

***TELEPIZZA, S.A.***  
***Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.***

***Integración de Telechef Corporación, S.A.***  
***en Telepizza, S.A. Valoraciones y relación de canje***

***20 de diciembre de 1999***

**Sr. D. Carlos López Casas**  
**Consajero Delegado**  
**Telepizza, S.A.**

20 de diciembre de 1999

**Integración de TELECHEF en TELEPIZZA. Valoraciones y relación de canje**

De acuerdo con los términos de nuestra propuesta de servicios de fecha 5 de noviembre de 1999 y el anexo a la misma de fecha 12 de noviembre de 1999, hemos llevado a cabo una valoración de Telechef Corporación, S.A. ("TELECHEF") desde la perspectiva de su integración en Telepizza, S.A. ("TELEPIZZA"), mediante una aportación no dineraria como contrapartida a una ampliación de capital. Hemos estimado así mismo la relación de canje correspondiente.

2. El objetivo de nuestra intervención ha sido estimar unos valores equitativos y razonables ("fair value") para la transacción propuesta. En consecuencia, las estimaciones realizadas no deben considerarse potencialmente aplicables a transacciones establecidas en otros términos.

3. Entendemos que nuestras estimaciones servirán de base a los Administradores de ambas compañías para proponer a las respectivas Juntas de Accionistas la relación de canje correspondiente a la integración efectiva de TELECHEF en TELEPIZZA.

4. Nuestras estimaciones de valor y la correspondiente relación de canje se han efectuado considerando las metodologías, procedimientos, hipótesis y criterios descritos en las Secciones IV a VII de nuestro informe y dentro del alcance mencionado en la Sección I.

Sr. D. José Carlos Olcese  
Telechef Corporación, S.A.  
20 de diciembre de 1999

Sr. D. Carlos López Casas  
Telepizza, S.A.

## Conclusión

5. En nuestra opinión, en el contexto de la operación propuesta, es razonable y equitativo atribuir a TELECHEF un valor de Ptas. 7.637 millones, estimado sobre la base de considerar el impacto que tendría la integración de TELECHEF en el negocio de TELEPIZZA y de repartir el valor adicional generado entre ambas compañías según criterios objetivos de distribución.

6. Dicha atribución de valor supone la realización de un aumento de capital de 8.938.900 acciones (el 4,1642423% de su capital actual) en TELEPIZZA como contrapartida a la aportación no dineraria a realizar.

7. De dichas estimaciones se deduce la siguiente relación de canje:

- 1 acción de TELECHEF de la serie A, de 10.000 pesetas de valor nominal, por 253,0259 acciones de TELEPIZZA de 0,03 euros de valor nominal.
- 1 acción de TELECHEF de la serie B, de 1.500 pesetas de valor nominal, por 37,9539 acciones de TELEPIZZA de 0,03 euros de valor nominal.

8. Las valoraciones y la relación de canje mencionadas asumen el cumplimiento futuro de determinadas hipótesis:

- La realización de las decisiones tomadas por el Comité de Integración de ambas sociedades, reflejadas como hipótesis básicas de desarrollo futuro del negocio integrado.
- Que los accionistas de TELECHEF asumirán determinadas operaciones, en particular:
  - El 20% del personal de estructura actual de TELECHEF, el cual no será incorporado a TELEPIZZA
  - El coste de rescisión de determinados contratos
  - No incluir en el proyecto de integración la Concesión de un solar en Mercamadrid, cuyos costes, correspondientemente, tampoco han sido tenidos en cuenta
- El nivel de deuda neta y capital circulante neto estimado para TELECHEF al 28 de febrero del 2000.

Sr. D. José Carlos Olcese  
Telechef Corporación, S.A.  
20 de diciembre de 1999

Sr. D. Carlos López Casas  
Telepizza, S.A.

9. Por otro lado, el proyecto de integración, en su fase de desarrollo actual y, en consecuencia, nuestras conclusiones no consideran el eventual valor adicional que pudiera generar, la posible contribución de TELECHEF al negocio internacional de TELEPIZZA, así como otras actividades de TELECHEF, de reciente creación, como catering y ventas a grandes superficies.

10. El Informe adjunto está distribuido en las siguientes secciones:

Sección I	Objetivo y alcance de las valoraciones
Sección II	Base de las valoraciones y metodologías utilizadas
Sección III	Breve descripción del mercado
Sección IV	Valoración de TELEPIZZA "stand-alone"
Sección V	Valoración de TELECHEF "stand-alone"
Sección VI	Valoración del negocio aportado por la integración de TELECHEF en TELEPIZZA
Sección VII	Relación de canje

11. Aunque estimamos que nuestras valoraciones y la relación de canje correspondiente son razonables y defendibles en base a la información disponible, debemos indicar que la valoración de negocios no es una ciencia exacta. En estas circunstancias, no podemos asegurar que terceras partes estén necesariamente de acuerdo con nuestras conclusiones.

12. Nos encontramos a su disposición para aclararle cualquier duda relacionada con el presente informe

Atentamente,

**PricewaterhouseCoopers Corporate Finance, S.L.**

**Miguel Sanjurjo**  
Socio

## INDICE

---

<b>Sección</b>	<b>Contenido</b>	<b>Página</b>
<b>1</b>	<b>Objetivo y alcance de las valoraciones</b>	4 – 13
1.1	Antecedentes y Objetivo	5 – 6
1.2	Alcance	7
1.3	Información disponible	8 – 10
1.4	Limitaciones generales	11 – 12
1.5	Limitaciones específicas	13
<b>2</b>	<b>Base de las valoraciones y metodologías utilizadas</b>	14 – 21
2.1	Base de las valoraciones – Valor justo o razonable	15
2.2	Fecha de las valoraciones	16
2.3	Metodologías de valoración	17 – 18
2.4	El Descuento de Flujos de Caja	19
2.5	Contraste con múltiplos de compañías comparables	20
2.6	Valoración de las aportaciones al negocio conjunto	21
<b>3</b>	<b>Breve descripción del mercado</b>	22 – 38
3.1	Visión General	23 – 24
3.2	Productos y Mercados	25 – 29
3.3	Entorno Competitivo	30 – 35
3.4	Visión de futuro	36 - 38

## INDICE

<b>Sección</b>	<b>Contenido</b>	<b>Página</b>
<b>4</b>	<b>Valoración de TELEPIZZA “stand-alone”</b>	<b>39 – 63</b>
4.1	El proceso	40 – 43
4.1.1	Enfoque de la valoración	41
4.1.2	Metodología utilizada	42 – 43
4.2	Descuento de Flujos de Caja	44 – 57
4.2.1	Proyecciones financieras	45 – 52
4.2.2	La tasa de descuento	53 – 55
4.2.3	Valor residual	56
4.2.4	Resumen de valores según DFC	57
4.3	Método de contraste	58 - 61
4.3.1	Enfoque	58
4.3.2	Compañías cotizadas	59 – 61
4.4	Conclusión de valores	62 - 63
<b>5</b>	<b>Valoración de TELECHEF “stand-alone”</b>	<b>64 – 82</b>
5.1	El proceso	65 – 66
5.2	Proyecciones financieras	67 – 75
5.3	La tasa de descuento	76 – 78
5.4	Los flujos de caja descontados	79
5.5	Valor residual	80
5.6	Análisis de sensibilidad	81
5.7	Opinión sobre el valor de TELECHEF	82

## INDICE

<b>Sección</b>	<b>Contenido</b>	<b>Página</b>
<b>6</b>	<b>Valoración del negocio aportado por la integración de TELECHEF en TELEPIZZA</b>	<b>83 – 107</b>
6.1	El proyecto de integración	84 – 85
6.2	El proceso	86 – 87
6.3	Proyecciones financieras	88 – 98
6.4	La tasa de descuento	99
6.5	Valor residual	100
6.6	Resumen de valores según DFC	101 – 103
6.7	Distribución del valor del negocio aportado por TELECHEF y TELEPIZZA	104 – 106
6.8	Opinión sobre el valor del negocio aportado por TELECHEF	107
<b>7</b>	<b>Relación de canje</b>	<b>108 – 110</b>
7.1	Relación de canje	109
7.2	Efectos de la integración en el valor de TELEPIZZA	110

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

## ***1 Objetivo y alcance de las valoraciones***

### ***Contenido***

- 1.1 Antecedentes y Objetivo**
- 1.2 Alcance**
- 1.3 Información disponible**
- 1.4 Limitaciones generales**
- 1.5 Limitaciones específicas**

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

## **1.1 Antecedentes y Objetivo**

101. En octubre de 1999 tuvo lugar una venta de acciones de TELEPIZZA por la cual el hasta entonces principal accionista de la compañía, Sr. Fernández Pujals, vendió su participación del 30,3%. Esto se realizó mediante dos operaciones: la compra por parte de los accionistas de TELECHEF de un 5,4% y una Oferta Pública de Venta Institucional por la que un grupo de importantes inversores institucionales tomó el 24,9% restante.

102. TELEPIZZA es el líder indiscutible del sector “*Delivery*”/“*fastfood*” en España. La compañía ha venido desarrollando una política de diversificación que, hasta ahora, no ha dado los frutos deseados. Esto se ha llevado a cabo, fundamentalmente, a través del lanzamiento de Telegrill y Teleoriental.

103. Por su parte, TELECHEF ha realizado en los últimos años cuantiosas inversiones para el desarrollo de productos destinados a la venta con entrega a domicilio, y para la puesta a punto de procesos óptimos de producción y distribución, habiendo logrado importantes resultados tecnológicos, especialmente en productos complementarios a la Pizza.

104. Como resultado de la toma de participación de TELECHEF en TELEPIZZA, y con el fin de aprovechar las fortalezas de ambas compañías, la de posesión de tecnologías y *Know-how* sobre productos complementarios en el caso de la primera y el liderazgo de la segunda, la Dirección de ambas compañías ha decidido integrar las actividades de TELECHEF y TELEPIZZA.

105. Entendemos que el objetivo fundamental de nuestra intervención es determinar la relación de canje que se produce entre las acciones de TELEPIZZA que está previsto sean emitidas en el correspondiente aumento de capital y las de TELECHEF que se entreguen en el contexto de la integración de los negocios de ambas compañías mediante una aportación “no dineraria” de TELECHEF en contrapartida al mencionado aumento de capital en TELEPIZZA.

106. Es nuestro objetivo, por tanto, obtener una estimación del valor que es justo (“*fair value*”) o razonable atribuir a ambas sociedades para la transacción propuesta, considerando los efectos de la integración y los valores que, razonablemente, estimamos que aporta cada compañía al negocio conjunto.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

## **1.1 Antecedentes y Objetivo (Cont.)**

107. Sobre la base de las valoraciones de las Compañías, hemos estimado la relación de canje de las acciones y el importe de la ampliación de capital de TELEPIZZA necesaria para la integración del negocio de TELECHEF.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

## **1.2 Alcance**

108. Nuestro trabajo se ha realizado fundamentalmente sobre la base de la información facilitada por ambas sociedades y de las conversaciones mantenidas con la Dirección de TELEPIZZA y TELECHEF, incluyendo el Comité de Integración (constituido por directivos de ambas compañías al objeto de analizar la Integración propuesta), así como a través de nuestro conocimiento de ambos negocios y del sector donde operan.

109. Como se explica en la Sección 6 de este Informe, hemos adoptado la metodología del Descuento de Flujos de Caja como método principal para la valoración de la aportación que TELEPIZZA y TELECHEF hacen al negocio conjunto. Para aplicar esta metodología, hemos estimado los flujos de caja libres de apalancamiento de las aportaciones de cada compañía, partiendo básicamente de los modelos financieros de proyecciones preparados por nosotros sobre la base de las hipótesis de evolución futura del negocio conjunto proporcionadas por la Dirección de las Compañías, con algunas modificaciones.

110. Sobre los modelos que sirven de base para la valoración de las aportaciones al negocio conjunto de TELEPIZZA y de TELECHEF, hemos efectuado los ejercicios de sensibilidad que hemos creído convenientes con el fin de evaluar el impacto potencial sobre los valores de la modificación de ciertas hipótesis básicas.

111. Así mismo, tal como se detalla en las Secciones 4 y 5 de este Informe, hemos realizado una valoración de TELEPIZZA y TELECHEF por sí mismas ("*stand-alone*"), es decir, sin considerar la integración de sus negocios. Los valores así obtenidos sirven de punto de referencia para determinar la valoración justa y razonable de las acciones de las Compañías, utilizadas para determinar la relación de canje, en el contexto de la prevista operación.

112. Como consecuencia de las estimaciones mencionadas en los anteriores párrafos, se ha estimado finalmente la relación de canje de las acciones de TELEPIZZA y TELECHEF y la ampliación de capital necesaria para la integración del negocio de TELECHEF en TELEPIZZA.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

### **1.3 Información disponible**

113. Para la realización de nuestro trabajo, hemos mantenido conversaciones fundamentalmente con las siguientes personas y Organos de dirección responsables de TELEPIZZA y TELECHEF:

#### **TELEPIZZA**

- D. Carlos López Casas - Consejero Delegado
- D. Félix Díaz - Subdirector General
- D. Alfonso Fernández - Director de Inversiones
- D. Javier Alonso - Analista de Inversiones
- Comisión Delegada para la Integración del Consejo de Administración de TELEPIZZA

#### **TELECHEF**

- D. José Carlos Olcese - Presidente y accionista
- D. Aldo Olcese - Accionista
- D. Gustavo Durán - Consejero Delegado y accionista
- D. José María Arpón - Subdirector General
- D. Igor Albiol - Director Financiero
- D. Ricardo Perelli - Director de Recursos Humanos
- D. Carlos Rodrigo - Director de Organización de FINCORP

114. Por último, también hemos mantenido conversaciones con los auditores de TELECHEF sobre las cuentas consolidadas de TELECHEF a 30 de septiembre de 1999.

## **TELEPIZZA, S.A.**

### **Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

#### **1.3 Información disponible (Cont.)**

115. La documentación básica facilitada para nuestra consideración y utilizada para la valoración ha sido la siguiente:

- Cuentas Anuales de TELEPIZZA, auditadas por Ernst & Young, a 31 de diciembre de 1996, 1997 y 1998 y estados financieros a 30 de septiembre de 1999.
  - Cuentas Anuales de Proyectos de Hostelería, S.A., Telechef Cataluña, S.L. y Telechef Corporación, S.A., todas ellas auditadas por KPMG, e informe especial sobre su combinación a 31 de diciembre de 1998 realizado también por KPMG.
  - Estados financieros auditados consolidados de TELECHEF a 30 de septiembre de 1999.
  - Diversos informes de analistas financieros sobre TELEPIZZA y TELECHEF.
  - Presupuesto y Plan de Negocio de TELECHEF “*stand-alone*” para el período comprendido entre el 1 de enero de 1999 y el 31 de diciembre del 2008.
  - Presupuesto de TELEPIZZA “*stand-alone*” para 1999.
  - Acuerdo de Intenciones sobre la integración de TELECHEF en TELEPIZZA.
  - Propuesta de TELECHEF al Comité de Integración de TELEPIZZA sobre la implantación de una estación mixta para la producción y venta de bocadillos y hamburguesas en tiendas TELEPIZZA, de noviembre de 1999, en relación a la que, según hemos sido informados, se firmó un acuerdo entre ambas partes.
  - Diversas presentaciones realizadas por la Dirección de TELECHEF sobre la integración de TELECHEF en TELEPIZZA.
- 
- Plan de Negocio de la fábrica de TELECHEF en el escenario de integración en TELEPIZZA para los ejercicios 2000-2008, elaborado por la Dirección de TELECHEF.
  - Plan de Negocio de las estaciones mixtas para los ejercicios 2000-2009, elaborado por la Dirección de TELECHEF.

