



**VALORACIÓN DE DOMINOS PIZZA INC.
MEDIANTE:
EL METODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO**

**VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS**

Alumno: Cristyan Enriquez Gomez Tagle

Profesor Guía: Marcelo González A.

Panamá, marzo de 2018

Dedico esta obra a:

Dios

Quien me ha dado la bendición de existir en esta gran aventura llamada vida.

Michael Berkman

Por su confianza y motivación para desarrollarme en el mundo de las finanzas.

Mis Padres y Hermanos

Por el amor incondicional que siempre me han dado. Esta obra, como otras más, es para ellos con todo mi amor, respeto y orgullo.

Mi amada Andrea

Por ser mi compañera en esta aventura, por aguantar ayunos y desvelos junto a mí y por el amor que me da.

Cristyan Enríquez Gomez Tagle

Agradecimientos

Gracias a Dios por permitirme desarrollar mis conocimientos con este Magister que, con mucho trabajo, sacrificio y esfuerzo he terminado.

A mis compañeros Esperanza y Giancarlo por compartir conmigo parte de sus vidas durante estos 18 meses.

En especial a mi jefe Michael Berkman por ayudarme a ser un mejor profesional, por el patrocinio de este Magister y por confiar en mí. Gracias "Patrón". ¡Misión Cumplida!

Cristyan Enríquez Gomez Tagle

Tabla de Contenido

1. Resumen Ejecutivo	6
2. Descripción de la Empresa e Industria	7
2.1. Segmentos de Negocios	8
Cuadro 1: Principales mercados internacionales.....	9
3. Fortalezas de la empresa.....	9
3.1. Marca	9
3.2. Modelo de Negocio Sólido.....	10
3.3. Innovación Tecnológica.....	11
3.4 Accionistas	12
Cuadro 2: Principales accionistas	12
Cuadro 3: Ejecutivos Claves	12
4. Descripción de la Industria.....	12
4.1 Competidores.....	13
5. Metodología.....	15
5.1. Principales Métodos de Valoración	15
5.2. Modelo de descuento de dividendos.....	16
5.3. Método de Flujos de Caja Descontados.....	17
10. Análisis Operacional del Negocio e Industria	19
11.1 Cálculo de tasa de crecimiento de las ventas de la empresa.....	19
Cuadro 14: Ventas por canal.....	19
Cuadro 15: Ingresos semestrales.....	20
Cuadro 16: Ingresos Anuales.....	20
Cuadro 17: Crecimiento de ingresos anuales.....	21
11.2 Análisis de crecimiento de la industria.....	21
Gráfico 1: Ingresos de la industria.....	21
Cuadro 18: Segmentación de la industria	22
11.3 Perspectivas de crecimiento de la industria al 2021.....	22
Gráfico 2: Perspectivas de crecimiento	23

11.4	Análisis de costo de operación.....	24
11.5	Análisis de cuentas no operacionales.....	25
11.6	Análisis de activos.....	26
12.	Proyección de Flujos de Caja Libre.....	27
	Proyección de Costos de Operación.....	28
12.1	Proyección de Cuentas no Operacionales.....	29
12.2	Calculo de Ganancia antes de impuestos.....	30
12.3	Calculo de Pago de impuestos	31
12.4	Calculo de Ganancia después de impuestos	31
	Cuadro 29: Proyección de Ganancia del periodo	31
13.	Proyección de flujo de Caja Bruto	32
13.1	Estimación de Inversiones de Reposición.....	34
13.2	Estimación de Nuevas Inversiones	34
13.3	Estimación de Capital de Trabajo.....	34
13.4	Estimación de exceso o déficit de CTON.....	35
13.5	Identificación de activos prescindibles.....	35
13.6	Deuda Financiera	36
14.	Valoración Económica de la empresa FCD	36
	Cuadro 38: Flujo de caja libre + valor terminal.....	37
14.1	Valor por acción.....	38
15.	Conclusiones.....	39
16.	Bibliografía y Referencia	39
17.	Anexos	40

1. Resumen Ejecutivo

La industria de las pizzas es la segunda más importante dentro de la industria de la comida en los Estados Unidos con \$281.9 billones de dólares y esta fundamentalmente compuesta por restaurantes de Delivery, mostrador y para llevar. Actualmente, Domino's Pizza es el líder del mercado en el segmento de Delivery y junto con sus dos competidores más importantes, representan el 56% de participación en el mercado.

Domino's Pizza es la segunda cadena de restaurantes de pizzas más grande del mundo con 14,217 restaurantes en más de 85 países alrededor del mundo. Actualmente Domino's vende más de 2 millones de pizzas por día en todo el mundo en el cual ha tenido exitosamente más de 95 trimestres consecutivos de crecimiento en ventas en tiendas iguales.

Domino's Pizza Inc. Comenzó a cotizar en la bolsa de Valores de Nueva York, (NYSE) por sus siglas en inglés, en el año de 2004.

Del modo en que se mire, Domino's Pizza está entregando resultados fuera de serie. La mezcla de eficiencia, compromiso con sus clientes y un liderazgo único, han resultado ser los factores que han disparado el precio por acción creciendo más del 60% en el periodo del 2013 al 2017.

Es por esto, que el presente estudio tiene como objetivo entregar una estimación del valor por acción de Domino's Pizza Inc. utilizando los métodos de Flujo de Caja Descontado y Valoración por Múltiplos. La información que se utiliza son los informes anuales de EEFF del 2013, 2014, 2015, 2017 y el Q1 y Q2 del 2017 hasta el 30 de Junio del 2017.

Dando como resultado un valor estimado del precio de la acción mediante el método de flujo de caja descontado por \$208 dólares por acción, siendo muy cercano al precio de la acción a mercado que cerró en \$210 dólares en Junio de 2017. En tanto en el caso de múltiplos se determinó un rango de precio que se sitúa entre \$123 a \$194 dólares considerando los múltiplos de la industria

2. Descripción de la Empresa e Industria

Dominós Pizza es la segunda cadena estadounidense de restaurantes de pizzas más grande del mundo, con más de 14,217 restaurantes en más de 85 mercados a nivel mundial.

Desde 1960, fue fundada por los hermanos Thomas y James Monaghan donde solicitaron prestados \$900 dólares para comprar una pequeña tienda de Pizza en Ypsilanti, Michigan. Thomas compró la participación de su hermano en el negocio poco después. La marca creció rápidamente en la década de 1980 en los mercados urbanos y a nivel internacional teniendo presencia en América Latina, Canadá y Australia.

Thomas Monaghan vendió el 93% de su participación económica en la Compañía en 1998 a Bain Capital, LLC, luego vendió y transfirió su participación restante en la Compañía en 2004 cuando la empresa comenzó a cotizar en la Bolsa de Nueva York con un ticket de identificación DPZ , donde actualmente posee una calificación por Egan Jones Rating Company de BBB-.

El modelo de negocio de la empresa es hacer pizzas artesanales y servir comida de calidad a un precio competitivo, un servicio eficiente, realizado por innovaciones tecnológicas. Domino's genera ingresos y ganancias al cobrar regalías a sus franquiciatarios. Las regalías son porcentajes de la venta bruta. La compañía también genera ingresos y ganancias mediante la venta de alimentos, equipos y suministros a franquiciados principalmente en los Estados Unidos y Canadá. Los franquiciados obtienen ganancias vendiendo pizza y otros artículos complementarios a sus clientes locales. Dentro de los mercados internacionales otorga derechos geográficos a la marca Domino's Pizza® para asignar a los franquiciatarios. Estos franquiciatarios principales están a cargo de desarrollar su área geográfica, y pueden beneficiarse de sub-franquicias y vender ingredientes y equipos a los sub-franquiciatarios, así como de las ventas de pizza de estas sub-franquicias.

2.1. Segmentos de Negocios

Domino's Pizza opera en tres segmentos de negocios: Tiendas Nacionales, Franquicias Internacionales y Cadena de Suministros

- Tiendas Nacionales

En Estados Unidos hay 5,438 restaurantes, de los cuáles, 396 son propiedad de Domino's Pizza Inc. Y 5,042 restaurantes son propiedad de diversos franquiciatarios distribuidos en todo el país.

