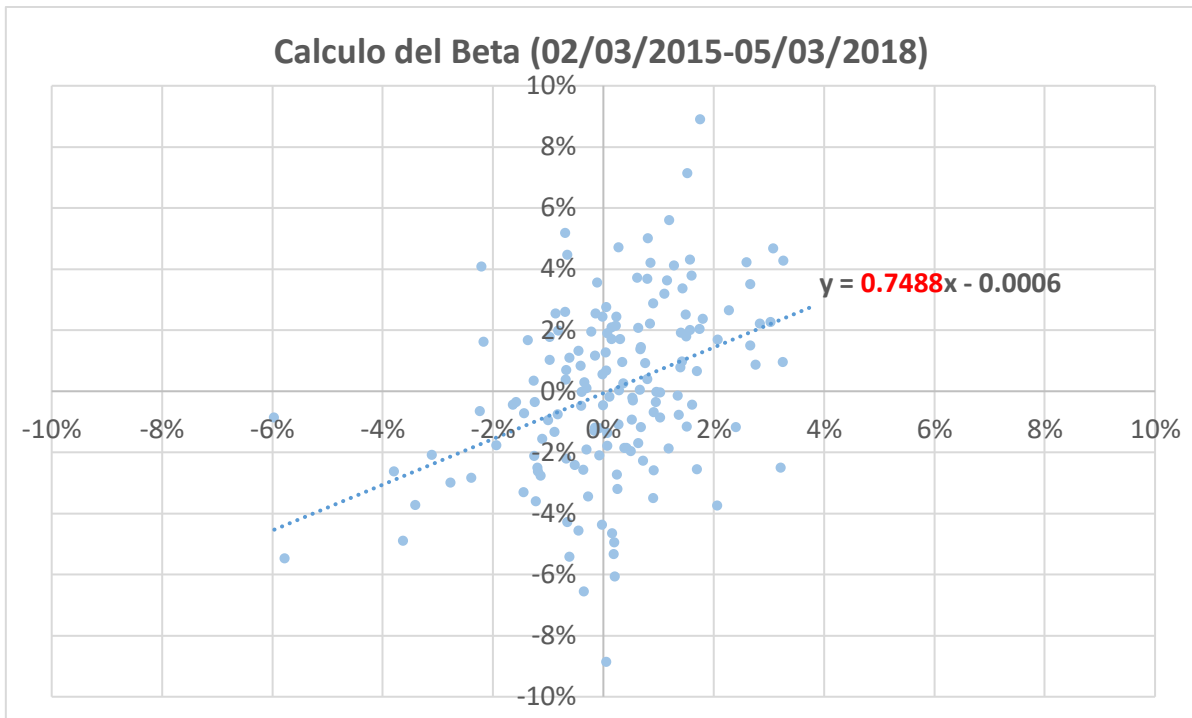
(2) El licenciario, o sus afiliados, también tienen el derecho a desarrollar los restaurantes en Chile, con la oportunidad de expandir el acuerdo para incluir Argentina, Brasil, Colombia y Perú.

(3) El licenciario, o sus afiliados, también tienen el derecho a desarrollar los restaurantes en Macao y Taiwán, con la oportunidad de expandir el acuerdo para incluir Japón, Corea del Sur, Malasia, Singapur y Tailandia.