**TELEPIZZA, S.A.**

**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

### **1.3 Información disponible (Cont.)**

- Hipótesis de evolución futura de TELECHEF en “*stand-alone*” y del negocio que se aporta a TELEPIZZA por la integración de TELECHEF.
- Datos referentes a los resultados del test que se está realizando en las tiendas piloto del concepto TELEPIZZA-TELECHEF.
- Detalle de las inversiones realizadas en dos tiendas piloto TELEPIZZA-TELECHEF.
- Cuenta de resultados mensualizada de la fábrica de TELEPIZZA a 30 de septiembre de 1999.
- Datos históricos de TELEPIZZA sobre la evolución de las tiendas TELEPIZZA-TELEGRILL, lanzamiento del “spaghetti” en las tiendas TELEPIZZA, etc.
- Informes sectoriales:
  - Informe del mercado de “*fastfood*” en España – *Euromonitor*, 1998
  - Informe del mercado de “*fastfood*” en España – *DBK*, 1999
  - Informe de la demanda en el sector de “*fastfood*” – *DBK*, 1999

116. Hemos obtenido, asimismo, información del mercado en el que operan las Compañías lo que nos ha permitido evaluar las hipótesis básicas utilizadas por la Dirección de TELEPIZZA y TELECHEF, así como por el Comité de Integración, en la elaboración de las proyecciones.

117. Así mismo, hemos obtenido información sobre las principales compañías que operan en el sector a nivel internacional: múltiplos sobre variables críticas, rentabilidades, etc.

---

118. Nuestro trabajo se ha llevado a cabo principalmente en las oficinas de TELEPIZZA, TELECHEF y en nuestras propias oficinas, si bien hemos visitado dos de las tiendas piloto TELEPIZZA-TELECHEF.

**TELEPIZZA, S.A.**

**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

#### **1.4 Limitaciones generales**

119. En la realización de nuestro trabajo nos hemos apoyado fundamentalmente en la información facilitada por la Dirección de TELEPIZZA y TELECHEF. No hemos realizado una auditoría de acuerdo con Normas de Auditoría (Generalmente Aceptadas de las Cuentas Anuales de TELEPIZZA y TELECHEF a ninguna fecha, ni de las demás informaciones financieras que aparecen en el presente informe, y por tanto, no estamos en condiciones de expresar nuestra opinión profesional sobre las mismas, si bien KPMG ha auditado los estados financieros de TELECHEF a 30 de septiembre de 1999. De haber realizado nosotros dicha auditoría, podrían haberse detectado otros puntos que les hubieran sido comunicados y que podrían afectar al valor estimado para ambas sociedades y a la relación de canje estimada.

120. Tenemos conocimiento de que el despacho jurídico Cuatrecasas ha realizado un due diligence fiscal y legal de TELECHEF a diciembre de 1999. No obstante, nuestra intervención no ha incluido nuestra revisión directa de la situación de las Compañías desde el punto de vista medioambiental, fiscal, legal, laboral, registral, problemática del EURO y año 2000 o de cualquier otro punto de vista. Las posibles contingencias derivadas de cualquier incumplimiento relativo a estos aspectos, de existir, no han sido objeto de análisis por nuestra parte, ni consideradas en los valores finalmente estimados.

121. Nuestras estimaciones del valor que es razonable atribuir a TELECHEF, de las aportaciones de cada compañía al negocio conjunto resultante de la integración de los negocios de TELECHEF y TELEPIZZA y de la ecuación de canje resultante de las valoraciones, están basadas en métodos comúnmente aceptados en la profesión. Aunque estimamos que nuestras estimaciones son razonables y defendibles sobre la base de la información disponible, debemos indicar que las valoraciones de negocios no son una ciencia exacta, sino un ejercicio basado en la experiencia y en el empleo de hipótesis, que contienen cierta dosis de subjetividad. En estas circunstancias, no es posible asegurar que terceras partes estén necesariamente de acuerdo con nuestras conclusiones.

122. Como parte de nuestro trabajo hemos analizado globalmente la razonabilidad de las hipótesis de desarrollo futuro del negocio de TELECHEF y del negocio conjunto de TELEPIZZA y TELECHEF preparadas por la Dirección de las Compañías, fundamentalmente mediante su comparación con información histórica y su contraste con estudios e información de mercado existentes. También, hemos tratado de analizar globalmente las cifras proyectadas de TELECHEF y del negocio conjunto para el período de 10 años finalizado el 31 de diciembre de 2009 desde el punto de vista técnico-financiero.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

#### **1.4 Limitaciones generales (Cont.)**

123. En las Secciones siguientes de este Informe se incluye una descripción de las hipótesis básicas empleadas en la elaboración de las proyecciones financieras, así como los métodos de valoración utilizados. El presente informe no incluye una descripción exhaustiva de las actividades de TELEPIZZA y TELECHEF, puesto que no se ha considerado necesario para el propósito del trabajo.

124. El presente informe ha sido preparado exclusivamente en relación con el objetivo enunciado anteriormente, por lo que no podrá ser mostrado ni distribuido con ningún otro fin a personas distintas a los Accionistas, Consejeros y Directivos, asesores de las Compañías, el Experto Independiente que nombre el Registrador Mercantil para evaluar la operación, y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (que podrá incluir el presente Informe en el correspondiente Registro Público). No aceptamos ninguna responsabilidad ante terceros por la utilización de este informe para otro fin distinto del anteriormente especificado.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

## **1.5 Limitaciones específicas**

125. Dado que nuestra intervención ha ido principalmente encaminada a determinar el valor adicional que surge en TELEPIZZA como consecuencia de la integración de TELECHEF, la Dirección de TELEPIZZA no nos ha facilitado información sobre sus hipótesis de evolución futura en situación de “*stand-alone*”, basando, en consecuencia, nuestra valoración del negocio de TELEPIZZA sin la integración de TELECHEF en informes recientes de analistas, en el análisis de compañías comparables, en datos de transacciones recientes con acciones de TELEPIZZA o compañías comparables, y en el estudio de la cotización de TELEPIZZA en distintos períodos de tiempo.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

## **2 Base de las valoraciones y metodologías utilizadas**

### **Contenido**

- 2.1 Base de las valoraciones – Valor justo o razonable**
- 2.2 Fecha de las valoraciones**
- 2.3 Metodologías de valoración**
- 2.4 El Descuento de Flujos de Caja**
- 2.5 Contraste con múltiplos de compañías comparables**
- 2.6 Valoración de las aportaciones al negocio conjunto**

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

## **2.1 Base de las valoraciones – Valor justo o razonable**

201. En el contexto de la determinación de una relación de canje razonable y equitativa entre las acciones de TELEPIZZA y TELECHEF, hemos adoptado como base para la valoración de las Compañías el concepto de valor justo o “*fair value*”.

202. La filosofía subyacente en el concepto de valor justo es la de ser equitativo con ambas partes, por lo que es en principio conveniente considerar el efecto que tendrán, sobre los resultados del negocio conjunto, las sinergias resultantes de la integración. Este efecto ha de ser lógicamente atribuido a la compañía que lo origina.

203. Este enfoque supone la determinación de los valores “en juego” con el objetivo fundamental de que la relación de canje sea equitativa y razonable, en el contexto concreto de la operación propuesta. Por tanto, los valores obtenidos partiendo de este enfoque no deben considerarse como “valores de mercado” válidos para cualquier otra transacción.

204. Para poder llegar a la determinación del valor de una compañía o negocio, tal como se define en los párrafos anteriores, es normalmente indispensable realizar un análisis con profundidad de su evolución histórica y sobre todo de sus perspectivas de evolución futura. Hemos llevado a cabo este análisis tanto para TELEPIZZA y TELECHEF individualmente consideradas como para las previsiones del negocio conjunto fruto de su integración.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

## **2.2 Fecha de las valoraciones**

205. La fecha a la que hacen referencia nuestras valoraciones de TELEPIZZA y TELECHEF, sobre cuya base hemos determinado la relación de canje de las acciones, es el 30 de septiembre de 1999.

206. No obstante, en lo que respecta a TELECHEF, se han incorporado a efectos de la valoración de su aportación en la integración una estimación, efectuada por su Dirección, de cómo evolucionará su Deuda y Capital circulante hasta el 28 de febrero del año 2000, fecha en la que se prevé en este momento la integración efectiva.

207. Hemos realizado nuestras valoraciones partiendo fundamentalmente de información financiera auditada a 31 de diciembre de 1997 y 1998, de información financiera a 30 de septiembre de 1999 (auditada para TELECHEF y no auditada para TELEPIZZA), y de los Planes de Negocio individuales y del negocio conjunto de TELEPIZZA y TELECHEF.

208. La Dirección de las Compañías nos informa que no tienen conocimiento de hechos posteriores al 30 de septiembre de 1999, de cualquier naturaleza, que puedan suponer un cambio sustancial en el valor del negocio de TELEPIZZA, TELECHEF y del negocio conjunto, que no nos hayan sido comunicados y que no hayan sido adecuadamente considerados en la presente valoración.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

### **2.3 Metodologías de valoración**

209. Entendemos que para valorar TELEPIZZA y TELECHEF en el contexto de su integración y al objeto de determinar una relación de canje es necesario considerar fundamentalmente el valor que aporta cada sociedad al valor resultante de la integración, teniendo en cuenta así mismo los valores de cada sociedad por sí misma ("*stand-alone*") como soporte de lo aportado.

210. En consecuencia, las metodologías de valoración empleadas deben basarse fundamentalmente en las previsiones sobre la evolución futura del negocio integrado.

211. Por lo tanto, hemos adoptado como método principal de estimación de valor para las acciones de TELECHEF el Descuento de Flujos de Caja ("DFC") del negocio que la compañía aporta a TELEPIZZA. Adicionalmente, hemos estimado el valor de TELECHEF "*stand-alone*" aplicando el DFC a las proyecciones de la compañía sin considerar su integración en TELEPIZZA.

212. Las razones para la aplicación de esta metodología son las siguientes:

- El valor de un negocio está representado en los flujos de caja futuros que previsiblemente pueda generar en los próximos años. El DFC es el método de valoración que mejor refleja la capacidad de un negocio de generar beneficios en un futuro, en definitiva, el objetivo último de los accionistas.
- El negocio se basa en la venta de comida rápida a domicilio. El DFC es el método que mejor se adapta a un negocio de estas características, ya que permite proyectar el negocio tanto de manera individual, como el negocio conjunto tras la integración en TELEPIZZA, así como plantear distintos escenarios sobre su evolución futura.

213. La Dirección de las Compañías tomó una serie de Acuerdos en los que se establece el método aplicar para la estimación del valor de TELEPIZZA de cara a la integración de su negocio con el de TELECHEF. Según estos Acuerdos el valor se corresponderá con el mayor de los dos siguientes valores:

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

### **2.3 Metodologías de valoración (Cont.)**

- El derivado de la cotización media de TELEPIZZA durante los 6 meses anteriores al 25 de octubre de 1999.
- El valor actual de los flujos de caja correspondientes al negocio conjunto que se considere razonablemente atribuible a TELEPIZZA, según los mismos cálculos empleados para valorar TELECHEF.

214. No obstante lo anterior, como consecuencia de las conversaciones mantenidas con la Dirección de ambas compañías, se amplió el alcance de la intervención de PricewaterhouseCoopers como valorador independiente de TELEPIZZA, en el contexto de la operación de integración, de tal modo que se incluyeran todos aquellos procedimientos de valoración que nos permitieran emitir una opinión sobre los valores en juego y la relación de canje correspondiente, sin ceñirnos exclusivamente a los procedimientos de valoración inicialmente acordados entre las partes.

215. En las diferentes Secciones del presente informe se analizan en detalle las metodologías concretas utilizadas en cada caso. No obstante, a continuación se destacan algunos aspectos generales de las principales metodologías empleadas.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

## **2.4 El Descuento de Flujos de Caja**

216. La aplicación de la metodología del DFC para la valoración de un negocio comprende las siguientes fases:

- Estimación de los flujos de caja libres de apalancamiento del negocio sobre la base de las proyecciones financieras.
  - Estimación del valor residual del negocio después del periodo contemplado, a partir de la capitalización a perpetuidad del flujo de caja del último año considerado, corregido por factores no recurrentes.
- 
- Cálculo de la tasa de descuento (equivalente al Coste Medio Ponderado de Capital).
  - Aplicación de la tasa de descuento a los flujos de caja del negocio para determinar el Valor Neto Presente ("VAN") del negocio.
  - Deducción de la posición neta de tesorería al comienzo del periodo proyectado.
-

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

## **2.5 Contraste con múltiplos de compañías comparables**

217. Este método consiste en la comparación de la compañía o negocio objeto de valoración con compañías cotizadas y transacciones de compañías que pertenecen al mismo sector. Así, el valor se obtiene mediante la aplicación a ciertas magnitudes de la compañía/negocio de ratios subyacentes en los precios a los cuales otras compañías similares cotizan en mercados organizados. Asimismo, se utilizan los múltiplos derivados de los precios pagados en transacciones de compañías no cotizadas.

218. Debido a la dificultad de encontrar referencias de compañías estrictamente comparables, esta metodología, si bien ha sido también aplicada, no ha sido finalmente ponderada en el resultado final de nuestro estudio.

**TELEPIZZA, S.A.**

**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

## **2.6 Valoración de las aportaciones al negocio conjunto**

219. Con el fin de obtener el valor justo de TELEPIZZA y TELECHEF y llegar a una relación de canje razonable y equitativa, se ha valorado el impacto de la integración de los negocios de las Compañías. De este modo se ha obtenido un valor tanto de TELEPIZZA como de TELECHEF “para el canje”.

220. La valoración se efectúa fundamentalmente aplicando técnicas de Descuento de Flujos de Caja, sobre las proyecciones financieras del negocio conjunto, una vez finalizada la integración.

221. Una vez determinado el valor del negocio conjunto, se analiza la aportación al mismo de cada una de las partes (ver Sección 6).

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas deTELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

### **3 Breve descripción del mercado**

#### **Contenido**

- 3.1 Visión General**
- 3.2 Productos y Mercados**
- 3.3 Entorno Competitivo**
- 3.4 Visión de futuro**

### **3.1 Visión General**

301. El mercado del “*fastfood*” en España ha crecido mucho en los últimos años y aunque se espera que en el futuro se vaya frenando esta evolución de grandes crecimientos todavía sigue aumentando su tamaño a un buen ritmo.

302. Los motivos fundamentales de este crecimiento hay que buscarlos en un cambio del comportamiento del consumidor en relación con sus hábitos de alimentación y vida, así como, en el empuje desarrollado por algunas empresas que han conseguido crear mercado. Este hecho ha producido el desarrollo de una serie de empresas que operan en el sector, que van desde las multinacionales del “*fastfood*” afincadas en nuestro país, a las empresas nacionales que han desarrollado un modelo propio de negocio dentro del sector.

303. Dentro de este mercado es importante hacer una clara diferenciación atendiendo a los servicios y productos que se ofrecen, puesto que en la combinación de los mismos es dónde se define el entorno competitivo de las empresas que operan en el sector.

304. Entre los principales productos tenemos, la pizza, la hamburguesa y el bocadillo y respecto a los servicios, la distinción fundamental se produce entre los de restauración en sala y los de entrega a domicilio.

305. Desde un punto de vista competitivo, se produce una situación diferente entre el segmento clásico del “*fastfood*”, relacionado con las empresas multinacionales instaladas en España que trabajan enfocadas en el segmento de la hamburguesa en sala y los nuevos segmentos de mercado desarrollados, algunos a partir de productos más tradicionales de la comida española como los bocadillos.

306. En el primer segmento, la situación competitiva es mucho más fuerte que en el segundo debido a que son empresas que tienen un modelo de negocio muy desarrollado, con una alta capacidad financiera y con una baja diferenciación en su oferta. En el segundo segmento, en el que resaltan fundamentalmente los bocadillos, la situación es menos competitiva debido al reciente desarrollado del mercado.