Durante 2016, este segmento representó \$ 751.3 millones, o 30% de los ingresos consolidados. Es importante señalar que este segmento es el utilizado como sitios de prueba para nuevos productos y promociones, así como para mejoras operacionales. También lo utilizan para capacitar a nuevos gerentes de tiendas y miembros del equipo de operaciones, así como para desarrollar a futuros franquiciatarios.

- Franquicias Internacionales

El segmento internacional de franquicias está compuesto por una red de tiendas franquiciadas en más de 85 países alrededor del mundo. Al 30 de Junio del 2017, contaban con 8,779 tiendas de franquicias internacionales. Los franquiciatarios internacionales emplean el modelo operativo estándar básico y lo adaptan para satisfacer el consumo local y preferencias del consumidor de diversas regiones fuera de los Estados Unidos.

Durante 2016, este segmento representó \$177 millones, o el 7% de los ingresos consolidados. Las principales fuentes de ingresos de esas operaciones son pagos de regalías generados por ventas minoristas de tiendas franquiciadas.

En los diez principales mercados, cuatro empresas principales de franquicias se cotizan en bolsas de valores internacionales tales como: en Australia (ASX: DMP), India (JUBLFOOD: NS), México (ALSEA: MX) y el Reino Unido (DOM: L).

La siguiente tabla muestra las tiendas a partir del 1 de enero de 2017 de los diez principales mercados internacionales, que representan aproximadamente el 67% de nuestras tiendas internacionales:

Cuadro 1: Principales mercados internacionales

Mercado	Número de tiendas	%
India	1,106	19.4%
Inglaterra	947	16.6%
México	655	11.5%
Australia	623	11.0%
Turquia	477	8.4%
Japón	472	8.3%
Canadá	438	7.7%
Korea del Sur	433	7.6%
Francia	325	5.7%
Alemania	213	3.7%

- Cadena de Suministro

La Cadena de Suministro opera en 18 centros regionales de fabricación de alimentos en los Estados Unidos. Poseen un centro de procesamiento de las masas, centro de procesamiento de vegetales y un centro de procesamiento que proporciona equipos y suministros para algunas tiendas nacionales e internacionales.

Este segmento arrienda una flota de más de 65 tractores y remolques. Este segmento abastece a más de 5,800 tiendas con diversos alimentos y suministros produciendo al 2016 más de 462 millones de libras de masa

Durante el 2016, estas actividades representan más de 1.554 mil millones o el 62% de los ingresos consolidados

3. Fortalezas de la empresa

3.1. Marca

Domino's Pizza es la segunda compañía de pizzerías más grande del mundo y es una de las marcas de consumo ampliamente reconocidas en el mundo. Es el líder mundial

reconocido en la entrega de pizza. Cuenta con una participación de pizzas de 27% basada en el informe del gasto del consumidor. Con 5,438 tiendas ubicadas en los Estados Unidos.

En los últimos cinco años, la franquicia de Estados Unidos y las tiendas propiedad de la Compañía han invertido aproximadamente \$ 1.6 mil millones en publicidad nacional, cooperativa y local. De igual manera, los franquiciados internacionales también invierten el 4% de sus ventas en esfuerzos publicitarios en sus mercados. Donde continúan reforzando la marca con una amplia publicidad a través de diversos canales de medios realizando continuas mejoras a través de afiliaciones de comercialización con marcas tales como Coca Cola.

3.2. Modelo de Negocio Sólido

El modelo de negocio está compuesto por regalías y tarifas de franquicias nacionales e internacionales, ingresos por suministros cadena e ingresos por ventas minoristas en tiendas propiedad de la compañía. Han desarrollado este modelo durante muchos años de operación y se basa en un incentivo empresarial para los franquiciatarios e históricamente ha generado demanda de nuevas tiendas. El sistema de franquicia, a su vez, ha producido ganancias consistentes para la empresa a través de pagos de regalías y a través de los ingresos de la cadena de suministro.

Han desarrollado un modelo de tienda rentable, que se caracteriza por un diseño de tienda orientado a la entrega y la eficiencia de las operaciones de ventajas significativas sobre sus competidores, quienes, en muchos casos, también se enfocan en cenar o tener ofertas de menú más amplias.

El menú utilizado por la empresa simplifica y agiliza los procesos de producción y entrega y maximiza las economías de escala en compras de los principales artículos alimenticios. Además, las tiendas son pequeñas (históricamente promediando aproximadamente 1,500 pies cuadrados) y menos costoso de construir, amueblar y mantener en comparación con muchos otros conceptos de restaurantes.

Aunque las tiendas nuevas construidas con diseño de Pizza Theater pueden ser un poco más grandes que las tiendas que han construido en el pasado, todavía son generalmente más pequeños y menos costosos que muchos otros conceptos de restaurante. La combinación de esto y con el modelo de tienda eficiente y el fuerte volumen de ventas han dado lugar a fuertes retornos financieros a nivel de tienda y creemos, hace de Domino's Pizza una oportunidad de negocio atractiva para franquiciatarios existentes y potenciales en todo el mundo.

3.3. Innovación Tecnológica

La innovación tecnológica es vital para la empresa tanto actual como a futuro. El pedido digital es crítico para competir en la industria mundial de la pizza. En 2016, más de la mitad de las ventas en Estados Unidos fue a través de plataformas digitales. Esa métrica es más alta en algunos de los mercados internacionales. En el 2010 tomó la decisión estratégica de desarrollar su propia plataforma de pedidos en línea y Durante los próximos cinco años, lanzaron la aplicación móvil que cubre el 95% de los teléfonos inteligentes y tabletas en los Estados Unidos. En 2013, lanzaron la plataforma mejorada de perfiles de pedidos en línea, que permite a los clientes la capacidad de reordenar su pedido favorito en tan solo cinco clics o 30 segundos. En 2014, presentaron a "Dom", una aplicación de pedido de voz, que sería la primera en la industria de restaurantes, y también hicieron el Domino's Tracker disponible en la plataforma Apple SmartWatch. En 2015, presentaron varias plataformas de pedidos innovadoras incluyendo Samsung Smart TV®, Twitter y mensajes de texto usando un emoji de pizza. Continuaron con esta tendencia de innovación en 2016 con la introducción de pedidos con cero clics, además de agregar Google Home, Facebook Messenger, Apple Watch y Amazon Echo en las plataformas de pedidos.

3.4 Accionistas

Actualmente la distribución de los dueños son asesores de inversiones con un 79.12%, Hedge fund 13.45%, Bancos 2.12%, Pension Fund 2% y otros 3.30%. Los mayores accionistas son Blackrock con un 11.13% de propiedad de la empresa

Cuadro 2: Principales accionistas

12 principales dueños

Titular	Posicion	Valor de Mercado	%
BLACKROCK	5,370	1,056,994	11.13%
VANGUARD GROUP	4,165	819,836	8.63%
RENAISSANCE TECHNOLO	3,061	602,508	6.34%
SMALLCAP WORLD FUND	2,729	537,131	5.65%
CAPITAL GROUP COMPAN	2,113	415,999	4.38%
TIGER GLOBAL MANAGEM	2,000	393,680	4.14%
FMR LLC	1,792	352,831	3.71%
AMERIPRISE FIN GRP	1,556	306,193	3.22%
STATE STREET CORP	1,534	301,867	3.18%
TWO SIGMA	1,252	246,369	2.59%
FISHER ASSET MANAGEM	1,175	231,237	2.43%
SUN LIFE FINANCIAL I	756	148,892	1.57%

Cifras en millones

Ejecutivos claves

Patrick Doyle	Jefe Ejecutivo. Oficial, Pres y Director
Jeffrey D. Lawrence	Director Financiero y Exec. VP
Judith L. Werthausen	Director de Personas y Exec. VP
Russell J. Weiner	Pres de Domino's USA
Richard E. Allison Jr.	Pres de Domino's International

Cuadro 3: Ejecutivos Claves

4. Descripción de la Industria

Domino Pizza pertenece a la industria de restaurante de servicio rápido conocida por sus siglas en inglés (QSR), que se define a un servicio específico de restaurante que sirve comida rápida y tiene un servicio de mesa mínimo, que ofrecen adicional un menú limitado, cocinada por adelantada y mantenida caliente, terminada y empacada a pedido y generalmente disponible para llevar. Los restaurantes de comida rápida son

típicamente parte de una cadena de restaurante o franquicias que provee ingredientes estandarizados y / o alimentos suministrados parcialmente preparados a cada restaurante a través de canales de suministros controlados.