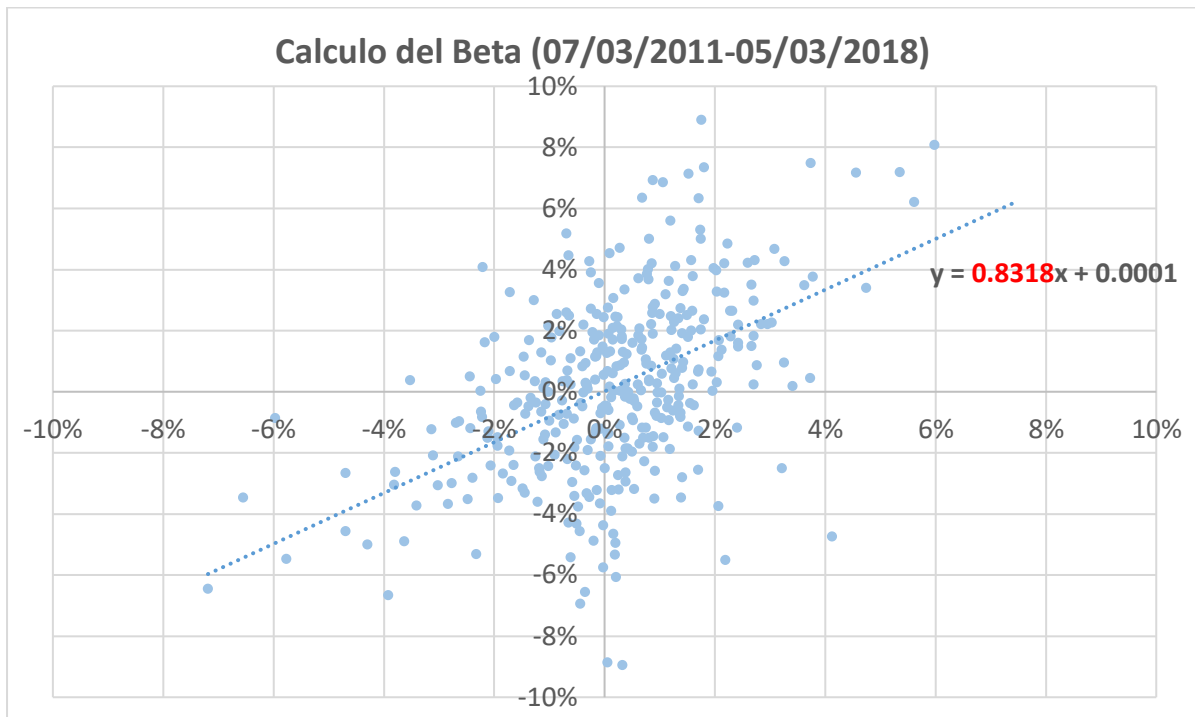


⁷² The Cheesecake Factory Fiscal 2017 Annual Report – Form 10K – Part I – Item 1. Business (The Cheesecake Factory concept, *Expansion of Licensed Locations*).

Anexo IX: Regresiones alternativas (cálculo de beta)⁷³



⁷³ La información de los cierres de precios ajustados semanales se obtuvo de Yahoo Finance, correspondiente a las fechas mencionadas.



Referencias Bibliográficas

Bibliografía:

- Copeland, T., Weston, F. & Shastri, K. (2003). *Financial Theory and Corporate Policy* (4ª. ed.). Pearson.
- Damodaran, Aswath. (2002). *Investment Valuation* (2ª. ed.). John Wiley & Sons, Inc.
- Greenwald, Bruce. (2005). *Competition Demystified*. Columbia Business School.
- Hooke, Jeffrey. (2010). *Security Analysis and Business Valuation on Wall Street* (2ª. ed.). Wiley Finance.
- Rosenbaum, Joshua & Pearl, Joshua. (2013). *Investment Banking* (2ª. ed.). Wiley Finance.

Documentos, informes y archivos

- Burns William. (2004). Introduction to Financial Ratios and Financial Statement Analysis, Harvard Business School.
- Credit Suisse. (2014). Calculating Return on Invested Capital, *How to Determine ROIC and Address Common Issues*.

Sitios web y plataformas:

- Plataforma de Bloomberg
- Plataforma de Thompson Reuters Eikon
- Sitio Oficial de Bloomin' Brands, Inc.: <https://www.bloominbrands.com/>
- Sitio Oficial de Brinker International, Inc.: <https://www.brinker.com/>
- Sitio Oficial de Darden Restaurants, Inc.: <https://www.darden.com/>
- Sitio Oficial de Dine Brands Global, Inc.: <https://www.dinebrands.com/>
- Sitio Oficial de la Asociación Nacional de Restaurantes de Estados Unidos: <http://www.restaurant.org/>
- Sitio Oficial de Noticias de los Restaurantes de la Nación: <http://www.nrn.com/>
- Sitio Oficial de Texas Roadhouse, Inc.: <https://www.texasroadhouse.com/>
- Sitio Oficial de The Cheesecake Factory, Inc.: <http://www.thecheesecakefactory.com/>
- Sitio Oficial de The Harris Poll: <https://theharrispoll.com/>
- Sitio Oficial de Yahoo Finance: <https://finance.yahoo.com/>
- Sitio Oficial del Portal de Estadísticas: <https://www.statista.com/>