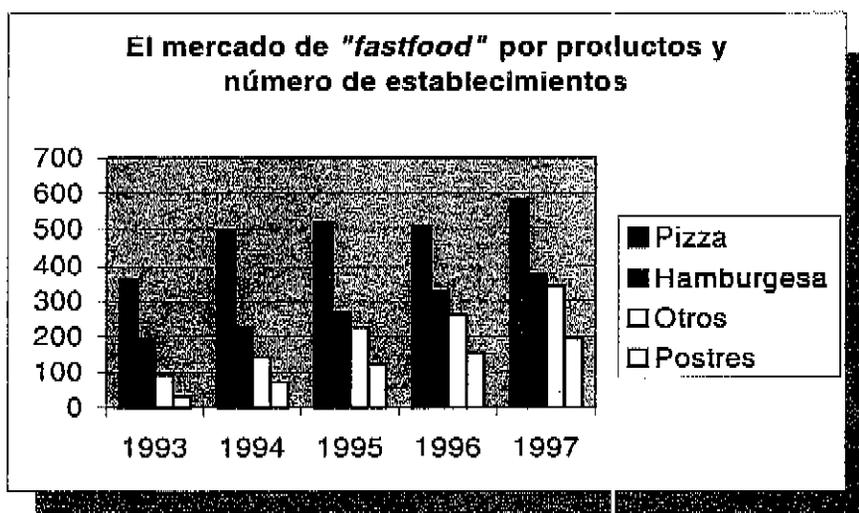
307. Sin embargo, dentro de este análisis competitivo, es interesante resaltar la situación de TELEPIZZA por haber sido capaz de hacerse con una posición de liderazgo en un segmento clásico del “*fastfood*”, la pizza, en el que operan multinacionales como es el caso de PizzaHut.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas deTELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**3.1 Visión General (Cont.)**

308. La demanda del mercado se mantiene fuerte por estar generada por factores socioeconómicos y demográficos muy sólidos, como es la incorporación de la mujer al trabajo, la reducción del número de personas por unidad familiar, la apertura a nuevos tipos de cocina, la dedicación de mayor número de horas al trabajo, la vida social relacionada con la televisión, la simplificación y reducción de horas dedicadas a cocinar, etc.

309. El número de establecimientos ha crecido mucho, sin embargo todavía existe suficiente campo para crecer de forma considerable en los próximos años. Al mismo tiempo, la penetración del concepto de "fastfood" ha llegado a todos los rincones del país y las barreras culturales que podrían encontrarse en zonas no urbanas, ya no existen para determinados segmentos de la población.



Fuente: Euromonitor Market Direction/Company sources

310. Por este motivo, se estima un crecimiento futuro importante probablemente menor que el producido hasta ahora y en núcleos de población más pequeños que los desarrollados hasta la fecha. La estrategia competitiva que se desarrollará por parte de las principales empresas continuará siendo fundamentalmente la de especialización, tanto en productos como en servicios, lo que llevará a una mayor competencia entre las mismas que generará procesos de concentración y salidas de cadenas pequeñas.

**TELEPIZZA, S.A.**

**Accionistas deTELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

### **3.2 Productos y Mercados**

311. Se incluyen en el mismo epígrafe estos dos conceptos, productos y mercados, por ser fundamental establecer una clara diferenciación entre los mismos para entender bien el mercado de la comida rápida en España.

312. Probablemente el concepto que ayuda a aclarar lo que queremos decir sea el de sector, que podría definirse como el grupo de empresas que ofrecen productos o servicios que son prácticamente sustitutivos unos de otros.

313. De esta forma y utilizando la relación mencionada anteriormente de los principales productos y servicios del mercado, así como, los principales sectores que resultan de las posibles agrupaciones tendríamos:

#### **MERCADO DE COMIDA RÁPIDA**

<i><b>Productos</b></i>	<i><b>Servicios</b></i>	<i><b>Sectores</b></i>
Pizza	Envío	Sector 1
	Sala	Sector 3
Hamburguesa	Envío	Sector 1-2
	Sala	Sector 3
Bocadillo	Envío	Sector 1-2
	Sala	Sector 3

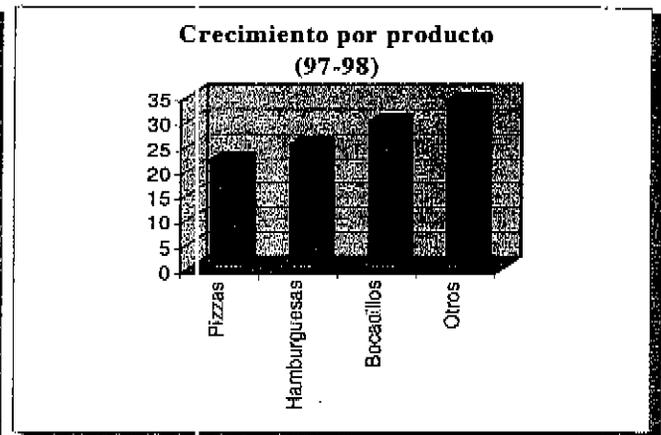
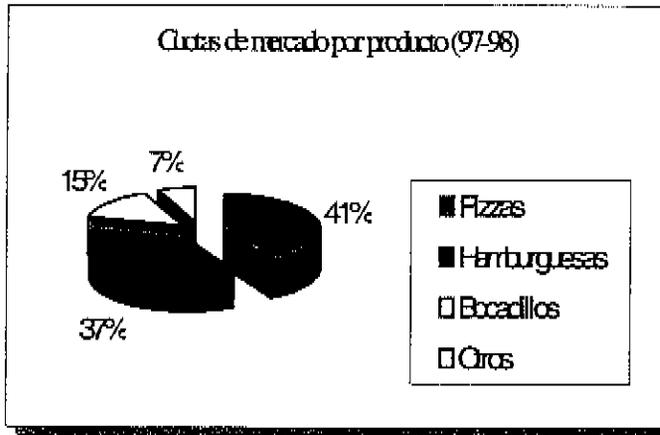
314. Analizando el cuadro anterior observamos que aunque el mercado parece uno, la realidad es que al combinarlo con los servicios y productos, obtenemos claras diferencias que en términos de sectores son mucho más evidentes.

315. El Sector 1 es el formado por las empresas cuyo producto y servicio está formado por el envío de pizza fundamentalmente, pero en las que el factor diferencial además de un buen producto se encuentra sobre todo en el servicio de entrega. La diferencia con el denominado 1-2 se encuentra en el tipo de producto pues la pizza, la hamburguesa y el bocadillo dependiendo de la comida del día se pueden considerar no sustituibles al 100%. El mercado desarrollado hasta la fecha considera la pizza más para la cena y el bocadillo o la hamburguesa para la comida.

### 3.2 Productos y Mercados (Cont.)

316. El Sector 3 está formado por aquellas empresas cuyo negocio se encuentra en la venta de productos de "fastfood" en local. En este caso el producto más desarrollado hasta la fecha ha sido la hamburguesa.

317. La dimensión y el crecimiento de los mercados atendiendo a los productos en el año 1998 han sido los siguientes:



Fuente: DBK

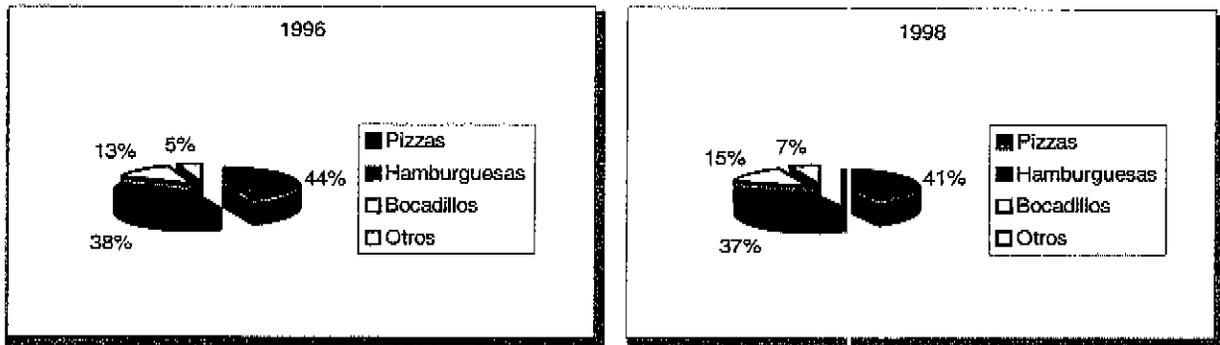
#### Distribución

318. Otra variable que es fundamental para conocer bien este mercado es la distribución. Viene determinada por el número de establecimientos, así como, por el tipo de canal que se utiliza para entregar al cliente el producto, lo que supone importantes diferencias en cuanto al tiempo total dedicado a la compra por parte del consumidor. Dado que como dijimos, el tiempo (el factor diferencial en la denominación inglesa de este mercado, es exactamente la rapidez, "fastfood") es uno de los elementos o el elemento determinante en la demanda de estos productos, parece interesante analizar este punto un poco más.

**TELEPIZZA, S.A.**  
 Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.

### 3.2 Productos y Mercados (Cont.)

#### Evolución del mercado por segmentos de producto, 1996-98



Fuente: DBK

319. Observando las posibles acciones de distribución del producto al consumidor por parte de las empresas, tenemos entre las principales las siguientes:

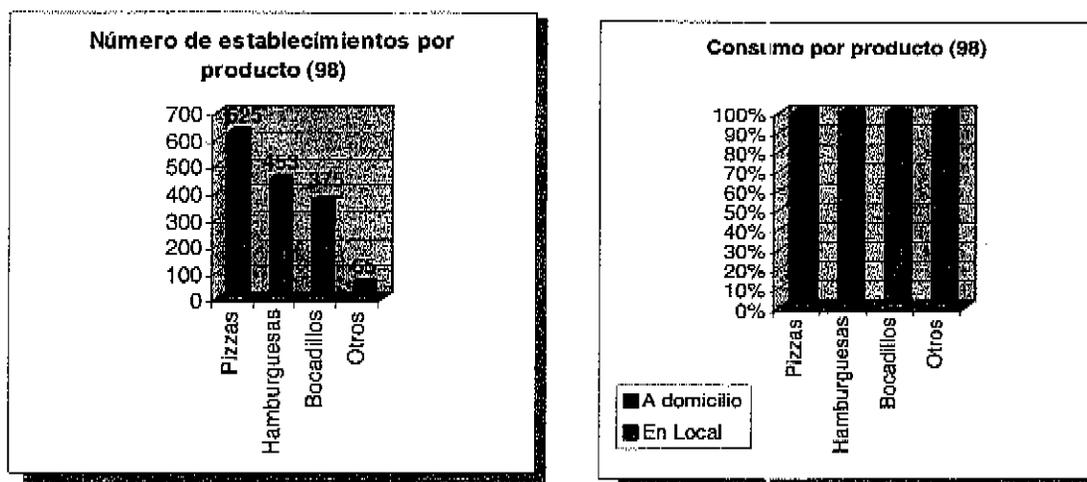
Tipo de Distribución	Decisión-Contacto	Tiempos	
		Contacto-Pedido	Pedido-Entrega
Entrega en domicilio	Comunicar con el teléfono	Inmediato	Disponible
Recoger con el coche	Llegar con el coche	Espera en coche	Inmediato
Recoger en local	Llegar y entrar al local	Espera corta de pie	Inmediato
Consumir en local	Llegar y entrar.	Espera de pie	Inmediato

320. De la tabla anterior observamos que es el servicio de entrega en domicilio el que responde de una forma más exacta a la definición de "fastfood", puesto que sobre todo en el tiempo que hemos denominado Decisión-Contacto y Pedido-Entrega se producen grandes ventajas de tiempo para el consumidor.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas deTELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**3.2 Productos y Mercados (Cont.)**

321. Al mismo tiempo, el número de establecimientos disponibles determina en gran medida todos estos tiempos analizados anteriormente y revisando las cifras disponibles de las principales empresas agrupadas por producto que operan en el mercado, tenemos:



Fuente: DBK

**Demanda**

322. Otro elemento fundamental a considerar para entender bien el mercado es la demanda. En relación con el perfil general del consumidor, podemos decir que está formado por un segmento de población que mayoritariamente se encuentra entre los 15 y los 35 años y que hay que diferenciar de nuevo dependiendo de la hora y día de consumo. Hay que tener en cuenta que el prescriptor, que también se encuentra en edades inferiores, se convertirá en el futuro en demandante directo.

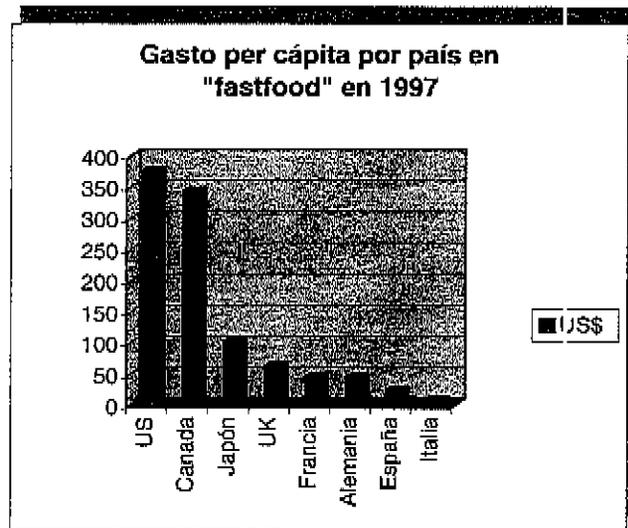
323. A las horas de comer, entre semana se suele encontrar el segmento formado por los empleados que comen fuera del hogar por motivos de trabajo y cuyas edades se encuentran entre los 25 y 35 años y en el fin de semana, podemos encontrar familias jóvenes con niños pequeños. En el caso de las conas, también dependiendo del día de la semana, el perfil puede variar, pero en general la gran diferencia se encuentra en los fines de semana en los que se encuentra el segmento de jóvenes entre 15 y 20 años y el de las parejas jóvenes con niños pequeños. Es durante los días no laborables cuando el segmento de consumidores es más claro centrándose en parejas jóvenes con hijos pequeños y jóvenes, siendo los primeros el principal grupo de consumidores del servicio a domicilio.

**TELEPIZZA, S.A.**

**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

### **3.2 Productos y Mercados (Cont.)**

324. El gasto per cápita en "fastfood" se encuentra en España a niveles inferiores a los que nos correspondería en relación con nuestro PIB per cápita, situándose en estos momentos en unas 4.600 pesetas, sin embargo su evolución ha sido muy rápida duplicándose en tan sólo tres años.



Fuente: Euromonitor Market Direction

325. Sin embargo lo más interesante para entender bien este gasto per cápita y su previsible evolución futura, es analizar los componentes y generadores de la demanda que se pueden resumir en los siguientes:

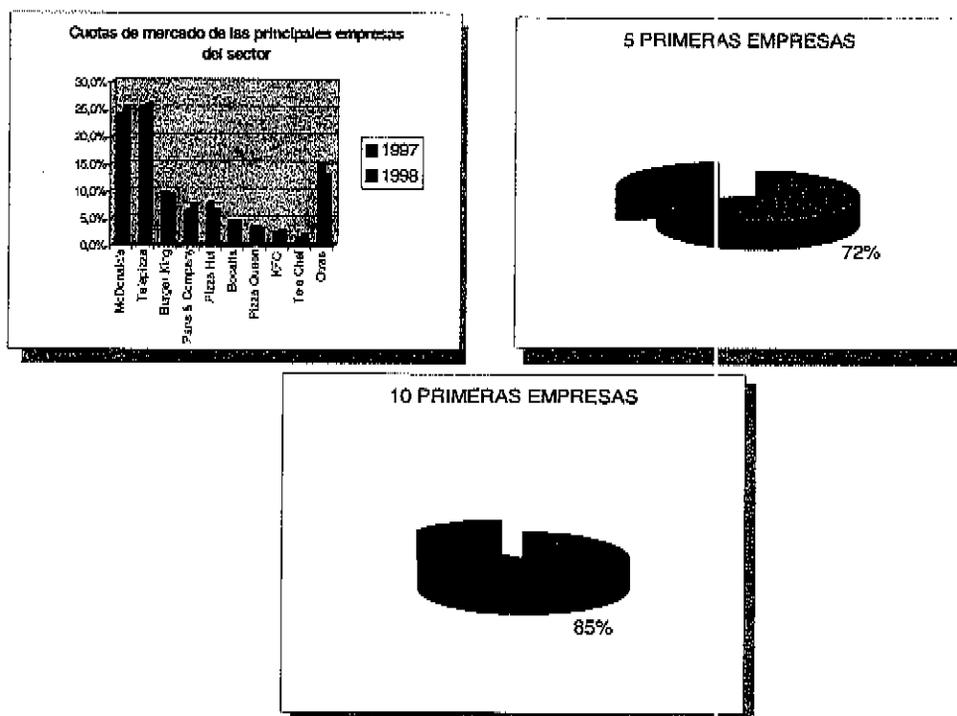
- Búsqueda de una mayor rapidez y sencillez en la compra, preparación y consumo de productos alimenticios.
- Aumento de la sensibilidad en precios en servicios de restauración
- Mayor valoración del tiempo de ocio y sus usos alternativos
- Más comidas fuera de casa y con menos tiempo para las mismas
- Mayor número de viviendas individuales
- Apertura a los cambios culturales en la alimentación

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**3.3 Entorno competitivo**

326. Hasta este punto hemos presentado todo el análisis en relación con el sector de comida rápida en España, sin hacer grandes diferenciaciones respecto a las empresas y sectores que operan en el mismo. Sin embargo, llegados a este punto se hace necesario hablar solamente de aquellas empresas que operan en el mismo sector en el que lo hacen tanto TELEPIZZA como TELECHEF y que representan una parte importante del mercado, pero no son el conjunto del mismo.