La categoría de pizza U.S. QSR es grande y está fragmentada. Desde 2006 hasta 2016, la categoría de pizza QSR de Estados Unidos creció de \$ 33.1 mil millones a \$ 35.8 mil millones. Es la segunda categoría más grande dentro de los \$ 281.9 mil millones U.S. QSR. La categoría de pizza QSR de EE. UU. Se compone principalmente de entrega, cena y comida para llevar.

En los Estados Unidos Domino's Pizza compite principalmente en segmentos de entrega y están entre las tres principales cadenas en participación en el segmento carryout. Las ventas del segmento de Delivery son de \$ 10.0 mil millones en 2016 (por debajo de \$ 11.4 mil millones en 2006) representan aproximadamente el 28% de la pizza QSR total de Estados Unidos.

El segmento de Delivery disminuyó durante el período de 2006 a 2012, y ha aumentado ligeramente desde 2012, de \$ 9,7 mil millones en 2012 a \$ 10,0 mil millones en 2016. Los tres líderes de la industria, incluyendo Domino's, representa aproximadamente el 56% de la entrega de pizzas en Estados Unidos, según los gastos de consumo informados, las ventas restantes son de cadenas regionales y establecimientos independientes. De 2006 a 2016, el segmento de ventas creció de \$ 13.9 mil millones a \$ 16.5 mil millones. Los cuatro líderes de la industria, incluido Domino's Pizza, representan aproximadamente 47% del segmento de Carry out.

4.1 Competidores

Los segmentos de entrega de pizzas son altamente competitivos. En los Estados Unidos, la empresa compite contra compañías regionales y locales, así como las cadenas nacionales de Pizza Hut, Papa John's y Little Caesars. Internacionalmente, compiten principalmente con Pizza Hut, Papa John's y pizzerías nacionales y locales específicas de cada país

Generalmente se compite sobre la base de la calidad del producto, ubicación, imagen, servicio, tecnología y precio. El negocio de Domino's Pizza y de los competidores pueden verse afectados por los cambios en los gustos de los consumidores, las condiciones económicas, las tendencias demográficas y el ingreso disponible de los consumidores. Se compite no solo por clientes, sino también por empleados, sitios de bienes raíces y franquiciatarios calificados

- Pizza Hut

¡Pizza Hut es una cadena de restaurantes de comida rápida subsidiaria del grupo Yum! Brands. Es conocido por su menú italoamericano de cocina que incluye pizza y pasta, así como guarniciones y postres. Se encuentra en la cuarta posición a nivel de negocios, por detrás de McDonald's, KFC y Subway (según datos de Forbes, de abril de 2013). La empresa fue creada por los hermanos Dan y Frank Carney, quienes abrieron su primer restaurante el 15 de junio de 1958. La empresa cuenta con más de 14,100 lugares en 100 países.

Actualmente Pizza Hut no cotiza en la ninguna bolsa de valores es sin embargo Yum Brands si cotiza en bolsa que dentro de sus subsidiarias tiene otros negocios de como Taco Bell, KFC

- Papa John's

Papa John's Internacional, Inc. Franquicia de entrega de pizzas y restaurantes de transporte bajo la marca registrada de Papa John's en los Estados Unidos e internacionalmente. Opera a través de cinco segmentos: restaurantes nacionales de propiedad de la compañía, comisaratos en América del Norte, franquicias en Norteamérica y operaciones internacionales. Al 25 de diciembre de 2016, operaba 5.097 restaurantes, incluyendo 744 restaurantes propiedad de la compañía y 4.353 franquicias. La compañía fue fundada en 1984 y tiene su sede en Louisville, Kentucky.

Actualmente cotiza en la bolsa de National Association of Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ) es la segunda bolsa de valores electrónica y automatizada más grande de los Estados Unidos, con el ticket de identificación PZZA

- Little Caesars

Es la tercera cadena de pizzerías más grande de los Estados Unidos, detrás de Pizza Hut y Domino's Pizza. Opera y franquicia restaurantes de pizza en los Estados Unidos e internacionalmente en Asia, Medio Oriente, Australia, Canadá, América Latina y el Caribe. La compañía fue fundada en 1959 y tiene su sede en Detroit, Michigan, con sede en el edificio Fox Theater en el centro de la ciudad. Little Caesar Enterprise, Inc. opera como una subsidiaria de Ilich Holdings, Inc.

5. Metodología

5.1. Principales Métodos de Valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos¹. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de *research* utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables².

No concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que

¹ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

² Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

5.2. Modelo de descuento de dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones.

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valoración de bancos e instituciones financieras. Para el caso de Perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA} / K_p$$

Donde:

DPA= Dividendo por acción

Kp= rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, llamada también coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante g , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA}_1 / (K_p - g)$$

Donde DPA_1 son los dividendos por acción del próximo periodo.³

³ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 36p.

5.3. Método de Flujos de Caja Descontados

El caso del método de Flujo de Caja Descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁴

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, éste valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

⁴ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de "WACC" (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado).

Al aplicar FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa, implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la

valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa, se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

10. Análisis Operacional del Negocio e Industria

Para hacer el correcto análisis operacional de Domino's Pizza y de la industria debemos calcular tasas de crecimiento reales de las ventas, mismas que nos servirán para más adelante hacer la proyección de los siguientes cinco años para hacer nuestra valoración.

11. Proyección de EERR

11.1 Cálculo de tasa de crecimiento de las ventas de la empresa

A Continuación, mostramos el cuadro con las ventas por canal (Tiendas domésticas propias, tiendas domésticas franquiciadas, cadena de suministros y franquicias internacionales) del 2013 al 2017.

	2013	2014	2015	2016	2017
INGRESOS					
Tiendas Domésticas Propias	337,414	348,497	396,916	439,024	225,975
Tiendas Domésticas Franquiciadas	212,369	230,192	272,808	312,260	162,304
Cadena de suministro	1,118,873	1,262,523	1,383,161	1,544,345	778,657
Tiendas internacionales	133,567	152,621	163,643	176,999	85,892
Total Ingresos	1,802,223	1,993,833	2,216,528	2,472,628	1,252,828

Cuadro 14: Ventas por canal

Como los ingresos del 2017 están solamente hasta al mes de junio, vamos a proyectar el resto del año para poder obtener lo que serían los ingresos totales del 2017. Para poder hacerlo sabemos que, en promedio, durante los últimos 3 años, es decir, 2014, 2015 y 2016, las ventas del primer semestre participaron con el 44.7% de los ingresos totales y el segundo semestre participo con el 55.3%. Sabiendo esto, procederemos a calcular el 55.3% correspondiente al segundo semestre del año 2017. En la tabla se muestra el cálculo obtenido.

	2017 - 44.7%	2017 - 55.3%	2017
INGRESOS	1er Semestre	2do Semestre	Proyectado anual
Tiendas Domésticas Propias	225,975	279,562	505,537
Tiendas Domésticas Franquiciadas	162,304	200,792	363,096
Cadena de suministro	778,657	963,305	1,741,962
Tiendas internacionales	85,892	106,260	192,152
Total Ingresos	1,252,828	1,549,919	2,802,747

Cuadro 15: Ingresos semestrales

Ya con la proyección de ingresos del año completo del 2017 tenemos los ingresos de la siguiente manera:

	2013	2014	2015	2016	2017
INGRESOS					
Tiendas Domésticas Propias	337,414	348,497	396,916	439,024	505,537
Tiendas Domésticas Franquiciadas	212,369	230,192	272,808	312,260	363,096
Cadena de suministro	1,118,873	1,262,523	1,383,161	1,544,345	1,741,962
Tiendas internacionales	133,567	152,621	163,643	176,999	192,152
Total Ingresos	1,802,223	1,993,833	2,216,528	2,472,628	2,802,747

Cuadro 16: Ingresos Anuales

Ahora se realiza el cálculo de las tasas de crecimiento de ventas de los años 2013 al 2017 dividiendo las ventas del año (t=0) por la ventas (t-1) a este resultado se le resta 1 para obtener la diferencia y finalmente se multiplica por 100 para obtener el porcentaje de crecimiento o tasa de crecimiento.

Para hacer futuros cálculos de proyección para los años del 2018 al 2021 se utilizará el promedio de las tasas de crecimiento del 2015 al 2017 ya que nos muestran un

comportamiento con tendencias similares a diferencia del 2014 y obtenemos una tasa del 12.10% global de crecimiento. Esto indica que Domino's está muy por arriba del crecimiento promedio de la industria que es 1.92%.

	2014	2015	2016	2017	Promedio Crec.
INGRESOS					
Tiendas Domésticas Propias	3.28%	14%	10.61%	15.15%	13.22%
Tiendas Domésticas Franquiciadas	8.39%	19%	14.46%	16.28%	16.42%
Cadena de suministro	12.84%	10%	11.65%	12.80%	11.33%
Tiendas internacionales	14.27%	7%	8.16%	8.56%	7.98%
Total Ingresos	10.63%	11%	11.55%	13.35%	12.10%

Cuadro 17: Crecimiento de ingresos anuales

11.2 Análisis de crecimiento de la industria

La tasa de crecimiento de la industria de restaurante de comida rápida en Estado Unidos creció en 1.92%*, alrededor del 17% de los consumidores en Estados Unidos cenan en restaurante de servicio rápido una vez al mes, esta ha sido unos de las industrias que a pensar la gran campaña de la Organización Mundial de Salud su crecimiento no ha bajado al contrario se ha mantenido en crecimiento similar al del PIB

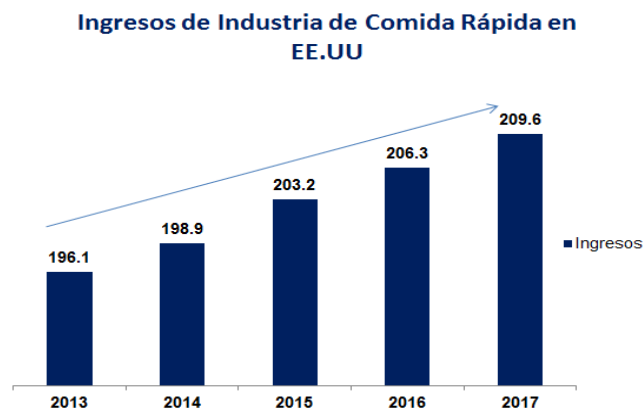


Gráfico 1: Ingresos de la industria

Dentro de la industria de la comida rápida, el segmento de las pizzerías participa con un 15% del share del mercado quedando en segundo lugar por debajo del segmento de las hamburguesas que participa con poco más del 30% del mercado. Esto significa que hay mucho hacia donde puede crecer el segmento pizzeria. En el siguiente cuadro se muestran los segmentos más importantes de la comida rápida en Estados Unidos de América.

Segment	Market Share
Hamburger-focused restaurants	30%+
Pizza parlours	15%
Sandwich shops	12%
Chicken restaurants	8%
Mexican restaurants	7%

*Fuente: <https://www.franchisehelp.com>

Cuadro 18: Segmentación de la industria

11.3 Perspectivas de crecimiento de la industria al 2021

El Crecimiento de la industria para los próximos 4 años se espera que sea de 2.10% anual aproximadamente, esperando que Estados Unidos siga siendo el país con mayor consumo del mundo con un 35% a nivel mundial, es casi dos veces más que Japón el segundo consumidor y del tercero que es China.

Hoy en día, la industria de la comida rápida vale aproximadamente 198.9 Billones de dólares. Se tiene estimado que para el 2021 esta industria incremente su valor a 228.6 Billones de dólares tal como se muestra en el siguiente de proyección de ingresos.

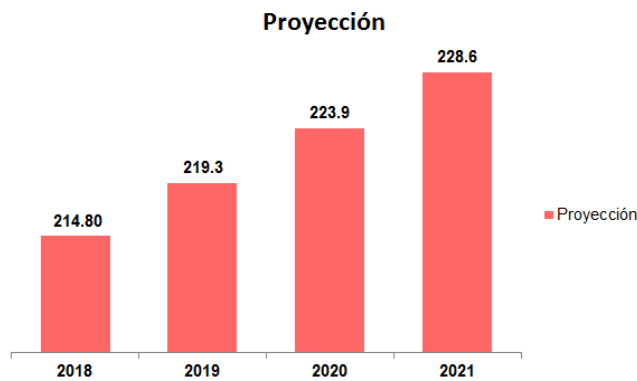


Gráfico 2: Perspectivas de crecimiento

	2018	2019	2020	2021
INGRESOS				
Industria Fast Food USA	214.8	219.3	223.9	228.6
Tasa de crecimiento 2.10%				
Total Ingresos	214.8	219.3	223.9	228.6

Cuadro 19: Ingresos de la comida rápida

Mc.Donald's lidera la lista de las marcas más valiosas de comida rápida del mundo con 97.7 billones de dólares en el 2017 seguido de Starbucks con 44.2 billones de dólares y en tercer lugar Subway con 21.7 billones de dólares. La marca Domino's Pizza se encuentra en el sexto puesto con 6.2 billones de dólares.

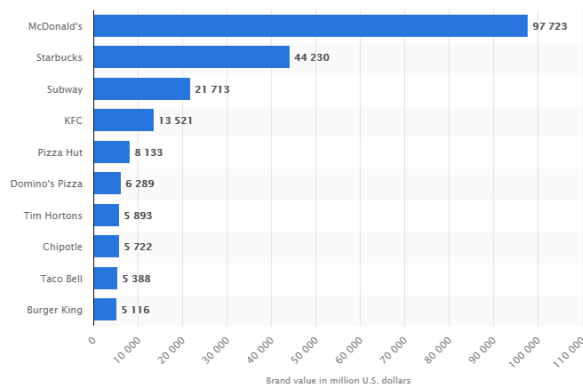


Gráfico 3: Marcas más famosas Fuente: <https://www.statista.com>

11.4 Análisis de costo de operación.

Los costos de operación en Domino's Pizza Inc. Están conformados por:

- Costos de ventas (Cost of sales): consisten en su mayoría en costos generados por las tiendas domésticas corporativas y los centros de distribución propiedad de Domino's Pizza Inc. En donde:
 - El costo de comida es el costo que significa el consumo de toda la comida de las tiendas domésticas de USA.
 - La distribución de la comida a través de los centros de distribución a las tiendas domésticas y las franquicias, ambas de USA.
 - La mano de obra de las tiendas domésticas y centros de distribución.
 - Seguros de tiendas domésticas y centros de distribución de USA
 - Gastos de Delivery (Gasto de combustible, mantenimiento, millage, incentivos) de las tiendas a los clientes.
 - Gastos de transacción (Gastos relacionados al soporte técnico del sistema de órdenes en línea)

- Gastos Generales y de Administración: Estos gastos están relacionados a la operación del negocio de Domino's Pizza Inc. En donde se contempla:
 - Inversiones continuas de iniciativas tecnológicas y la labor que esto conlleva primordialmente para e-commerce, tecnología de información y ventas para las franquicias internacionales.
 - Gastos que implican la implementación de actividades y equipos para el incremento de ventas en las tiendas domésticas de USA. Esto también incluye compensaciones variables por desempeño y contribución de la publicidad de las tiendas domésticas de USA.