**Grado de Concentración de la Oferta, 1998.**



**TOTAL MERCADO: 185.300 MILL. PTAS.**

Fuente : DBK

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas deTELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**3.3 Entorno competitivo (Cont.)**

327. Principalmente estamos dejando fuera a las empresas que operan en el sector de los postres, en el de la comida tradicional española y en el de comidas de otras culturas. Nos estamos quedando por sectores y siguiendo con la segmentación de oferta presentada anteriormente con los siguientes grupos:

<u>Producto</u>	<u>Empresa</u>	<u>Servicio</u>	
		<u>Local</u>	<u>Entrega</u>
Pizzas	TelePizza	X	X
	PizzaHut	X	X
Hamburguesas	McDonald's	X	
	Burger King	X	
	TeleChef	X	X
Bocadillos	Pans & Company	X	

328. De este cuadro podemos deducir algunas características básicas que determinan el entorno competitivo del mercado y que podemos resumir en:

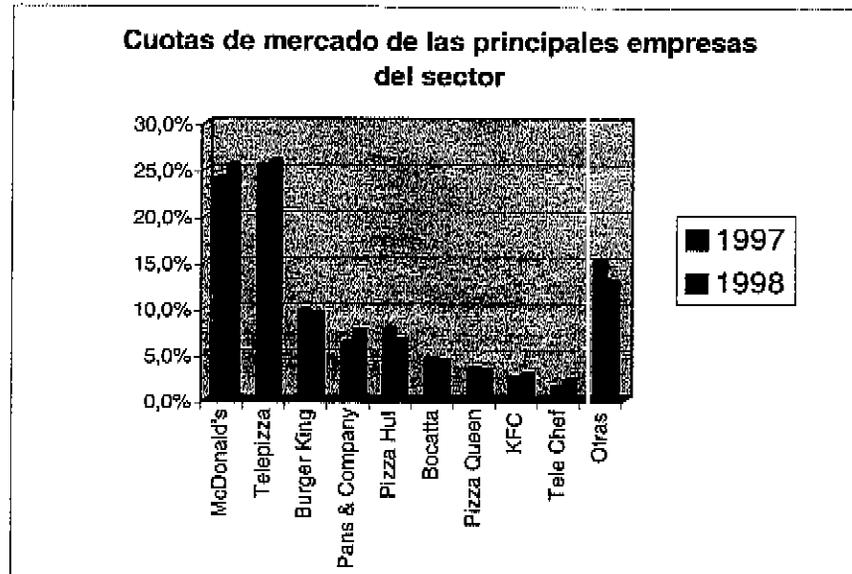
- Alta concentración competitiva al existir básicamente 6 empresas operando en el mercado con suficiente masa crítica (exceptuando Bocatta, Pizza Queen y KFC), cuestión que resulta de los procesos de compra producidos en los últimos años.
- Baja diversificación representada en el hecho de existir una sola compañía con una oferta completa de productos en toda la gama, TELECHEF.

**TELEPIZZA, S.A.**

**Accionistas deTELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

### 3.3 Entorno competitivo (Cont.)

- Como consecuencia del punto anterior, alta especialización que conlleva junto a los rápidos crecimientos existentes a una alta rivalidad competitiva entre las empresas que operan



Fuente: DBK

329. Aunque evidentemente podemos decir que todas estas compañías operan en el mismo sector, que podría denominarse como el de comida rápida apta para comidas y cenas, existe una importante diferencia entre los servicios de restauración que prestan unas y otras empresas por el hecho de no ser comparables en cuanto a la utilidad que prestan a los consumidores.

330. Mientras en el caso del consumo en local lo que se busca es un producto de restauración rápido, sencillo y barato principalmente y relacionado con el consumo de ocio, en el caso de la entrega se busca un servicio de restauración en el domicilio más relacionado con los productos pre-cocinados. Por este motivo en el primer caso hablamos sobre todo de producto mientras que en el segundo, el énfasis se centra en el servicio.

**TELEPIZZA, S.A.**

**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

### **3.3 Entorno competitivo (Cont.)**

331. Este hecho es fundamental para distinguir, en relación con las empresas TELEPIZZA y TELECHEF, dos tipos de competidores, los bisectoriales (local y domicilio) y los monosectoriales (sólo local).

#### **Competidores Bisectoriales**

332. En este sector nos encontramos únicamente a PizzaHut debido a que es el único competidor que desarrolla servicios de entrega a domicilio y tiene restauración en locales.

333. PizzaHut es del grupo multinacional Pepsico y tiene un acuerdo con el franquiciador Zena para el desarrollo de las franquicias. En relación con su capacidad competitiva con respecto a TELEPIZZA-TELECHEF podemos decir que dentro del grupo Pepsico se encuentra también KFC que posee una oferta muy completa de productos y la posibilidad del servicio de entrega a domicilio.

334. Pepsico separó sus negocios de restauración de los de alimentación y bebidas bajo la denominación de Tricon Restaurants International (TRI) en los que también se incluye la cadena de restauración Taco Bell .

335. PizzaHut mantiene una estrategia de producto diferente a la de TELEPIZZA, buscando un segmento menos sensible al precio y al mismo tiempo potenciando más sus ventas en local respecto a lo que representa el envío a domicilio.

336. En los últimos años ha desarrollado nuevos productos y los ha lanzado con unas potentes campañas en medios, resaltando en relación con sus servicios sus restaurantes y por tanto el consumo en local más que el "delivery".

337. Al mismo tiempo ha pasado de un esquema de control de la cadena, mediante un alto porcentaje de establecimientos en propiedad, a la potenciación de la franquicia como mecanismo de crecimiento de la red.

**TELEPIZZA, S.A.**

**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

### **3.3 Entorno competitivo (Cont.)**

#### **Competidores Monosectoriales**

338. Dentro de este apartado tenemos fundamentalmente a McDonald's y a Burger King. Ambos competidores los vamos a revisar a continuación.

339. En primer lugar McDonald's es el líder histórico del mercado mundial de "fastfood" y este hecho se ha repetido en nuestro país (donde ha conservado dicho liderazgo hasta que TELEPIZZA sobrepasó su facturación).

340. Sin embargo, al tratarse de sectores diferentes como hemos defendido en puntos anteriores, podríamos decir que McDonald's es líder en el sector de restauración de comida rápida en local y TELEPIZZA lo es para servicio de entrega a domicilio. Al mismo tiempo, la gama de productos en los que operan ambas empresas es diferente aunque se pueden considerar productos parcialmente sustitutivos, pues en ambos casos representan una comida completa, tanto la hamburguesa como la pizza.

341. McDonald's ha crecido desde su implantación de forma considerable y con el acuerdo alcanzado con la cadena de distribución PRYCA (ahora fusionada con Continente, lo que podría multiplicar de forma tremenda sus posibilidades) se ha asegurado un excelente canal de crecimiento para su red de establecimientos.

342. Su estrategia de crecimiento además de venir soportada por lo anteriormente comentado, tiene un gran punto de apoyo, tanto en la nueva estrategia de construcción de nuevos establecimientos prefabricados, que permite montarlos en tan solo 1 mes, como en la capacidad de financiación mediante créditos sin intereses por parte de la compañía madre.

343. Desde un punto de vista de futuro, también podría hacer cierta competencia a TELEPIZZA el desarrollo de los "drive-thru" o establecimientos denominados McAuto en los que se puede considerar que el cliente aprovechando ciertos desplazamientos pueda comprar de forma sencilla y rápida su comida o cena a un precio muy competitivo y sin necesidad de esperar 30 minutos. Teniendo presente el desarrollo de las zonas urbanas en los alrededores de las ciudades y el aumento de los desplazamientos en coche, este efecto puede ser importante a medio o largo plazo.

**TELEPIZZA, S.A.**

**Accionistas deTELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

### **3.3 Entorno competitivo (Cont.)**

344. En el caso de Burger King tenemos al pionero en el sector, pues empezó sus actividades en España en el año 1972. Su estrategia de desarrollo ha venido unida al desarrollo de establecimientos en puntos de tránsito de viajeros como gasolineras, aeropuertos, etc.

345. Como en el caso de McDonald's sus núcleos de población donde poder abrir un nuevo negocio deben tener una población de unos 100.000 habitantes lo que hacen complicado su desarrollo en zonas no muy densamente pobladas.

346. La fusión de Grand Metropolitan, propietaria de Burger King, con la multinacional de alimentación y bebidas Guinness dando como resultado el grupo Diageo, supone un importante potencial de desarrollo para la cadena en todo el mundo.

347. A diferencia de la evolución de McDonald's en el bienio 1997-1998 en el que la cadena pasó del 65,2 al 68,8% en cuota de mercado, en el caso de Burger King la cuota pasó del 26,4% al 25,6%

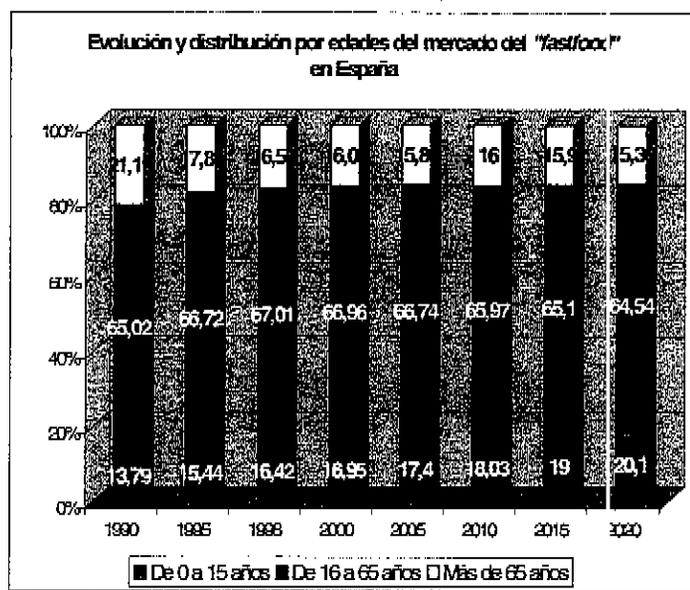
348. Burger King tiene definido su plan de expansión mediante el desarrollo de establecimientos propios como mecanismo de crecimiento, dejando en un segundo plano el desarrollo mediante franquicias. Al mismo tiempo, se concentrará en aumentar la superficie media que está definida como objetivo en unos 350 metros cuadrados.

**TELEPIZZA, S.A.**  
Accionistas de **TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

### 3.4 Visión de futuro

349. El mercado de comida rápida ha tenido un crecimiento muy rápido que se ralentizará un poco. El crecimiento futuro, vendrá por el desarrollo de núcleos más pequeños y los productos más diferenciados que incorporer más servicio añadido. En cualquier caso se esperan crecimientos anuales en torno al 20%.

350. Los componentes de la demanda son seguros y con perspectivas de crecimiento continuado como el mayor consumo en ocio, el cambio de comportamiento respecto a la cocina y a los productos a consumir y el menor tiempo disponible para comer fuera de casa y dentro de la misma. Al mismo tiempo, el turismo será un factor que para los establecimientos con local en zonas turísticas asegura un gran porcentaje de las ventas.



Fuente: DBK

351. Aún así, se espera un aumento de la rivalidad competitiva que mantenga la guerra de precios existente y las promociones, lo que afectará al valor generado por el mercado.

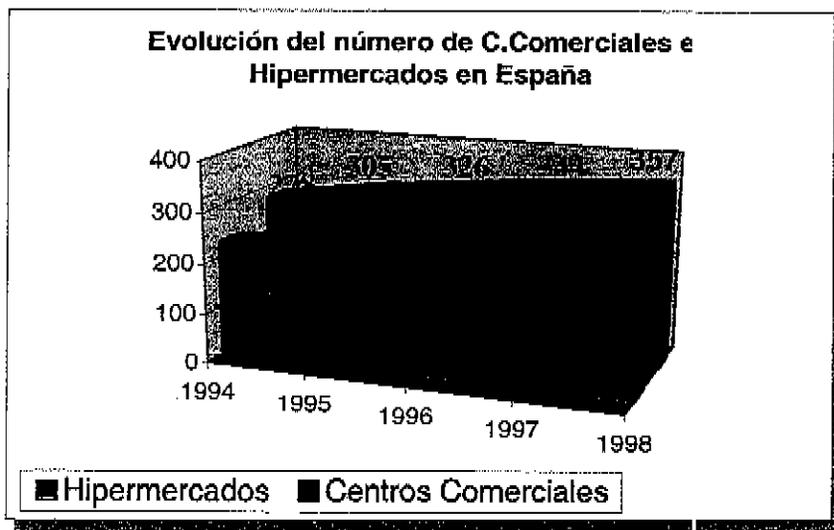
**TELEPIZZA, S.A.**

**Accionistas deTELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

### **3.4 Visión de futuro (Cont.)**

352. En relación con la gama de productos, se buscará ampliar la oferta de forma que se pueda ofrecer a los consumidores iniciales, elementos para que puedan seguir siéndolo y de esta forma aumentar el segmento de edad consumidor como sucede en países con un mercado más maduro.

353. Las posibilidades de crecimiento pueden venir dadas, en el caso de consumo en sala, con el desarrollo de los centros comerciales ya que como comentamos anteriormente las grandes superficies tienen su crecimiento limitado. En estos establecimientos se puede producir una buena complementariedad entre los competidores, al ofrecer conjuntamente una oferta completa compartiendo sala.



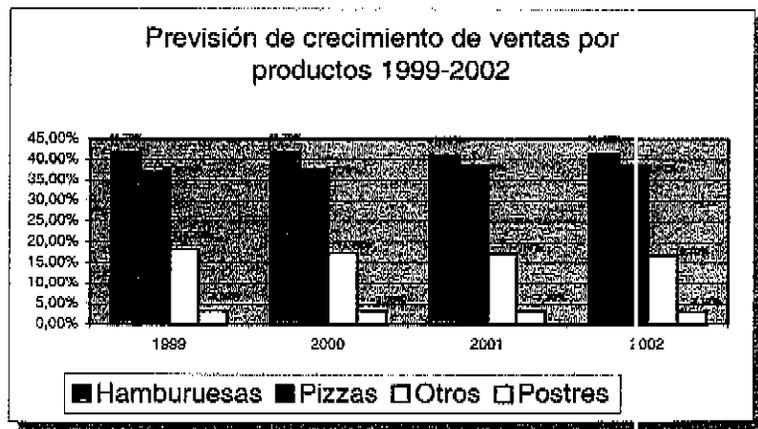
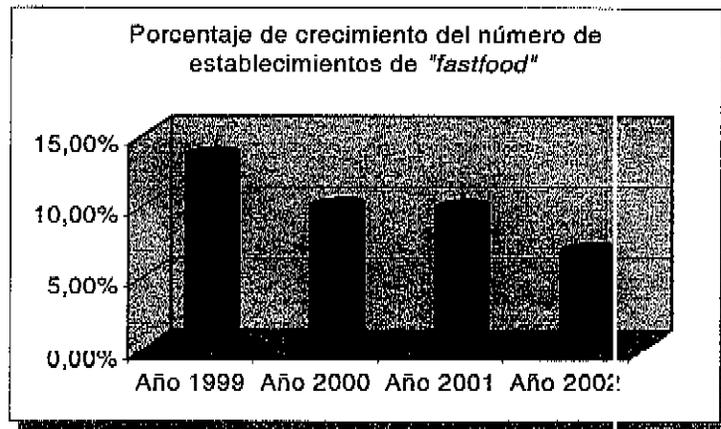
Fuente: DBK

354. Respecto a la entrega a domicilio, el futuro vendrá dado por la capacidad de desarrollar el modelo en núcleos de población más pequeños, así como en desarrollar gama de producto para atraer a las generaciones mayores que escapan del segmento actual o se salen del mismo por edad.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

### 3.4 Visión de futuro (Cont.)

355. Habrá que observar si en algunas de estas segundas poblaciones más pequeñas de los alrededores de las ciudades, el modelo de recogida de producto en coche no supone una competencia importante para la entrega a domicilio.