A continuación, el siguiente cuadro muestra los costos y gastos de operación del 2013 al 2017:

	2013	2014	2015	2016	2017
Costos de Ventas					
Tiendas Domésticas Propias	256,596	267,385	299,294	331,860	176,224
Cadena de Suministros	996,653	1,131,682	1,234,103	1,373,077	689,943
Total Costo de Ventas	1,253,249	1,399,067	1,533,397	1,704,937	866,167
Gastos Generales y Administración	235,163	249,405	277,692	313,649	157,760
Total Costos y Gastos de Operación	1,488,412	1,648,472	1,811,089	2,018,586	1,023,927

Cuadro 20: Costos y Gastos operativos

Para calcular el porcentaje de participación de los costos y Gastos de operación de la empresa tenemos que dividir el total de los costos y gastos por los ingresos totales año por año. Dando como resultado promedio un 69.40% para costos y 12.67% para gastos de los ingresos anuales de Domino's Pizza. Esta información será utilizada para hacer la proyección de los EEFF del 2017 al 2021.

En el siguiente cuadro mostramos los cálculos para su análisis:

	2013	2014	2015	2016	2017	Promedio
Ingresos de la compañía	1,802,223	1,993,833	2,216,528	2,472,628	1,252,828	1,947,608
Total Costo de Ventas	1,253,249	1,399,067	1,533,397	1,704,937	866,167	1,351,363
Gastos Generales y Administración	235,163	249,405	277,692	313,649	157,760	246,734
% de Costo de Ventas	69.54%	70.17%	69.18%	68.95%	69.14%	69.40%
% Gastos Generales y Administración	13.05%	12.51%	12.53%	12.68%	12.59%	12.67%
% Costos y Gastos de operación	82.59%	82.68%	81.71%	81.64%	81.73%	82.07%

Cuadro 21: Participación de costos y gastos operativos

11.5 Análisis de cuentas no operacionales.

Las cuentas no operacionales representan el dinero que desembolsa una empresa para el desarrollo de sus actividades, pero éstas no son parte de su negocio principal.

En el caso de Domino's Pizza, los estados financieros muestran tres cuentas no operacionales que son de carácter recurrentes. Ingresos por intereses y Gastos por intereses. Son cuentas utilizadas para registrar los beneficios de las inversiones y del pago de los intereses de la deuda adquirida.

11.6 Análisis de activos

Los activos de una empresa son todos los bienes o recursos que una empresa posee y controla para que la empresa produzca un bien o servicio. Esas cuentas se obtienen del balance general y se dividen en corrientes y no corrientes.

A continuación, hacemos la clasificación de los activos de Domino's Pizza. Esta clasificación se dividió en Activos Operacionales y Activos No Operacionales o prescindibles.

Los activos operacionales son aquellos activos que son necesarios para que el negocio funcione correctamente y el resto de las cuentas son No operacionales.

Investments in marketable securities, restricted:

Esta cuenta consiste en inversiones realizadas de varios fondos mutuos realizados por personas específicas como parte del plan de compensación diferida.

Capitalized software, amortización acumulada neta:

Esta cuenta se utiliza para contabilizar las capitalizaciones al costo e incluye compras y software desarrollados tanto interna como externamente. Se usa el método lineal para hacer la amortización.

Other assets, net of accumulated amortization:

Cuenta que se utiliza para contabilizar gastos como seguros, renta e impuestos, depósitos, notas por cobrar y otros activos intangibles que principalmente provienen de adquisiciones de franquicias.

Consolidated Balance Sheet (In thousands of US Dollars)						
	2013	2014	2015	2016	2017	
CURRENT ASSETS:						
Cash and cash equivalents	14,383	30,855	133,449	42,815	52,243	Activos operacionales
Restricted cash and cash equivalents	125,453	120,954	180,940	126,496	161,685	
Accounts receivable, net of reserves	105,779	118,395	131,582	150,369	151,641	
Inventories	30,321	37,944	36,861	40,181	37,664	
Notes receivable, net of reserves	1,823	1,996	-	-	-	
Prepaid expenses and other	18,376	30,573	20,646	17,635	41,512	
Advertising fund assets, restricted	44,695	72,055	99,159	118,377	116,158	
Deferred income taxes	10,710	9,857	-	-	-	
Asset held-for-sale	-	5,732	-	-	-	
Total Current Assets	351,540	428,361	602,637	495,873	560,903	
PROPERTY, PLANT AND EQUIPMENT:						
Land and buildings	23,423	25,859	29,064	29,129	29,159	Activos operacionales
Leasehold and other improvements	90,508	99,804	111,071	120,726	124,918	
Equipment	174,667	178,378	186,405	201,827	209,267	
Construction in progress	8,900	6,179	9,633	7,816	5,254	
	297,498	310,220	336,173	359,498	368,598	
Accumulated depreciation and amortization	(199,914)	(196,174)	(204,283)	(220,964)	(\$230,805)	
Property, Plant and Equipment, net	97,584	114,046	131,890	138,534	137,793	
OTHER ASSETS:						
Investments in marketable securities, restricted	3,269	4,586	6,054	7,260	16,058	Activos No operacionales
Notes receivable, less current portion, net of reserve:	894	-	-	-	-	
Deferred financing costs, net of accumulated amortization	-	-	-	-	-	
Goodwill	28,693	22,947	-	-	-	
Capitalized software, net of accumulated amortization	16,598	16,297	16,097	16,058	-	
Other assets, net of accumulated amortization	14,464	20,562	28,505	40,256	45,519	
Deferred income taxes	9,046	10,006	8,797	9,379	16,170	
Deferred income taxes	3,167	2,475	5,865	8,935	5,354	
Total other assets	76,131	76,873	65,318	81,888	83,101	
Total Assets	525,255	619,280	799,845	716,295	781,797	

Cuadro 22: Balance 2013 - 2017

12. Proyección de Flujos de Caja Libre

Una vez hecho el análisis a las tasas de crecimiento de los ingresos, el porcentaje de costos y gastos respecto a las ventas y el resto de las cuentas que vimos en el punto 11. Podemos hacer nuestra proyección de los flujos de caja libre. Para empezar, vamos a hacer la proyección de los ingresos de la empresa del 2017 al 2021 tomando como referencia el análisis realizado en el punto 11.1 en donde pudimos ver que la tasa de crecimiento promedio es de 12.10% desglosado de la siguiente forma:

- Tiendas Domésticas Propias 13.22%
- Tiendas Domésticas Franquiciadas 16.42%
- Cadena de Suministros 11.33%
- Tiendas Internacionales 7.98%

Ya que contamos con estas tasas de crecimiento procedemos a proyectar los ingresos por segmento, año por año multiplicando la venta en $t-1$ por $1+$ la tasa de crecimiento desde el año 2017 hasta el 2021. Recordemos que para el año 2017 la proyección se hizo en el apartado 11.1.

En el siguiente cuadro mostramos el resultado de la proyección:

	2017	2018	2019	2020	2021
INGRESOS					
Tiendas Domésticas Propias	505,537	572,356	648,008	733,659	830,630
Tiendas Domésticas Franquiciadas	363,096	422,710	492,112	572,908	666,970
Cadena de suministro	1,741,962	1,939,412	2,159,243	2,403,991	2,676,482
Tiendas internacionales	192,152	207,489	224,050	241,932	261,242
Total Ingresos	2,802,747	3,141,967	3,523,412	3,952,490	4,435,324

Cuadro 23: Ingresos por segmento

12.1 Proyección de Costos de Operación

Para hacer la proyección de los Costos de Operación, utilizaremos los supuestos obtenidos en el punto 11.4 en donde pudimos concluir que tiene una estructura de costos y gastos basados en las ventas y esto es por la naturaleza del negocio. Para poder hacer la proyección de los costos de operación únicamente tenemos que multiplicar los ingresos de la empresa por la tasa promedio que representan los costos y Gastos año por año según la tabla que mostramos en el punto 11.4.

- Costos de Ventas 69.43%
- Gastos Generales y de Administración 12.57%
- Total 82.07%

El siguiente cuadro muestra los resultados de esta proyección:

	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos Totales	2,802,747	3,141,967	3,523,412	3,952,490	4,435,324
COSTOS DE VENTAS					
Tiendas domésticas propias	376,827	422,435	473,720	531,409	596,326
Cadena de suministros	1,569,235	1,759,161	1,972,729	2,212,966	2,483,301
Total Costos de Ventas	1,946,062	2,181,597	2,446,449	2,744,376	3,079,627
Gastos generales y de administración	352,417	395,070	443,033	496,985	557,696
Margen Operativo	504,269	565,301	633,930	711,130	798,001

Cuadro 24: Proyección de margen operativo

De acuerdo al resultado del cuadro de arriba podemos ver que obtuvimos una utilidad operativa resultado de la sumatoria de los ingresos totales de la empresa menos los costos de ventas menos los gastos generales y administrativos.

12.1 Proyección de Cuentas no Operacionales

Finalmente se hace la proyección de las cuentas no operacionales y se toma en cuenta la tasa de 0.03% para los ingresos por interés de forma constante ya que se cree que es la información más actualizada a la situación de inversión de la empresa y para la cuenta de Gastos por intereses una tasa del 4.45% también por ser el último reflejo de la deuda de la empresa.

El siguiente cuadro muestra el análisis antes mencionado.

	2013	2014	2015	2016	Utilizado
Ingresos	1,802,223	1,993,833	2,216,528	2,472,628	
Ingresos por Intereses	160	143	313	685	
%	0.01%	0.01%	0.01%	0.03%	0.03%
Gastos por Intereses	-88,872	-86,881	-99,537	-110,069	

Cuadro 25: Gastos no operacionales

El siguiente cuadro muestra la proyección de las cuentas no operacionales con los supuestos del cuadro anterior:

	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos por Intereses	776	870	976	1,095	1,229
Gastos por Intereses	-124,722	-139,818	-156,792	-175,886	-197,372

Cuadro 26: Proyección de las cuentas no operacionales

12.2 Cálculo de Ganancia antes de impuestos

El cálculo de la ganancia antes de impuestos es fundamental para hacer un análisis de una empresa ya que así es como se podría considerar si una empresa es realmente rentable independientemente de donde esté ubicada ya que los impuestos siempre van a cambiar dependiendo del país o incluso del estado o provincia y eso no cambia la eficiencia de una empresa.

El cálculo de la ganancia antes de impuestos simplemente se obtiene de la sumatoria de la utilidad operativa, los ingresos por intereses y los gasto por intereses.

El siguiente cuadro muestra el resultado:

Margen Operativo	856,685	960,371	1,076,963	1,208,115	1,355,697
Gastos Generales y de Administración	352,417	395,070	443,033	496,985	557,696
Ingresos después de Operación	504,269	565,301	633,930	711,130	798,001
Ingresos por intereses	776	870	976	1,095	1,229
Gastos por intereses	-124,722	-139,818	-156,792	-175,886	-197,372
Ganancia Antes de la provisión para el pago de imp.	380,323	426,354	478,114	536,339	601,858

Cuadro 27: Proyección de ganancia antes de impuestos

12.3 Calculo de Pago de impuestos

Finalmente se hace la provisión para los impuestos por ingresos que es calculada con el impuesto que impone el estado de Michigan que es el 37.7% de la ganancia antes de provisión para el pago de impuestos y se calcula simplemente multiplicándolo por 37.7%

En el siguiente cuadro mostramos el pago de impuestos que este caso se contabiliza como provisión.

Cuadro 28: Proyección de provisión de impuestos

	2017	2018	2019	2020	2021	Tasa de impuesto
Ganancia Antes de la provisión para el pago de imp.	380,323	426,354	478,114	536,339	601,858	37.70%
Provisión para impuestos por ingresos	143,382	160,735	180,249	202,200	226,900	

12.4 Calculo de Ganancia después de impuestos

Finalmente se hace el cálculo de la ganancia después de impuestos misma que se hace restando el pago de impuestos menos la ganancia antes de la provisión de impuestos.

En el siguiente cuadro mostramos la proyección total del 2017 al 2021 junto con el resultado de la ganancia después de impuestos:

	2017	2018	2019	2020	2021
INGRESOS					
Tiendas Domésticas Propias	505,537	572,356	648,008	733,659	830,630
Tiendas Domésticas Franquiciadas	363,096	422,710	492,112	572,908	666,970
Cadena de suministro	1,741,962	1,939,412	2,159,243	2,403,991	2,676,482
Tiendas internacionales	192,152	207,489	224,050	241,932	261,242
Total Ingresos	2,802,747	3,141,967	3,523,412	3,952,490	4,435,324
COSTOS DE VENTAS					
Tiendas domésticas propias	376,827	422,435	473,720	531,409	596,326
Cadena de suministros	1,569,235	1,759,161	1,972,729	2,212,966	2,483,301
Total de costos de ventas	1,946,062	2,181,597	2,446,449	2,744,376	3,079,627
Margen Operativo	856,685	960,371	1,076,963	1,208,115	1,355,697
Gastos generales y Administrativos	352,417	395,070	443,033	496,985	557,696
Ganancia después de costos de operación	504,269	565,301	633,930	711,130	798,001
Ingresos por intereses	776	870	976	1,095	1,229
Gastos por intereses	-124,722	-139,818	-156,792	-175,886	-197,372
Ganancia antes del pago de impuestos	380,323	426,354	478,114	536,339	601,858
Provisión para pago de impuestos	143,382	160,735	180,249	202,200	226,900
Ganancia o (Pérdida) del periodo	236,941	265,618	297,865	334,139	374,957

13. Proyección de flujo de Caja Bruto

Una vez que hemos presentado la proyección de los Estados de Resultados para el periodo 2017-2021 en el apartado 12.6, procederemos a elaborar el flujo de Caja Libre para el mismo periodo de tiempo, pero desde el segundo semestre del 2017 y agregando un año más (2022) que será el valor terminal y representa los flujos perpetuos o régimen permanente hasta el infinito.

Primero que todo debemos armar el flujo de caja bruto. Este se empieza determinando las cuentas de ajuste que registran movimientos contables que no corresponden a flujos de caja y resultado no operacional que se deben agregar al punto 12.6.

Las cuentas que forman parte del ajuste son: Depreciación y amortización, Amortizaciones de flujos intangibles, Amortización de Activos Intangibles, Otros

ingresos, por función (después de Impuestos), Otros gastos, por función (después de Impuestos), Otras ganancias (pérdidas) (después de Impuestos), Ingresos financieros (después de Impuestos), Costos financieros (después de Impuestos), Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación (después de Impuestos), Diferencias de cambio y Resultados por unidades de reajuste.

En el “Cashflow statement” que Domino’s Pizza emite, se muestran las cuentas que se utilizan para hacer el ajuste del flujo de cada rubro y por su complejidad a la traducción en español y el poco sentido que hacen sus traducciones se dejan en el mismo idioma.

Para estas cuentas se hace la proyección para el año completo del 2017 mediante el método de promedios y para la valoración en el 2017 se muestra el segundo semestre, y para el resto de los años se muestran los valores anuales y se proyecta constante para el resto de los años hasta el 2022 y así se ajusta el flujo de caja.

En el siguiente cuadro se muestran los ajustes realizados:

Ajustes	2017 Sem II	2018	2019	2020	2021	2022
Net Income	108,731	265,618	297,865	334,139	374,957	374,957
Depreciation and amortization	19,773	39,546	39,546	39,546	39,546	39,546
(Gains) losses on sale/disposal of assets	170	515	515	515	515	515
Provision (benefit) for losses on accounts and notes receivable	(784)	(784)	(784)	(784)	(784)	(784)
Provision for deferred income taxes	3,581	7,162	7,162	7,162	7,162	7,162
Amortization of deferred financing costs, debt discount and other	4,949	7,663	7,663	7,663	7,663	7,663
Non-cash compensation expense	9,307	18,940	18,940	18,940	18,940	18,940
Tax impact from equity-based compensation	(11,340)	(28,246)	(28,246)	(28,246)	(28,246)	(28,246)
Other cash inflows	24,234	56,700	56,700	56,700	56,700	56,700
Exchange Adjustments	51	87	87	87	87	87
Flujo de Caja Bruto	158,670	367,202	399,499	435,722	476,541	476,541

Cuadro 30: Ajustes de flujo de caja bruto

13.1 Estimación de Inversiones de Reposición

Se estima como el 50% de la depreciación del ejercicio, de acuerdo con lo analizado en los informes anuales.