Fuente: Euromonitor Market Direction

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

## **4 Valoración de TELEPIZZA “stand-alone”**

### **Contenido**

- 4.1 El proceso**
  - 4.1.1 Enfoque de la valoración**
  - 4.1.2 Metodología utilizada**
- 4.2 Descuento de Flujos de Caja**
  - 4.2.1 Proyecciones financieras**
  - 4.2.2 La tasa de descuento**
  - 4.2.3 Valor residual**
  - 4.2.4 Resumen de valores según DFC**
- 4.3 Método de contraste**
  - 4.3.1 Enfoque**
  - 4.3.2 Compañías cotizadas**
- 4.4 Conclusión de valores**

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

#### **4.1 El proceso**

401. Como paso previo a la estimación de un valor equitativo o razonable de TELEPIZZA a efectos del canje previsto, hemos estimado el valor del negocio de la compañía por sí mismo y en su totalidad; es decir, hemos valorado el Grupo consolidado y sociedades dependientes, tanto en el ámbito nacional como en el internacional. En las Secciones 6 y 7 se analizan expresamente el valor de TELEPIZZA “para el canje”.

402. Nuestro trabajo se ha efectuado fundamentalmente a partir de la información de mercado procedente de los diferentes Informes de Analistas Financieros y de la información contrastada en diversas reuniones con directivos de la sociedad, relativas al negocio de TELEPIZZA y a la integración del negocio de TELECHEF, así como a partir de información financiera a 30 de septiembre de 1999.

403. Hemos contemplado todas las actividades de la sociedad como un único negocio:

- En el territorio nacional: es decir, TelePizza, en toda España, y Pizza World, en Cataluña (dado el éxito del concepto en esa Comunidad Autónoma).
- A nivel internacional: (Adquisiciones de cadenas de restaurantes de “fastfood”, así como aperturas en Portugal, México, Polonia, Chile, Francia, UK, Marruecos y otros).

404. De nuestro análisis se ha excluido cualquier acción de diversificación acometida (Tele Grill ó Tele Oriental) por no adecuarse –según nuestro parecer- al éxito esperado. Tampoco hemos considerado el impacto de cualquier acuerdo de integración de TELECHEF en TELEPIZZA.

#### **4.1.1 Enfoque de la valoración**

405. Al no disponer de un Plan de Negocio de TELEPIZZA formulado expresamente por sus Administradores, hemos realizado nuestra valoración fundamentalmente a partir de las previsiones sobre su negocio futuro recogidas en el Consensus de los analistas financieros. Creyendo necesario actualizar la información disponible, se decidió ajustar el *Consensus* de los analistas, al entender que los acontecimientos sucedidos en los últimos meses tanto en la compañía, como en el mercado de capitales y en la coyuntura de la Economía hacían variar, en algunos casos, de forma substancial y cualitativa, en otros, variables tenidas en cuenta en la valoración.

406. Nuestro conocimiento del sector y experiencia en el ámbito internacional (expectativas económicas en los países donde va a acometer aperturas TELEPIZZA y la madurez o grado de saturación del mercado del “*fastfood*”), así como las sucesivas reuniones mantenidas con directivos de la sociedad, han servido de base para obtener datos nuevos a partir del *Consensus* de los analistas.

407. La actualización de datos del ejercicio 1999 a 30 de septiembre, así como los relacionados con las aperturas previstas en España completaron la información utilizada para la proyección de los flujos de caja.

408. Sobre los nuevos datos se han descontado los flujos de caja y se ha obtenido un valor de la compañía, contrastado con otros métodos y precios de la acción.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

#### **4.1.2 Metodología utilizada**

409. El principal método de valoración utilizado en la valoración de TELEPIZZA (“*stand-alone*”) ha sido el Descuento de Flujos de Caja (DFC) a partir de las proyecciones obtenidas con el *Consensus* de los Analistas, modificadas en base a nuestras previsiones de mercado y del sector.

410. De forma complementaria al DFC, se han tenido en cuenta métodos de contraste del valor a partir del análisis de evolución de la cotización de la acción, teniendo en cuenta principalmente:

- La cotización media simple de TELEPIZZA en el mercado continuo del período comprendido entre el día 25 de abril y el día 24 de octubre de 1999.
- La cotización media ponderada TELEPIZZA en el mercado continuo del período comprendido entre el día 25 de abril y el día 24 de octubre de 1999.
- Los precios a los que se han realizado operaciones relevantes durante este último semestre sobre la acción de TELEPIZZA.
- Los precios máximos y mínimos de la acción de TELEPIZZA desde el 25 de abril de 1999.

411. Adicionalmente, se ha realizado un estudio de contraste del valor a partir de Múltiplos comparables de compañías del sector de “*fastfood*” cotizadas (todas ellas en otros países, dado que en los mercados españoles TELEPIZZA es la única del sector con cotización oficial) y se han analizado las principales transacciones privadas realizadas con empresas del sector.

412. El proceso de valoración de TELEPIZZA se ha desarrollado de la siguiente manera:

- Determinación de los flujos de caja libres de TELEPIZZA. Para ello se ha partido de las cuentas auditadas de los ejercicios 1996, 1997 y 1998 y datos a 30 de septiembre de 1999 proporcionados por la Compañía, así como las previsiones y estimaciones de los Analistas financieros (*Consensus*).

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**4.1.2 Metodología utilizada (Cont.)**

- Determinación de la tasa de descuento, a partir de los datos de mercado actuales (Prima de Riesgo, Rendimiento de Activo sin riesgo, Coste Financiero), del Sector (ponderación de fondos propios / Deuda) y de la compañía (Beta ajustada).
- Aplicación de la tasa de descuento a los flujos de caja libres, para la determinación del valor actual.
- Cálculo del valor residual a partir de la estimación de una renta perpetua tomando el último flujo de caja estimado (año 2010), considerando un crecimiento a perpetuidad del 2% y corregido por aquellos factores que consideramos no recurrentes.
- Cálculo del valor total de cada concepto, sumando al valor de los flujos de caja libres descontados el valor residual.
- Cálculo del Valor Actual Neto de la Compañía aplicándole la posición financiera neta de TELEPIZZA.
- Comparación del Valor con los datos de transacciones privadas en el sector de “*fastfood*” y “*delivery*”, así como análisis de múltiplos comparables de compañías cotizadas del sector.
- Estudio comparativo de la evolución de la cotización de TELEPIZZA durante el último período y obtención de conclusiones.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

## **4.2 Descuento de Flujos de Caja**

### **General**

413. Las hipótesis básicas que sustentan el modelo financiero del negocio de TELEPIZZA representan la mejor estimación de la Compañía en relación con el futuro del negocio de TELEPIZZA de forma individual, sobre una base realista y prudente, y sin tener en cuenta ninguna operación de integración de sus negocios ni con TELECHEF ni con cualquier otro concepto de diversificación anterior o previsiblemente posterior a esta valoración.

414. Las proyecciones financieras se refieren a las distintas actividades de TELEPIZZA tenidas en cuenta en la valoración e incluyen los elementos necesarios para la determinación de los flujos de caja de la Compañía para los próximos once años (2000 a 2010). Las hipótesis utilizadas en su construcción han sido originadas de *Consensus* de analistas y contrastadas con la evolución real en los últimos años y con datos de mercado disponibles. Asimismo, hemos analizado la razonabilidad de dichas hipótesis.

415. Las proyecciones financieras se han elaborado en pesetas corrientes. En consecuencia, reflejan el efecto de la inflación (IPC) estimada para los próximos cinco años de acuerdo con las estimaciones de Economist Intelligence Unit.

416. Para llevar a cabo la proyección se ha partido de las tiendas del Grupo a finales de 1998 y se han proyectado aperturas según las siguientes hipótesis generales referentes a las tiendas de TELEPIZZA, en el ámbito nacional e internacional, sin diversificación:

	<u>TELE PIZZA</u>	<u>PIZZA WORLD</u>	<u>TELE GRILL</u>	<u>TOTAL</u>
Número de tiendas*:				<b>590</b>
España	356	97	14	467
Internacional	123	0	0	123
Número de tiendas en 2010:				<b>2.002</b>
España	566	187	0	753
Internacional	1.249	0	0	1.249

(\*) *Ejercicio 1998*

(1) Por motivos de redondeo en el cálculo de los importes, puede que exista alguna cifra que no sume con lo recogido en este párrafo.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**4.2.1 Proyecciones financieras**

**Cuenta de resultados**

417. La evolución de las ventas, resultados y flujos de caja libres pueden resumirse del siguiente modo:

(Pesetas millones)	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>
<b>Ingresos totales</b>	53.253	71.189	89.313	112.275	127.433	132.698
Crecimiento	28,2%	33,7%	25,5%	25,7%	13,5%	4,1%
Importe Neto C. N.	50.583	67.630	84.929	107.002	122.336	127.390
Otros Ingresos	2.670	3.559	4.385	5.272	5.097	5.308

(1) Por motivos de redondeo en el cálculo de los importes, puede que exista alguna cifra que no sume con lo recogido en este párrafo.

418. Para los ejercicios siguientes, la evolución de las ventas es como sigue:

(Pesetas millones)	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>
<b>Ingresos totales</b>	140.346	149.210	159.399	172.440	189.270	213.198
Crecimiento	5,8%	6,3%	6,8%	8,2%	9,8%	12,6%
Importe Neto C. N.	134.733	143.242	153.024	165.543	181.699	204.670
Otros Ingresos	5.614	5.968	6.376	6.898	7.571	8.528

(1) Por motivos de redondeo en el cálculo de los importes, puede que exista alguna cifra que no sume con lo recogido en este párrafo.

419. Como se detalla a continuación, las principales hipótesis tenidas en cuenta en la determinación de los ingresos son:

- Aperturas de tiendas (nacionales e internacionales).
- Ponderación de tiendas propias / franquicias.
- Ventas medias por tienda.

#### 4.2.1 Proyecciones financieras (Cont.)

420. Se ha dividido la proyección de aperturas de tiendas en dos etapas fundamentales:

▪ Período 1999 – 2002:

- España: Durante estos cuatro años se alcanza la madurez en el crecimiento horizontal del mercado del sector de pizza a domicilio en España, acometiéndose todas las aperturas tanto de TELEPIZZA como de PIZZA WORLD. Consideramos la estrategia de diversificación de TELEPIZZA sin éxito y, por tanto, no contemplamos aperturas de TELEGRILL ni el desarrollo de nuevas familias de productos que amplíen la gama de productos ofrecidos por la Compañía desde sus tiendas.

	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>
Aperturas en España:				
TELEPIZZA	60	75	50	30
PIZZA WORLD	15	20	25	30

- Internacional: Se produce un esfuerzo en aperturas y adquisiciones en el extranjero, con el fin de adquirir presencia en países críticos en cuanto a expansión internacional, como Inglaterra, Francia y Portugal, y en otros países por su potencial de desarrollo y oportunidades de negocio como es el caso de Méjico, Chile, Polonia y otros en vías de desarrollo. La entrada en Marruecos puede significar un nuevo concepto de “fastfood” de TELEPIZZA que le abra nuevos mercados en el norte del continente africano, manteniendo sinergias con la Península Ibérica. Por lo tanto, consideramos esta etapa en Internacional como de PENETRACIÓN INTERNACIONAL y un momento importantísimo que a medio plazo dará a TELEPIZZA la oportunidad de seguir asumiendo elevados crecimientos de ventas por la penetración en mercados emergentes y en fuerte crecimiento.

**4.2.1 Proyecciones financieras (Cont.)**

	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>
Negocio Internacional				
Aperturas:	103	139	145	172
Total tiendas:	226	365	510	682

- Respecto a la combinación de tiendas propias y franquicias, TELEPIZZA crecerá en España cualitativamente, asumiendo mayor protagonismo la tienda propia y en el extranjero, el rápido crecimiento se dará por la combinación adecuada de las dos que permita cuanto antes adquirir la masa crítica adecuada para obtener las máximas sinergias en la cadena de cada país o región geográfica (como es el caso de la Península Ibérica) y eficiencias a través de las economías de escala en cada estructura de logística, distribución y fábrica.

	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>
Ponderación cadena				
Propias	68,2%	68,3%	72,0%	74,9%
Franquicias	31,8%	31,7%	28,0%	25,1%

- Las ventas medias por tienda descienden fuertemente debido al crecimiento en tiendas, por aperturas y desdoblamiento en áreas con crecimientos fuertes. También, durante el primer ejercicio, el escaso éxito en la diversificación del Grupo afecta relativamente en la venta media por tienda.

	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>
Venta media mes (Pesetas millones)	9,57	9,48	9,38	9,34

#### 4.2.1 Proyecciones financieras (Cont.)

- Período 2003 – 2010:
  - España: El segundo período proyectado asume la madurez horizontalmente y el crecimiento contemplado es vertical. Es decir, la política de empresa de establecerse en núcleos urbanos grandes, nunca inferiores a 30.000 habitantes, y desdoblar sobre las mismas tiendas que alcanzan cierta facturación se da por finalizada; a partir de aquí contemplamos un crecimiento en ventas procedente del crecimiento medio de ventas, hasta ahora frenado por la continua apertura de tiendas. De esta forma, no contemplamos en nuestras proyecciones de este período aperturas nuevas y, sí un crecimiento progresivo de las ventas medias por tienda y una mayor ponderación de tiendas propias respecto a las franquicias de la cadena.
  - Internacional: Se intensifica el ritmo de crecimiento hasta asumir un crecimiento de aperturas satisfactorio en cada uno de los países que permite empezar a posicionarse como líderes en mercados más maduros (Chile, México, Polonia y Marruecos), con crecimiento entre el 6% y el 20% en términos de CAGR, y una presencia con imagen de marca conocida en otros países muy competitivos y maduros (Inglaterra y Francia), con crecimientos en términos de CAGR del 2%. En Portugal la cadena aprovechará el desarrollo del sector y el tirón español del éxito de TELEPIZZA.

	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>
Nº de tiendas								
Portugal	62	69	77	87	97	109	122	136
México	244	258	274	290	308	326	346	367
Polonia	108	115	121	129	136	145	153	163
Chile	35	43	53	64	78	96	117	142
Francia	122	125	127	130	132	135	138	141
UK	95	97	99	101	103	105	107	109
Marruecos	29	35	41	50	60	72	86	103
Otros	33	38	44	51	58	67	77	89
<b>TOTAL (1)</b>	<b>728</b>	<b>780</b>	<b>837</b>	<b>901</b>	<b>973</b>	<b>1.054</b>	<b>1.145</b>	<b>1.249</b>

(1) La suma total del nº de tiendas por países se han calculado con datos en porcentajes, por lo que por motivos de redondeo de las cifras, existe una tienda de desfase a partir del año 2005.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**4.2.1 Proyecciones financieras (Cont.)**

- Por otro lado, el rápido crecimiento en el extranjero se realiza mediante el crecimiento adecuado de nuevas franquicias, permitiendo una implantación rápida de la marca, antes de su consolidación en un país. De esta manera, la combinación tiendas propias y franquicias se equilibra en el 68/32, aproximadamente.

	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>
Ponderación								
Propias	72,9%	71,9%	71,1%	70,1%	69,1%	68,2%	68,2%	68,2%
Franquicias	27,1%	28,1%	28,9%	29,9%	30,9%	31,8%	31,8%	31,8%

- En cuanto a las ventas medias establecidas en este segundo período, los ingresos van creciendo debido principalmente al crecimiento vertical de TELEPIZZA en el territorio español y como consecuencia de la presencia estable asumida por la cadena en otros países.

	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>
Venta media mes (Pesetas millones)	9,34	9,66	10,00	10,35	10,77	11,30	11,98	12,82

421. Respecto a los gastos de explotación consideramos un “escandallo” estable a lo largo de todo el período de la proyección, que se resume de la siguiente manera:

- Coste de Producto: se inicia en un 29% sobre Ventas y se establece en el 32% en los siguientes ejercicios.
- Coste de Personal: se inicia en 1999 con un coste sobre Ventas de 32%, para mantenerlo estable en el 35% a lo largo de la proyección.
- Otros Gastos operativos: se inician en el 20% sobre Ventas y a partir del años 2002 se reducen hasta el 19% sobre Ventas.

#### **4.2.1 Proyecciones financieras (Cont.)**

422. Las amortizaciones se generan según las inversiones establecidas por las aperturas previstas para las tiendas propiedad de TELEPIZZA. Las provisiones se mantienen estables en Ptas. 35 millones a lo largo de la proyección.

423. Otras hipótesis tenidas en cuenta en la generación de los flujos de caja son:

- Impuesto sobre Sociedades: 35%
- Deudores (cuenta de Activo Circulante): 25 días.
- Acreedores comerciales (cuenta del Pasivo Circulante): 60 días.
- Inversiones:
  - Inversión en Inmovilizado Inmaterial: hemos considerado para el inmovilizado inmaterial una reinversión de la cantidad proporcional de las Amortizaciones realizadas anualmente, según criterios de amortización lineal establecidos contablemente.
  - Inversión en Inmovilizado Material: hemos considerado en este epígrafe todas las inversiones necesarias por apertura de tiendas TELEPIZZA, sin atender a la fórmula más adecuada (Leasing Financiero, Renting, etc.), es decir, considerando toda inversión como tenencia directa de activos. Para ello hemos establecido como inversión media por apertura de tienda Ptas. 35,6 millones en 2000 y añadiéndoles el IPC en los siguientes ejercicios. El ejercicio 1999 se ha incrementado la cifra en un total de Ptas. 50 millones por inversiones en diversificación.
  - Inversión en Inmovilizado Financiero: mantenemos invariables las Inversiones Financieras Permanentes y Fianzas a LP del ejercicio 1998.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**4.2.1 Proyecciones financieras (Cont.)**

424. A continuación se resume la cuenta de pérdidas y ganancias de TELEPIZZA, teniendo en cuenta las ventas establecidas anteriormente y los gastos obtenidos según la proyección estable de los gastos del "escandallo":

(Pesetas millones)	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>
<b>Ventas</b>	<b>50.583</b>	<b>67.630</b>	<b>84.929</b>	<b>107.002</b>	<b>122.336</b>	<b>127.390</b>
Coste de producto	(16.666)	(21.759)	(27.325)	(34.427)	(39.361)	(40.987)
<i>Margen</i>	<i>33%</i>	<i>32%</i>	<i>32%</i>	<i>32%</i>	<i>32%</i>	<i>32%</i>
Personal	(16.218)	(23.670)	(29.725)	(37.451)	(42.818)	(44.587)
Otros gastos operativos	(10.324)	(14.202)	(16.986)	(20.330)	(23.244)	(24.204)
Otros ingresos operativos	2.670	3.559	4.385	5.272	5.097	5.308
<b>BAAII</b>	<b>10.045</b>	<b>11.557</b>	<b>15.277</b>	<b>20.066</b>	<b>22.011</b>	<b>22.921</b>
Amortizaciones	(2.182)	(2.756)	(3.260)	(3.736)	(3.919)	(3.608)
<b>BAII</b>	<b>7.829</b>	<b>8.766</b>	<b>11.982</b>	<b>16.310</b>	<b>18.057</b>	<b>19.278</b>
<b>BAI</b>	<b>7.609</b>	<b>8.687</b>	<b>12.195</b>	<b>16.905</b>	<b>18.737</b>	<b>20.015</b>
Impuestos s/ Sociedades	(2.663)	(3.041)	(4.268)	(5.917)	(6.558)	(7.005)
Minoritarios	(52)	(260)	(314)	(376)	0	0
<b>Beneficio Neto</b>	<b>4.894</b>	<b>5.387</b>	<b>7.613</b>	<b>10.612</b>	<b>12.179</b>	<b>13.010</b>

425. Para los ejercicios siguientes, la evolución de la cuenta de pérdidas y ganancias es como sigue:

(Pesetas millones)	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>
<b>Ventas</b>	<b>134.733</b>	<b>143.242</b>	<b>153.024</b>	<b>165.543</b>	<b>181.699</b>	<b>204.670</b>
Coste de producto	(43.349)	(46.087)	(49.234)	(53.262)	(58.460)	(65.851)
<i>Margen</i>	<i>32%</i>	<i>32%</i>	<i>32%</i>	<i>32%</i>	<i>32%</i>	<i>32%</i>
Personal	(47.156)	(50.135)	(53.558)	(57.940)	(63.595)	(71.635)
Otros gastos operativos	(25.599)	(27.216)	(29.074)	(31.453)	(34.523)	(38.887)
Otros ingresos operativos	5.614	5.968	6.376	6.898	7.571	8.528
<b>BAAII</b>	<b>24.242</b>	<b>25.773</b>	<b>27.533</b>	<b>29.785</b>	<b>32.692</b>	<b>36.825</b>
Amortizaciones	(3.375)	(3.212)	(3.109)	(3.059)	(3.069)	(3.142)
<b>BAII</b>	<b>20.832</b>	<b>22.525</b>	<b>24.389</b>	<b>26.691</b>	<b>29.588</b>	<b>33.648</b>
<b>BAI</b>	<b>21.640</b>	<b>23.410</b>	<b>25.356</b>	<b>27.759</b>	<b>30.782</b>	<b>35.016</b>
Impuestos s/ Sociedades	(7.574)	(8.193)	(8.875)	(9.716)	(10.774)	(12.256)
Minoritarios	0	0	0	0	0	0
<b>Beneficio Neto</b>	<b>14.066</b>	<b>15.216</b>	<b>16.482</b>	<b>18.044</b>	<b>20.008</b>	<b>22.760</b>

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**4.2.1 Proyecciones financieras (Cont.)**

426. De esta forma, la proyección de los flujos de caja libre quedarían de la siguiente manera:

(Pesetas millones)	<u>1999</u> <sup>(2)</sup>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>
<b>BAII</b>	<b>3.243</b>	<b>8.766</b>	<b>11.982</b>	<b>16.310</b>	<b>18.057</b>	<b>19.278</b>
Impuestos ajustados	(1.135)	(3.068)	(4.194)	(5.709)	(6.320)	(6.747)
Amortizaciones	116	2.936	3.426	3.888	4.059	3.741
Inversiones activo fijo	(1.646)	(6.107)	(6.263)	(6.886)	(1.838)	(2.045)
Variación del circulante	110	988	1.255	1.251	490	634
<b>Flujo de Caja Libre (1)</b>	<b>688</b>	<b>3.516</b>	<b>6.207</b>	<b>8.855</b>	<b>14.449</b>	<b>14.861</b>

(Pesetas millones)	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>
<b>BAII</b>	<b>20.832</b>	<b>22.525</b>	<b>24.389</b>	<b>26.691</b>	<b>29.588</b>	<b>33.648</b>
Impuestos ajustados	(7.291)	(7.884)	(8.536)	(9.342)	(10.356)	(11.777)
Amortizaciones	3.501	3.333	3.224	3.169	3.174	3.241
Inversiones activo fijo	(2.287)	(2.561)	(2.740)	(3.064)	(3.473)	(3.953)
Variación del circulante	383	490	566	517	492	712
<b>Flujo de caja Libre (1)</b>	<b>15.139</b>	<b>15.905</b>	<b>16.902</b>	<b>17.972</b>	<b>19.424</b>	<b>21.871</b>

(1) Por motivos de redondeo en el cálculo de los importes, puede que exista alguna cifra que no sume con lo recogido en este párrafo.

(2) Datos del cuarto trimestre de 1999.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

#### **4.2.2 La tasa de descuento**

427. Para valorar un negocio en marcha aplicamos una tasa de descuento equivalente al Coste Medio Ponderado del Capital ("CMPC"). Dicha tasa de descuento considera tanto el coste de los recursos propios ("coste del capital") como el coste de la deuda o recursos ajenos, y se determina a partir de una ponderación de los mismos.

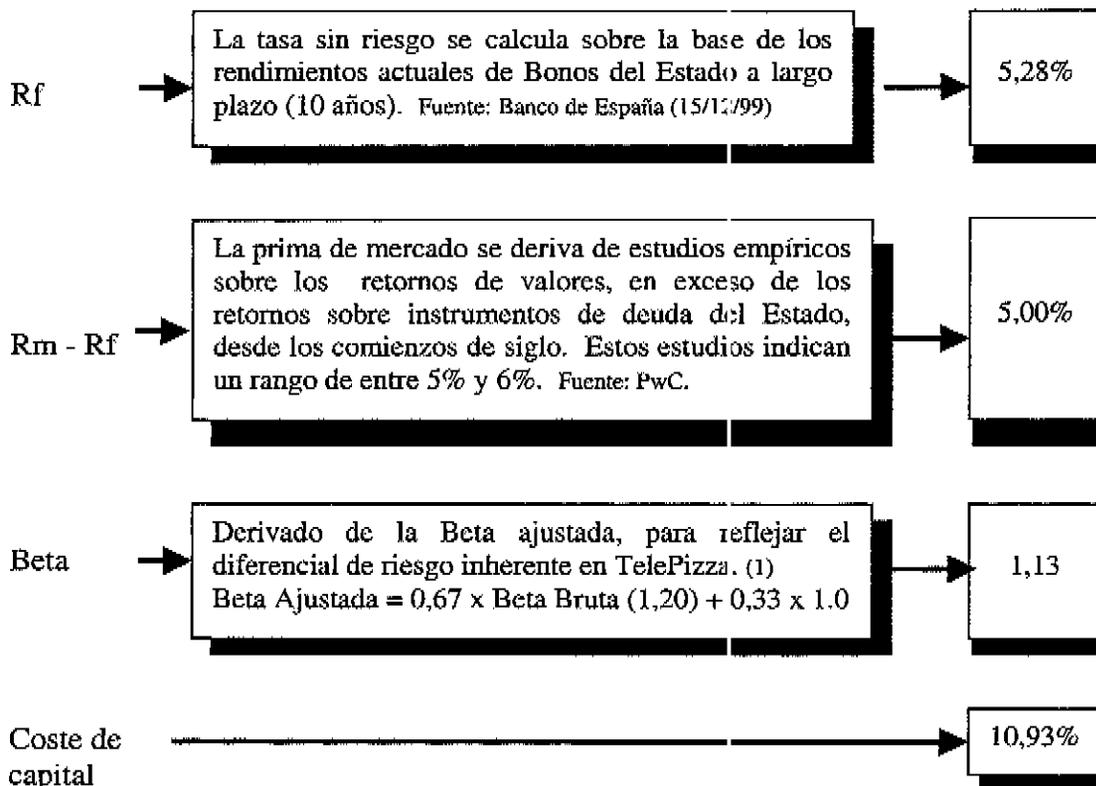
428. Para estimar el Coste del Capital es necesario contemplar el diferencial entre el riesgo medio del mercado cotizado, es decir, la Bolsa (que equivale a un coeficiente Beta de 1) y el riesgo inherente a un negocio de estas características.

429. Dado que TELEPIZZA cotiza en la bolsa española, hemos tomado su Beta de 1,13 puesto que, lógicamente, es la que mejor debe reflejar la tendencia general del riesgo del título de TELEPIZZA.

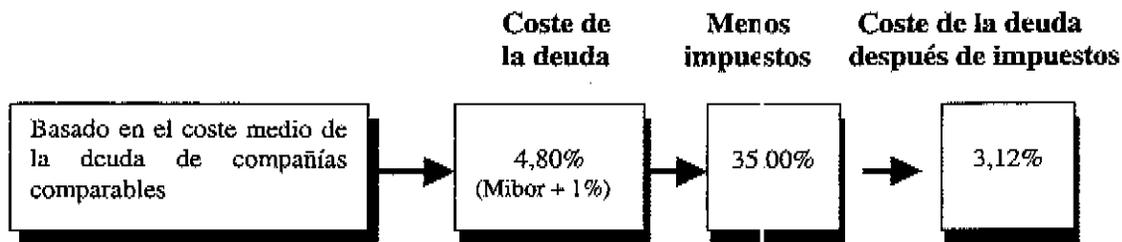
**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**4.2.2 La tasa de descuento (Cont.)**

**Cálculo del Coste de Capital:**



**Cálculo del Coste de la deuda:**

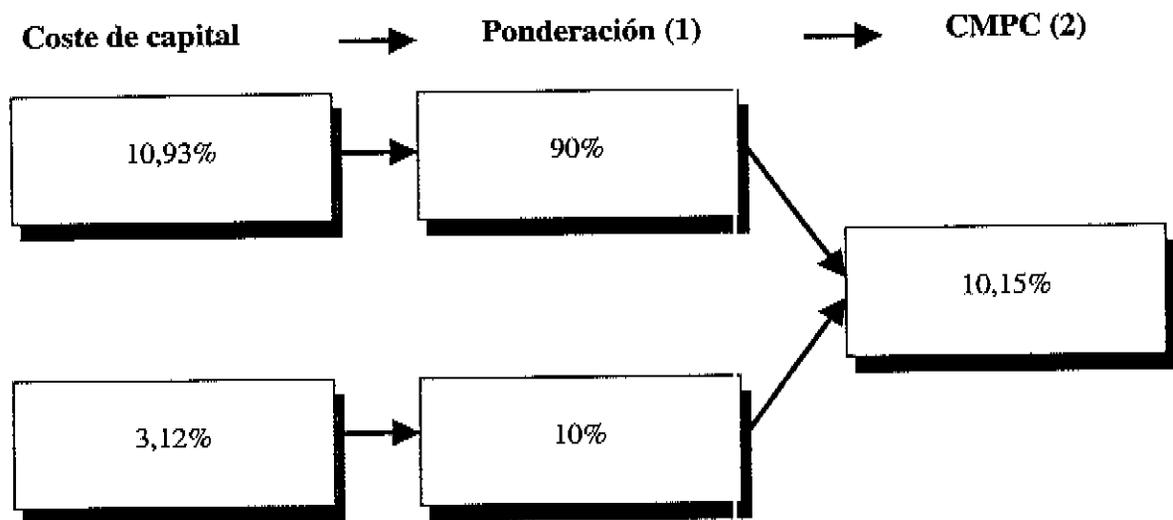


(1) Beta mensualizada para los últimos 5 años

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**4.2.2 La tasa de descuento (Cont.)**

**Ponderación de ambos costes:**



- (1) Sobre la base del ratio de endeudamiento medio del sector
- (2) La tasa de descuento se ha aplicado a los flujos de caja para el período considerado (30/09/1999-2010) y al valor residual obtenido mediante la capitalización a perpetuidad del último flujo de caja.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

### 4.2.3 Valor residual

430. Existen diversos métodos para la estimación del valor residual de un negocio al final del período proyectado. La selección del mismo dependerá de las características y estado de desarrollo del negocio en cada momento, de su vida futura y de la evolución esperada del mercado. En este caso hay que tener en cuenta los siguientes factores:

- No se prevé la liquidación del negocio al final del período.
- No se prevén posibles cambios que afecten directamente a la viabilidad del negocio a largo plazo, más que el crecimiento sostenido del mercado.
- Disponemos de las proyecciones correspondientes a los ejercicios desde 1999 a 2010.

431. Por lo tanto, el proceso seguido para obtener el valor residual ha sido el siguiente:

- Valor residual considerando la capitalización a perpetuidad del flujo de caja del año 2010, corregido por factores no recurrentes.
- + Ultimo flujo de caja 2010 (+/-) crecimiento  
tasa de descuento +/- crecimiento

432. De esta forma, el valor residual sería el siguiente:

	<u>Pesetas millones</u>
Valor residual	267.751
Valor residual descontado	90.262

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

#### **4.2.4 Resumen de valores según DFC**

433. El resumen de los valores que se obtienen, por lo tanto, es el siguiente:

(Pesetas millones)		<u>TELEPIZZA</u>
Valor flujos descontados	47%	79.495
Valor residual descontado	53%	<u>90.262</u>
<b>Valor compañía</b>		169.757
Posición financiera neta		<u>(3.677)</u>
<b>Valor del negocio</b>		<u>166.080</u>

434. La anterior estimación del valor del negocio de TELEPIZZA supone un valor por acción (en Euros) de 4,65 Euros, con una prima del 10% respecto de la última cotización tenida en cuenta en el informe (15/12/99): 4,18.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

### **4.3 Método de contraste**

#### **4.3.1 Enfoque**

435. A través de los métodos de contraste analizamos las posibles diferencias que pudieran existir entre el valor de TELEPIZZA y otros valores o ratios derivados del mercado, como analizamos más adelante.