	2017 Sem II	2018	2019	2020	2021	2022
Inversiones de reposición	(9,887)	(19,773)	(19,773)	(19,773)	(19,773)	(39,546)

Cuadro 31: Proyección inversiones de reposición

13.2 Estimación de Nuevas Inversiones

Debido a que Domino's Pizza es pionera en el uso de la tecnología en todas las áreas de la empresa, tienen planes de seguir invirtiendo en nuevos desarrollos de software, nuevas instalaciones en sus cadenas de suministro y nuevas herramientas que le permitan superar a la competencia. Por todo esto, decidimos calcular las nuevas inversiones con el método del promedio de los años anteriores pues seguirá siendo una actividad constante de la empresa.

	2017 Sem II	2018	2019	2020	2021	2022
Nuevas inversiones	(18,688)	(78,588)	(78,588)	(78,588)		

Cuadro 32: Proyección de nuevas inversiones

13.3 Estimación de Capital de Trabajo

Para calcular el capital de trabajo primero debemos obtener el Capital de trabajo operativo neto (CTON) mediante la resta de (cuentas por cobrar + Inventarios) menos las cuentas por pagar.

Una vez que calculamos el CTON, procederemos al calcular el RCTON dividiendo el CTON por los ingresos, todo esto se hace año con año. Después obtenemos el CTON promedio y lo vamos a multiplicar por la diferencia de las ventas de $(t+1)-(t=0)$. A Continuación, mostramos los resultados:

Cuadro 32: Cálculo de CTON

	2013	2014	2015	2016	jun. 2017
Deudores Comerciales y Otras cuentas por cobrar corrientes	105,779	118,395	131,582	150,369	151,641
Inventario	30,321	37,944	36,861	40,181	37,664
Cuentas por pagar corrientes	83,408	86,552	106,927	111,510	104,620
CTON	52,692	69,787	61,516	79,040	84,685
Ingresos	1,802,223	1,993,833	2,216,528	2,472,628	1,252,828
Incrementos en capital de trabajo		17,095	-8,271	17,524	5,645
RCTON (%/Ventas)	2.92%	3.50%	2.78%	3.20%	6.76%
Promedio días	11	13	10	12	24

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos Totales	2,802,747	3,141,967	3,523,412	3,952,490	4,435,324	4,435,324
CTON Proyectado (3.83% de las ventas)	107,375	120,371	134,984	151,422	169,873	
Inversión (Desinversión) de CTON	12,996	14,613	16,438	18,451		

Cuadro 33: Cálculo de CTON

13.4 Estimación de exceso o déficit de CTON

Para determinar si existe exceso o déficit de CTON simplemente hicimos la resta entre el CTON proyectado a diciembre del 2017 que es \$107,735 menos el CTON calculado al 30 de Junio del 2017 que es \$84,685. Obteniendo un déficit de CTON de \$22,690.

13.5 Identificación de activos prescindibles

Se identificaron los activos prescindibles de la empresa, es decir, son activos que no están relacionados con el core principal de la compañía pero que se utilizan para un determinado objetivo. Los activos prescindibles que identificamos fueron los siguientes:

Inversiones en productos de inversión, Capitalización de software, otros activos e impuestos por ingresos diferidos. Los activos prescindibles tienen un total de \$83,101 dólares.

	2013	2014	2015	2016	2017
Investments in marketable securities, restricted	3,269	4,586	6,054	7,260	16,058
Notes receivable, less current portion, net of reserves	894	-	-	-	-
Deferred financing costs, net of accumulated amortization	-	-	-	-	-
Goodwill	16,598	16,297	16,097	16,058	-
Capitalized software, net of accumulated amortization	14,464	20,562	28,505	40,256	45,519
Other assets, net of accumulated amortization	9,046	10,006	8,797	9,379	16,170
Deferred income taxes	3,167	2,475	5,865	8,935	5,354
Total other assets	76,131	76,873	65,318	81,888	83,101

Cuadro 36: Activos Prescindibles

Con un total de \$83,101 determinamos los activos prescindibles.

13.6 Deuda Financiera

A continuación, se identifica la deuda financiera que se analizó con anterioridad con un valor que asciende a \$2,180,823 millones de Dólares al 30 de Junio del 2017.

Deuda Financiera en US Dollars (En Miles)					
Año Fiscal	2013	2014	2015	2016	2017
Préstamos que devengan Intereses (Corriente)	24,144	565	59,333	38,887	305
Préstamos que devengan intereses (No Corriente)	1,512,299	1,523,546	2,181,460	2,148,990	2,180,518
DEUDA FINANCIERA	1,536,443	1,524,111	2,240,793	2,187,877	2,180,823

Cuadro 37: Deuda Financiera

14. Valoración Económica de la empresa FCD

Suponiendo el valor terminal sin crecimiento, se hace el cálculo del mismo dividiendo el flujo de caja libre para el año 2022 justo cuando inicia el régimen permanente por el costo de capital que es 5.14%. Resultando en un valor terminal de \$8,212,932.

Mostramos el resultado:

	2017 II SEM	2018	2019	2020	2021	2022
Net Income	108,731	265,618	297,865	334,139	374,957	374,957
Depreciation and amortization	19,773	39,546	39,546	39,546	39,546	39,546
(Gains) losses on sale/disposal of assets	170	515	515	515	515	515
Provision (benefit) for losses on accounts and notes receivable	(784)	(784)	(784)	(784)	(784)	(784)
Provision for deferred income taxes	3,581	7,162	7,162	7,162	7,162	7,162
Amortization of deferred financing costs, debt discount and other	4,949	7,663	7,663	7,663	7,663	7,663
Non-cash compensation expense	9,307	18,940	18,940	18,940	18,940	18,940
Tax impact from equity-based compensation	(11,340)	(28,246)	(28,246)	(28,246)	(28,246)	(28,246)
Other cash inflows	24,234	56,700	56,700	56,700	56,700	56,700
Exchange Adjustments	51	87	87	87	87	87
Flujo de Caja Bruto	158,670	367,202	399,499	435,722	476,541	476,541
Inversiones de reposición	(9,887)	(19,773)	(19,773)	(19,773)	(19,773)	(39,546)
Nuevas inversiones	(18,688)	(78,588)	(78,588)	(78,588)		
Inversiones en CTON	(6,498)	(14,613)	(16,438)	(18,498)		
Flujo de Caja Libre	117,100	254,227	284,649	318,864	456,768	436,995
Valor Terminal					8,506,397	
Flujo de Caja Libre + Valor Terminal	117,100	254,227	284,649	318,864	8,963,164	

Cuadro 38: Flujo de caja libre + valor terminal

Para el calcular el valor total de los activos, primero se obtiene el valor presente neto del flujo de caja libre más el valor terminal usando la tasa de costo de capital del 5.14% ya calculada anteriormente. El resultado es \$7,824,415 M dólares. Esta cantidad se suma al déficit de capital de trabajo y a los activos prescindibles al 30 de junio del 2017 dando como resultado un Valor total de los activos por \$7,930,206 M Dólares.

Para determinar el patrimonio económico se le resta la deuda financiera al 30 de Junio del 2017 siendo 2,180,823 M dólares. Resultando un patrimonio económico por \$5,749,383 M dólares.

Costo de Capital	5.14%
Valor de los Activos Operacionales	7,824,412
Déficit de Capital de Trabajo	22,690
Activos Prescindibles al 30 de Junio del 2017	83,101
Valor Total de los Activos	7,930,206
Deuda Financiera a Junio del 2017	2,180,823
Patrimonio Económico	5,749,383

Cuadro 39: Patrimonio económico

14.1 Valor por acción.

Una vez obtenido el patrimonio económico solo nos resta dividirlo entre el número de acciones que son 48,009,373 dando como resultado un valor por acción de 119.70 dólares por acción

Número de Acciones	48,009,373
Precio de acción	119.7

Cuadro 40: Precio por acción

15. Conclusiones

El valor estimado por acción que se realizó mediante el método de flujo de cada descontado es igual a \$119.7 dólares por acción. De acuerdo a la información obtenida a junio del 2017 en Bloomberg el precio de la acción en el mercado cerro en \$210 resultando en una desviación de \$90.3 dólares, representando un 43% de desviación. En este caso lo que deducimos es que la acción está sobrevalorada.