436. Es importante mencionar que no existen compañías cotizadas en España que sean completamente comparables con las actividades propias de TELEPIZZA y que proporcionen un marco adecuado de análisis. Por consiguiente, nos hemos centrado en compañías internacionales cotizadas con una presencia significativa en el conjunto del sector del “*fastfood*”.

437. Para ello obtenemos los siguientes datos:

<b>Fuente</b>	<b>Enfoque</b>	<b>Indicadores</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>• Compañías cotizadas</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Compañías que cotizan en mercados internacionales</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• PER</li><li>• Multiplicador beneficio</li><li>• Multiplicador de ventas</li><li>• Factor beta</li><li>• Proporción endeudamiento/capitalización</li></ul>

438. De igual modo hemos revisado aquellas transacciones privadas recientes habidas en el sector del “*fastfood*” en el entorno internacional.

**TELEPIZZA, S.A.****Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.****4.3.2 Compañías cotizadas**

439. Los múltiplos comparables nos permiten adicionalmente establecer un marco comparativo de cómo están valorándose en el mercado sociedades con similares perfiles y mercados en los que operan.

440. Los criterios tenidos en cuenta en la selección de las compañías que a continuación utilizamos para el análisis comparativo han sido fundamentalmente los de la actividad de “fastfood” y “delivery” y el tipo de producto comercializado, así como el tipo de cadena de tiendas, para obtener un conocimiento del perfil de cada una de estas compañías.

441. A continuación se muestran los principales indicadores de mercado de las compañías extranjeras cotizadas que han sido utilizadas en nuestro análisis:

Compañía	País	DN/ (CB+DN)	CB/ (CB+DN)	BETA
Ask Central PLC	U.K.	0,0%	100,0%	0,56
Autogrill	Italia	2,2%	96,8%	0,79
Blimpie International,	EEUU	0,0%	100,0%	1,07
Chicago Pizza & Brewerly,	EEUU	15,5%	84,5%	1,07
Compass Group PLC	U.K.	15,3%	84,7%	0,74
Ibersol	Portugal	15,3%	84,7%	1,15
Jack in the Box Inc.	EEUU	29,0%	71,0%	0,94
McDonald's Corporation	EEUU	10,3%	89,7%	0,90
Nathan's Famous, Inc.	EEUU	0,0%	100,0%	0,82
Papa John's International, Inc.	EEUU	0,0%	100,0%	0,96
Pizza Inn, Inc	EEUU	7,2%	92,8%	0,25
Pizzaexpress	U.K.	0,0%	100,0%	0,72
Scott's Restaurants, Inc.	Canada	0,0%	100,0%	0,41
Tricon Global Restaurants, Inc.	EEUU	35,5%	64,5%	0,49
Wendy's International, Inc.	EEUU	10,3%	89,7%	0,64
<b>MEDIA</b>		<b>9,4%</b>	<b>90,6%</b>	<b>0,78</b>
TelePizza	España	4,4%	95,6%	1,13

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**4.3.2 Compañías cotizadas (Cont.)**

442. Como se puede apreciar en el cuadro anterior, los ratios escogidos para la tasa de descuento (Coste de capital medio ponderado) para TELEPIZZA se encuentran entre los valores de forma razonable:

- La ponderación de los costes de la financiación (Fondos Propios: 90 / Deuda:10) resulta una proporción muy adecuada para llevarse a cabo en toda la proyección.
- La Beta, resulta del cálculo ajustado para los datos estadísticos del propio valor.

443. A continuación podemos ver algunos de los ratios más significativos de las empresas escogidas:

Compañía	Fecha Cotización	Múltiplo ventas	Múltiplo BAAII	PER 98	Múltiplo Patrimonio
Ask Central PLC	15/12/1999	5,5	26,8	40,3	6,2
Autogrill	10/12/1999	2,5	20,3	80,4	12,2
Blimpie International,	13/10/1999	0,3	2,2	7,7	0,9
Chicago Pizza & Brewerly,	10/12/1999	0,4	5,2	64,2	0,8
Compass Group PLC	15/12/1999	1,5	21,5	44,6	negativo
Ibersol	14/12/1999	1,8	13,2	21,7	18,6
Jack in the Box Inc.	10/12/1999	0,9	6,0	10,7	5,6
McDonald's Corporation	10/12/1999	5,3	17,5	34,1	6,2
Nathan's Famous, Inc.	10/12/1999	0,3	2,6	5,6	0,6
Papa John's International, Inc.	10/12/1999	1,0	9,0	18,8	2,7
Pizza Inn, Inc	10/12/1999	0,7	5,4	8,6	3,8
Pizzaexpress	15/12/1999	3,9	14,2	21,5	7,3
Scott's Restaurants, Inc.	8/10/1999	0,5	4,1	16,4	1,3
Tricon Global Restaurants, Inc.	10/12/1999	1,1	6,6	13,9	negativo
Wendy's International, Inc.	10/12/1999	1,5	8,3	16,2	2,4
<b>MEDIA</b>		<b>1,63</b>	<b>10,31</b>	<b>25,75</b>	<b>4,49</b>
TelePizza	15/12/1999	4,0	20,1	40,0	15,9

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**4.3.2 Compañías cotizadas (Cont.)**

444. Como podemos apreciar en el anterior cuadro comparativo, según la última cotización tomada de TELEPIZZA (15/12/99), de 4,18 Euros, la Compañía tiene un PER con Beneficios del ejercicio 1998 (por homogeneización de datos con el resto de compañías comparadas) de 40, sustancialmente superior a la media (26)<sup>1</sup>.

445. El resto de los ratios tenidos en cuenta en esta comparativa pone de manifiesto que el valor de TELEPIZZA sigue cotizando muy por encima de la media (ver multiplicador de ventas, patrimonio y BAAII).

446. Sin embargo, si comparamos el valor que estamos atribuyendo a TELEPIZZA en esta valoración (4,65 Euros) con los datos previstos para el ejercicio 1999 a 30 de septiembre de 1999, podemos comprobar que el PER resultante es de 34.

447. La conclusión en la comparación de compañías cotizadas es que TELEPIZZA se encuentra en un nivel de cotización alto, pero razonable dentro de las referencias de mercado del comportamiento de otros valores y teniendo en cuenta que el mercado está descontando todavía un fuerte crecimiento de ventas en los próximos años, debido fundamentalmente a un potencial de crecimiento de mercado.

448. Las transacciones privadas realizadas en el sector son poco significativas y se dispone de insuficiente información para poder atender a un análisis adecuado de los datos.

---

<sup>1</sup> La media de todos los ratios, al igual que con el PER, se ha tenido en cuenta la muestra escogida menos los extremos que más se diferenciaban de la misma, para evitar distorsiones en la comparación.

## TELEPIZZA, S.A.

### Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.

#### 4.4 Conclusión de valores

449. De acuerdo con la metodología aplicada y las referencias tenidas en cuenta en este estudio podemos resumir la siguiente relación de valores y precios según su obtención (ver Anexo III).

(en Euros)	<u>Precio</u>	<u>Desccto. s/</u> <u>(a)</u>	<u>PER</u>	<u>x Ventas</u>
Valor de la acción s/ PwC (a)	4,65	0%	34	3,28
Valor acción s/ Analistas	5,83	25,36%	43	4,12
Precio acción 15/12/99	4,18	-10,13%	31	2,95
Precio acción 5% LFP (5/99 -15%) (**)	5,09	9,44%	37	3,59
Precio acción 30,2% LFP (10/99)	4,60	-1,10%	34	3,25
Media ponderada 25/4-24/10	5,05	8,58%	37	3,57
Media simple 25/4-24/10	5,04	8,36%	37	3,56
Cierre Máximo 26/4/99	6,33	36,10%	46	4,47

\* Leopoldo Fernández Pujals vendió con un descuento del 15% sobre la cotización

450. Según nuestra estimación, el valor de la acción de TELEPIZZA estaría en 4,65 Euros, es decir, con una prima sobre la cotización actual del 10 por ciento. Tendría unos ratios razonables de PER 34 y un múltiplo sobre ventas de 3,28, según datos a 30 de septiembre de 1999.

451. Hemos considerado que la cotización de TELEPIZZA se encuentra en los niveles de 4,65 por acción, porque:

- Está descontando la diversificación del grupo que no ha resultado tener el éxito esperado por el mercado (Tele Grill y Tele Oriental)
- La incertidumbre que representa la integración de TELECHEF en TELEPIZZA, donde los mercados están esperando datos concretos y la creación de valor para el accionista.
- Está esperando un accionariado más estable y el liderazgo de la gestión.

**TELEPIZZA, S.A.**

**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

#### **4.4 Conclusión de valores (Cont.)**

452. El precio de la acción establecido por el *Consensus* de las analistas está en el 5,83 Euros, un 23 por ciento por encima del precio resultante de nuestra valoración. Una de las principales razones de esta diferencia viene dada por la tasa de descuento utilizada (8,73%, frente al 10,15% utilizada por PwC) y por la información tenida en cuenta en el momento de la realización de los informes de analistas (septiembre-octubre de 1999).

453. Por otro lado, la media de la cotización de TELEPIZZA entre el 25 de abril y el 24 de octubre de 1999 nos da:

- Media simple: 5,04
- Media ponderada: 5,05

454. Estos precios, un 8% por encima de nuestra estimación de valor, contemplan unas cotizaciones a nuestro parecer muy altas (superiores a los 6 euros) que, al principio del período, no habían descontado todavía las dificultades mencionadas más arriba.

455. Coincidentemente, el precio de venta de Leopoldo Fernández Pujals en octubre de 1999 de su participación del 30,2% es prácticamente el mismo que el resultante de nuestra valoración: 4,6 Euros (descuento de -1,1%).

456. En conclusión, creemos que el precio estimado por nuestra valoración (4,65 Euros) es razonable para la Compañía en su situación de negocio actual, es decir, sin tener en cuenta ningún tipo de integración de TELECHEF o cualquier otro tipo de actividad dirigida a la diversificación.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

## **5 Valoración de TELECHEF “stand-alone”**

### **Contenido**

<b>5.1</b>	<b>El proceso</b>
<b>5.2</b>	<b>Proyecciones financieras</b>
<b>5.3</b>	<b>La tasa de descuento</b>
<b>5.4</b>	<b>Los flujos de caja descontados</b>
<b>5.5</b>	<b>Valor residual</b>
<b>5.6</b>	<b>Análisis de sensibilidad</b>
<b>5.7</b>	<b>Opinión sobre el valor de TELECHEF</b>



**TELEPIZZA, S.A.**

**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

### **5.1 El proceso (Cont.)**

- Cálculo del valor residual a partir de la estimación de una renta perpetua tomando el último flujo de caja estimado (año 2008), considerando un crecimiento a perpetuidad del 2% y corregido por aquellos factores que consideramos no recurrentes.
- Cálculo del valor total del negocio de TELECHEF, sumando al valor de los flujos de caja libres descontados el valor residual.
- A los valores así obtenidos, hemos sumado la posición neta de tesorería/endeudamiento a 30 de septiembre de 1999 según el balance de situación auditado de TELECHEF a dicha fecha, obteniendo así nuestra estimación del valor de las acciones de TELECHEF.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

## **5.2 Proyecciones financieras**

### **General**

505. Hemos preparado un modelo de proyecciones financieras a partir del Plan de Negocio elaborado por la Dirección de la Compañía para los ejercicios 1999-2008, y a partir de otras hipótesis básicas de evolución futura del negocio no contempladas en dicho Plan pero necesarias para el modelo de proyecciones financieras y que han sido definidas por la Dirección de la Compañía.

506. Las hipótesis básicas que sustentan el modelo financiero de TELECHEF representan la mejor estimación de la Compañía en relación con el futuro del negocio sin considerar la integración en TELEPIZZA, sobre una base realista y prudente de acuerdo a afirmaciones de la Dirección. No obstante, hemos ajustado a la baja algunas hipótesis de la Dirección de TELECHEF de manera que, en nuestra opinión, se adapten mejor a lo que a nuestro juicio sería la evolución futura del negocio de TELECHEF “*stand-alone*”.

507. No se contemplan en el modelo de proyecciones financieras los negocios de “catering”, las ventas de los establecimientos de la marca “A Huevo”, ni las ventas a grandes superficies. Es decir, el modelo contempla únicamente la actividad de las tiendas TELECHEF.

508. Las proyecciones financieras incluyen los balances de situación y cuentas de resultados necesarios para la determinación de los flujos de caja del negocio para el período comprendido entre el 1 de octubre de 1999 y el 31 de diciembre del 2008. Las hipótesis utilizadas en su construcción han sido contrastadas con la evolución real en los últimos años y con datos de mercado disponibles, analizando la razonabilidad de las mismas.

509. Las proyecciones financieras se han elaborado en pesetas nominales. En consecuencia, reflejan el efecto de la inflación (IPC) estimada para los próximos nueve años de acuerdo con las estimaciones de Economist Intelligence Unit.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**5.2 Proyecciones financieras (Cont.)**

**General (Cont.)**

510. El Plan de Negocio de TELECHEF sin considerar la integración con TELEPIZZA asume la hipótesis de explotación de las 39 tiendas con que actualmente cuenta la Compañía durante el periodo de nueve años proyectado. Asimismo, se incluye como hipótesis la apertura de 206 tiendas más, cuya entrada en funcionamiento se distribuye en el tiempo de la siguiente manera:

	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>Total</u>
Aperturas tiendas propias	10	14	16	20	25	22	9	0	0	116
Aperturas franquicias	15	15	15	15	20	10	0	0	0	90
Total	25	29	31	35	45	32	9	0	0	206

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**5.2 Proyecciones financieras (Cont.)**

**Cuentas de resultados**

511. La evolución de las ventas y resultados incluidos en las cuentas de pérdidas y ganancias proyectadas de TELECHEF “stand-alone” conforme al Caso Base Corregido, así como las principales hipótesis utilizadas pueden resumirse del siguiente modo:

	Pesetas millones					
	<u>30/9/99</u> <sup>(1)</sup>	<u>31/12/99</u>	<u>31/12/00</u>	<u>31/12/03</u>	<u>31/12/05</u>	<u>31/12/08</u>
Ventas (2)	1.474	1.954	3.150	8.811	15.259	23.806
Margen bruto	801	1.274	2.200	6.326	10.983	17.230
% sobre ventas	54,3%	65,2%	69,8%	71,8%	72,0%	72,4%
Resultado operativo	(1.476)	(1.642)	(1.393)	(470)	556	3.315
BAI	(1.559)	(1.872)	(1.486)	(837)	103	3.219
Beneficio neto	(933)	(1.217)	(966)	(544)	67	2.092

(1) Datos auditados

(2) Incluye ingresos de franquicias

---

**Hipótesis principales de las Cuentas de resultados**

512. El 30 de junio de 1999 las Juntas Universales de Accionistas aprobaron la fusión de las siguientes sociedades que mantenían establecimientos abiertos para la explotación de la marca “Telechef” y cuyo accionariado era común: Proyectos de Hostelería, S.A. (sociedad absorbente y actualmente denominada Telechef Corporación, S.A.), Telechef Corporación, S.A., Telechef Cataluña, S.L., Telechef Andalucía Occidental, S.L., Telechef Navarra, S.L., Telechef Asturias, S.L. y Telechef Andalucía Oriental, S.L., de conformidad con los términos del proyecto de escisión y fusión de 28 de abril de 1999 y mediante el traspaso en bloque, a título de sucesión universal, de todo el patrimonio de las sociedades a la sociedad absorbente. Con carácter simultáneo se produjo la absorción del patrimonio segregado por escisión de Fincorp Finanzas Corporativas, S.A., cuya filial Servicios de Valor Añadido SERVAL 2000, S.L., propietaria del 50% de Proyectos de Hostelería, S.A., queda absorbida también en el proceso. Estas reorganizaciones societarias constituyen el principal motivo por el que, si bien el grupo hoy reducido a la sociedad Telechef Corporación, S.A. (TELECHEF) fue constituido en 1985, sólo incluyamos a efectos comparativos los datos de los nueve primeros meses de 1999. Por otro lado, la actividad de dichas sociedades en años anteriores era sustancialmente diferente a la actual.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**5.2 Proyecciones financieras (Cont.)**

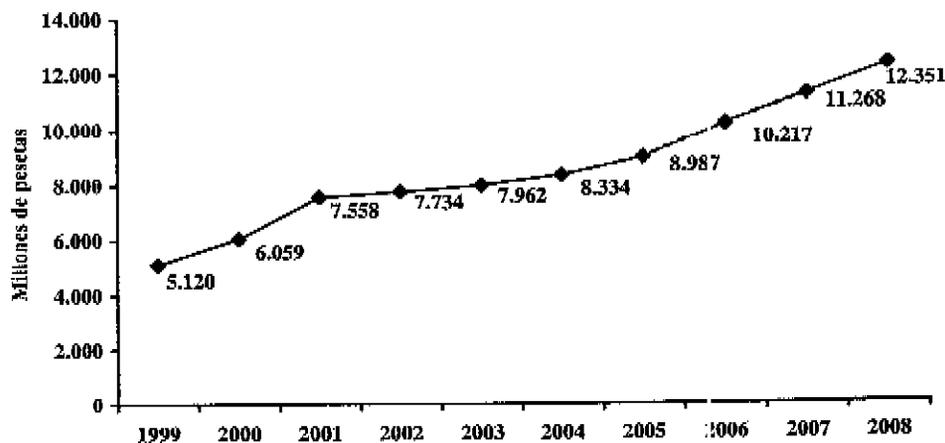
**Cuentas de resultados (Cont.)**

513. La Compañía se encuentra prácticamente todavía en una fase de semi-“start-up”, con 39 tiendas de las que prácticamente un tercio han sido abiertas en el presente ejercicio. Esto provoca que la mayoría de las tiendas todavía no hayan alcanzado el nivel de equilibrio.