Esto quiere decir que el método de Flujo de Caja Descontado es un método que permite conocer, mediante el uso de supuestos adecuados y las proyecciones adecuadas bien estudiadas, los precios más cercanos a la realidad y no del mercado que permite así tomar decisiones importantes a la hora de transar. Lo que disfrute más es que pude hacer varios supuestos, conservadores y riesgosos que variaron mis proyecciones y me permitieron llegar, bajo los supuestos más adecuados a la mejor valoración.

16. Bibliografía y Referencia

Páginas de Internet

- <http://www.dominos.com>
- <https://finance.yahoo.com/quote/DPZ?p=DPZ>
- <https://www.reuters.com/finance/stocks/financial-highlights/DPZ>
- <https://www.bloomberg.com/>
- <https://biz.dominos.com/>
- <http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=135383&p=irol-reportsannual>
- <https://www.sec.gov/>

Información pública y documentación obtenida de:

- Estados Financieros y Análisis Razonados de Domino Pizza al cierre de Diciembre de 2016 y Junio 2017

17. Anexos

17.1. Estados Financieros Consolidados– Balance General

Consolidated Balance Sheet (In thousands of US Dollars)					
	2013	2014	2015	2016	2017
CURRENT ASSETS:					
Cash and cash equivalents	14,383	30,855	133,449	42,815	52,243
Restricted cash and cash equivalents	125,453	120,954	180,940	126,496	161,685
Accounts receivable, net of reserves	105,779	118,395	131,582	150,369	151,641
Inventories	30,321	37,944	36,861	40,181	37,664
Notes receivable, net of reserves	1,823	1,996	-	-	-
Prepaid expenses and other	18,376	30,573	20,646	17,635	41,512
Advertising fund assets, restricted	44,695	72,055	99,159	118,377	116,158
Deferred income taxes	10,710	9,857	-	-	-
Asset held-for-sale	-	5,732	-	-	-
Total Current Assets	351,540	428,361	602,637	495,873	560,903
PROPERTY, PLANT AND EQUIPMENT:					
Land and buildings	23,423	25,859	29,064	29,129	29,159
Leasehold and other improvements	90,508	99,804	111,071	120,726	124,918
Equipment	174,667	178,378	186,405	201,827	209,267
Construction in progress	8,900	6,179	9,633	7,816	5,254
	297,498	310,220	336,173	359,498	368,598
Accumulated depreciation and amortization	(199,914)	(196,174)	(204,283)	(220,964)	(230,805)
Property, Plant and Equipment, net	97,584	114,046	131,890	138,534	137,793
OTHER ASSETS:					
Investments in marketable securities, restricted	3,269	4,586	6,054	7,260	16,058
Notes receivable, less current portion, net of reserve	894	-	-	-	-
Deferred financing costs, net of accumulated amortization	28,693	22,947	-	-	-
Goodwill	16,598	16,297	16,097	16,058	-
Capitalized software, net of accumulated amortization	14,464	20,562	28,505	40,256	45,519
Other assets, net of accumulated amortization	9,046	10,006	8,797	9,379	16,170
Deferred income taxes	3,167	2,475	5,865	8,935	5,354
Total other assets	76,131	76,873	65,318	81,888	83,101
Total Assets	525,255	619,280	799,845	716,295	781,797
CURRENT LIABILITIES:					
Current portion of long-term debt	24,144	565	59,333	38,887	305
Accounts payable	83,408	86,552	106,927	111,510	104,620
Accrued compensation	23,653	23,618	32,999	42,089	-
Accrued interest	14,375	14,008	20,459	18,826	-
Insurance reserves	13,297	14,465	17,597	16,742	-
Dividends payable	11,849	14,351	-	-	22,648
Legal reserves	4,959	4,277	-	-	-
Advertising fund liabilities	44,695	72,055	99,159	118,377	116,158
Other accrued liabilities	34,231	35,717	39,509	57,267	107,781
Total current liabilities	254,611	265,608	375,983	403,698	351,512
LONG-TERM LIABILITIES:					
Long-term debt, less current portion	1,512,299	1,523,546	2,181,460	2,148,990	2,180,518
Insurance reserves	25,528	26,951	23,314	27,141	-
Deferred income taxes	7,827	5,588	-	-	-
Other accrued liabilities	15,192	17,052	19,339	19,609	52,838
Total long-term liabilities	1,560,846	1,573,137	2,224,113	2,195,740	2,233,356
Total liabilities	1,815,457	1,838,745	2,600,096	2,599,438	2,584,868
COMMITMENTS AND CONTINGENCIES					
STOCKHOLDERS' DEFICIT:					
Common stock	558	556	498	481	-
Preferred stock	-	-	-	-	-
Additional paid-in capital	669	29,561	6,942	1,006	-
Retained deficit	(1,289,445)	(1,246,921)	(1,804,143)	(1,881,520)	-
Accumulated other comprehensive loss	(1,984)	(2,661)	(3,548)	(3,110)	-
Total Stock Holders Deficit	(1,290,202)	(1,219,465)	(1,800,251)	(1,883,143)	(1,803,071)
Total liabilities and stockholders' deficit	525,255	619,280	799,845	716,295	781,797

17.2. Estado de Resultados

Consolidated Income Statements (In Thousands US Dollars)					
	2013	2014	2015	2016	2017
INGRESOS					
Tiendas Domésticas Propias	337,414	348,497	396,916	439,024	225,975
Tiendas Domésticas Franquiciadas	212,369	230,192	272,808	312,260	162,304
Cadena de suministro	1,118,873	1,262,523	1,383,161	1,544,345	778,657
Tiendas internacionales	133,567	152,621	163,643	176,999	85,892
Total revenues	1,802,223	1,993,833	2,216,528	2,472,628	1,252,828
COST OF SALES:					
Domestic Company-owned stores	256,596	267,385	299,294	331,860	176,224
Supply chain	996,653	1,131,682	1,234,103	1,373,077	689,943
Total cost of sales	1,253,249	1,399,067	1,533,397	1,704,937	866,167
OPERATING MARGIN	548,974	594,766	683,131	767,691	386,661
GENERAL AND ADMINISTRATIVE	235,163	249,405	277,692	313,649	157,760
INCOME FROM OPERATIONS	313,811	345,361	405,439	454,042	228,901
INTEREST INCOME	160	143	313	685	0
INTEREST EXPENSE	-88,872	-86,881	-99,537	-110,069	-49,855
INCOME BEFORE PROVISION FOR INCOME TAXES	225,099	258,623	306,215	344,658	179,046
PROVISION FOR INCOME TAXES	82,114	96,036	113,426	129,980	50,836
NET INCOME	142,985	162,587	192,789	214,678	128,210
EARNINGS PER SHARE:					
Common Stock – basic	2.58	2.96	3.58	4.41	-
Common Stock – diluted	2.48	2.86	3.47	4.30	2.58
DIVIDENDS DECLARED PER SHARE	0.80	1.00	1.24	1.52	0.92
NET INCOME	142,985	162,587	192,789	214,678	128,210
OTHER COMPREHENSIVE INCOME (LOSS), BEFORE TAX:					
Currency translation adjustment	432	-1,468	-2,076	-94	
	432	-1,468	-2,076	-94	0
TAX ATTRIBUTES OF ITEMS IN OTHER COMPREHENSIVE INCOME (LOSS):					
Currency translation adjustment	-30	791	1,189	532	
	-30	791	1,189	532	0
OTHER COMPREHENSIVE INCOME (LOSS), NET OF TAX	402	-677	-887	438	0
COMPREHENSIVE INCOME	143,387	161,910	191,902	215,116	128,210