514. Por otro lado, en mayo de 1999 la Compañía frenó su plan de expansión mediante nuevas tiendas al iniciarse las negociaciones con TELEPIZZA, lo que ha provocado que no se hayan producido 9 aperturas previstas para el período junio-diciembre del 2000. En consecuencia, hemos ajustado el efecto del retraso de estas 9 aperturas sobre el Plan de Negocio de TELECHEF.

515. Las ventas medias por tienda, han sido corregidas por nosotros a la baja hasta cifrarlas en un 70% de las ventas presupuestadas por la Dirección de TELECHEF a partir del año 2000, ya que, al acometerse aperturas hasta el año 2006, gran parte de ellas canibalizando a tiendas ya existentes, las ventas medias presupuestadas por TELECHEF nos parecen difíciles de alcanzar. Las ventas corregidas evolucionarían del siguiente modo:

**Ventas tienda / mes**



## **5.2 Proyecciones financieras (Cont.)**

### **Cuentas de resultados (Cont.)**

---

516. Las ventas medias anteriores están afectadas por el rápido ritmo de aperturas previsto, el cual rebaja las ventas medias, sobre todo si las aperturas se realizan en poblaciones donde se canibalizan ventas de tiendas anteriores.

517. El margen bruto sobre ventas presentaría, en el caso de continuar la actividad de TELECHEF sin la integración en TELEPIZZA, importantes mejoras como consecuencia de economías de escala. Por otro lado, las tiendas TELECHEF iniciaron su actividad con una gama de productos muy extensa, la cual ha ido reduciéndose a lo largo del presente ejercicio, quedándose con los productos que conllevan mayores ventas y menor coste de producto.

518. En lo que respecta a la mano de obra variable es donde la Compañía obtendría las mayores economías de escala. La Dirección de TELECHEF ha realizado un estudio conforme al cual el porcentaje de mano de obra variable sobre ventas se reduce a medida que se incrementan las ventas, debido a dos motivos fundamentales:

- El gasto de personal de cuponeo es fijo para cada población
- La eficacia de cada repartidor aumenta a medida que se incrementa el número de pedidos y se reduce el área de reparto como consecuencia de aperturas en poblaciones más reducidas o de aperturas que canibalizan territorios con presencia de tiendas TELECHEF.

519. En concreto, la Dirección de TELECHEF estima que la mano de obra variable pasaría de representar el 40% de las ventas en 1999 al 22% en el año 2008.

520. Para el resto de los gastos variables no se prevén cambios significativos. Para aquellos gastos que evolucionan en función del número de motos, como es el caso de las reparaciones, seguros, y renting de motos, se ha estimado un coste fijo por moto, sobre una media de 17 motos por tienda. TELECHEF prevé que las economías de escala en estos conceptos motivan que el gasto fijo por moto no se incremente al ritmo de la inflación.

## **5.2 Proyecciones financieras (Cont.)**

### **Cuentas de resultados (Cont.)**

521. En general, los gastos fijos de cada tienda proyectados por la Dirección de TELECHEF planteaban ligeras disminuciones que, en aras de conseguir una mayor prudencia, hemos modificado de manera que se incrementen en línea con la inflación proyectada.

522. El porcentaje que los gastos de la fábrica suponen sobre las ventas de las tiendas propias se reduce a lo largo del período proyectado de un 10% en 1999 a un 4% en el año 2008. TELECHEF ha dimensionado su fábrica para hacer frente a sus incrementos de ventas en el futuro, lo que provoca que la rentabilidad de la inversión se verá incrementada a medida que suban las ventas. No se prevé que la fábrica venda a las tiendas propias con margen en el Plan de Negocio de TELECHEF "stand-alone".

523. Los gastos de estructura se incrementarán a un ritmo medio del 4% anual, como consecuencia de incrementos anuales medios de 2 personas en la plantilla de estructura.

524. A partir del año 2000 se han proyectado aperturas de franquicias, las cuales contribuirán al resultado de TELECHEF en los siguientes aspectos:

- Canon de apertura: Ptas. 3 millones
- Royalties: 5% de las ventas
- Margen de fábrica: comenzará a aplicarse un 2% del coste de producto en el año 2001, incrementándose hasta el 7% en el 2008. Se trata de un concepto novedoso que TELECHEF plantea en su Plan de Negocio "stand-alone" introducir gradualmente y en porcentajes no muy elevados para las franquicias.

525. Como consecuencia de las hipótesis mencionadas, se prevé que TELECHEF entraría en beneficios en el año 2005. Hasta entonces, siguiendo la política de la empresa hasta la actualidad, la Compañía activaría el crédito fiscal originado cada año reconociendo un ingreso por el 35% de su base imponible negativa, revirtiendo dicho crédito a partir del año 2005.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**5.2 Proyecciones financieras (Cont.)**

**Balance**

526. A modo de resumen, indicamos a continuación los tres cambios efectuados sobre el Plan de Negocio elaborado por la Dirección de TELECHEF, y que constituyen nuestro caso base corregido:

- Venta media por tienda: 70% al objetivo de la Dirección de TELECHEF
- Apertura de tiendas: Retardo de las 9 aperturas previstas en 1999 y no realizadas
- Costes fijos por tienda: Incrementos en línea con la inflación

527. Un resumen de los balances proyectados de TELECHEF "stand-alone" se presenta a continuación:

	Pesetas millones					
	<u>30/9/99</u> <sup>(1)</sup>	<u>31/12/99</u>	<u>31/12/00</u>	<u>31/12/03</u>	<u>31/12/05</u>	<u>31/12/08</u>
Inmovilizado	3.288	3.504	4.118	5.928	6.521	3.114
Gastos a distribuir en						
Varios ejercicios	4	-	-	-	-	-
Existencias	79	60	83	218	368	577
Deudores	560	409	476	798	1.165	1.647
Accionistas por						
Desembolsos exigidos	676	-	-	-	-	-
Ajustes por						
Periodificación	36	-	-	-	-	-
Tesorería neta	<u>62</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>-</u>
<b>Total Activo</b>	<b><u>4.705</u></b>	<b><u>3.973</u></b>	<b><u>4.677</u></b>	<b><u>6.944</u></b>	<b><u>8.054</u></b>	<b><u>5.338</u></b>
Fondos propios	1.936	1.652	686	(1.184)	(1.448)	3.027
Ingresos a distribuir en						
varios ejercicios	2	-	-	-	-	-
Provisiones riesgos y						
gastos	87	-	-	-	-	-
Acreedores a corto plazo	1.509	579	634	1.248	1.730	2.284
Deuda neta	<u>1.171</u>	<u>1.742</u>	<u>3.357</u>	<u>6.880</u>	<u>7.772</u>	<u>27</u>
<b>Total Pasivo</b>	<b><u>4.705</u></b>	<b><u>3.973</u></b>	<b><u>4.677</u></b>	<b><u>6.944</u></b>	<b><u>8.054</u></b>	<b><u>5.338</u></b>

(1) Datos auditados

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**5.2 Proyecciones financieras (Cont.)**

**Balance (Cont.)**

528. La Dirección de TELECHEF ha estimado las siguientes inversiones a lo largo del período proyectado:

	<u>Ptas. miles</u>
Apertura de tiendas	28.000/tienda
Reforma de tiendas	500/tienda (aprox.)
Fábrica	5.000/año
Estructura	10.000/año

529. Adicionalmente se prevé una inversión de Ptas. 500 millones en la fábrica en el momento en que ésta comienza a prestar servicio a 150 tiendas incluyendo franquicias, hecho que según las proyecciones de la Dirección de TELECHEF, se producirá en el año 2003.

530. A pesar de las inversiones mencionadas, el inmovilizado comenzará a disminuir en el año 2006 como consecuencia de que en el año 2005 comenzará a revertir el crédito fiscal activado como parte del inmovilizado financiero. Según las proyecciones, el crédito fiscal alcanzará su nivel máximo en el año 2004, con un importe de Ptas. 3.326 millones (a 30 de septiembre de 1999 su importe asciende a Ptas. 1.504 millones).

531. Para la proyección de los saldos del capital circulante se han utilizado las siguientes hipótesis, calculadas a partir de los estados financieros históricos de la Compañía:

- Rotación de existencias: 32 días
- Período medio de cobro: 19 días <sup>(1)</sup>
- Período medio de pago: 61 días

(1) Incluye saldos a cobrar a franquicias y saldos deudores por publicidad de ciertas marcas en los cupones de TELECHEF.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

## **5.2 Proyecciones financieras (Cont.)**

### **Balance (Cont.)**

532. De acuerdo a las proyecciones financieras, el fondo de maniobra irá empeorando debido a los flujos de caja negativos que surgirían como consecuencia de las pérdidas hasta el año 2005 y debido también a las nuevas aperturas de tiendas financiadas mediante el circulante generado. A partir de entonces empezaría a mejorar hasta llegar a ser prácticamente cero al final del período proyectado. También como consecuencia de las pérdidas acumuladas durante los primeros años, la Compañía pasaría por un período de fondos propios negativos entre los ejercicios 2001 y 2006. A este respecto, los actuales accionistas de TELECHEF siempre han afirmado que mantendrían su apoyo financiero a la Compañía para que ésta pudiese hacer frente a sus obligaciones.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

### **5.3 La tasa de descuento**

533. Para valorar un negocio en marcha aplicamos una tasa de descuento equivalente al Coste Medio Ponderado del Capital ("CMPC"). Dicha tasa de descuento considera tanto el coste de los recursos propios ("coste del capital") como el coste de la deuda o recursos ajenos, y se determina a partir de una ponderación de los mismos.

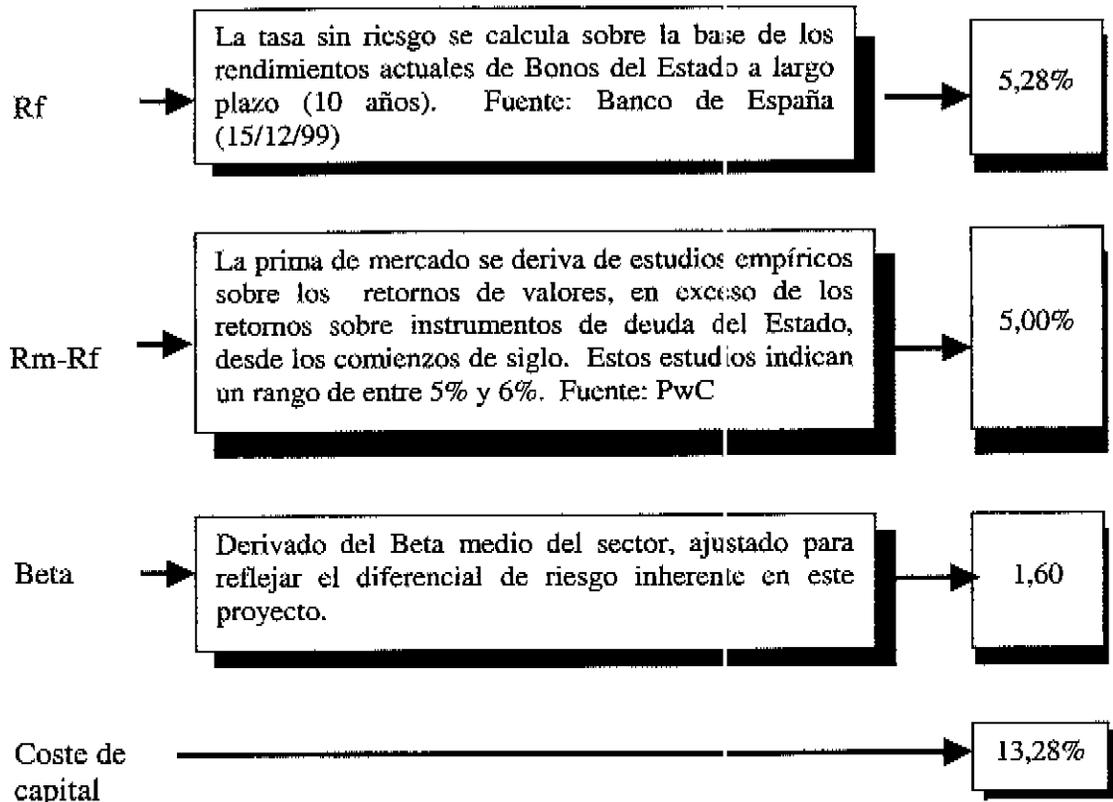
534. Para estimar el Coste del Capital es necesario contemplar el diferencial entre el riesgo medio del mercado cotizado, es decir, la Bolsa (que equivale a un coeficiente Beta de 1) y el riesgo inherente a un negocio de estas características.

535. No existen compañías estrictamente comparables que coticen en las bolsas españolas. La única compañía cotizada española comparable en cuanto a actividad es TELEPIZZA, con una Beta de 1,13.

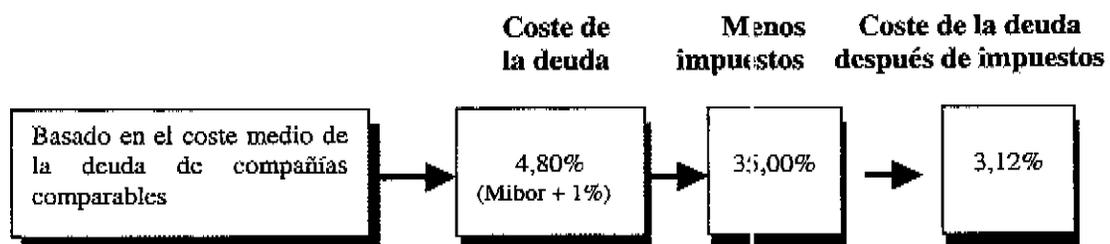
536. Sobre la base de lo anterior, y de nuestro juicio profesional y teniendo en cuenta que el riesgo de TELECHEF es superior al de TELEPIZZA debido al menor tamaño, situación de semi-"start-up", alto nivel de endeudamiento, mayor concentración geográfica, etc, hemos estimado un Beta de 1,6 para el negocio de TELECHEF "*stand-alone*".

**5.3 La tasa de descuento (Cont.)**

**Cálculo del Coste de Capital:**



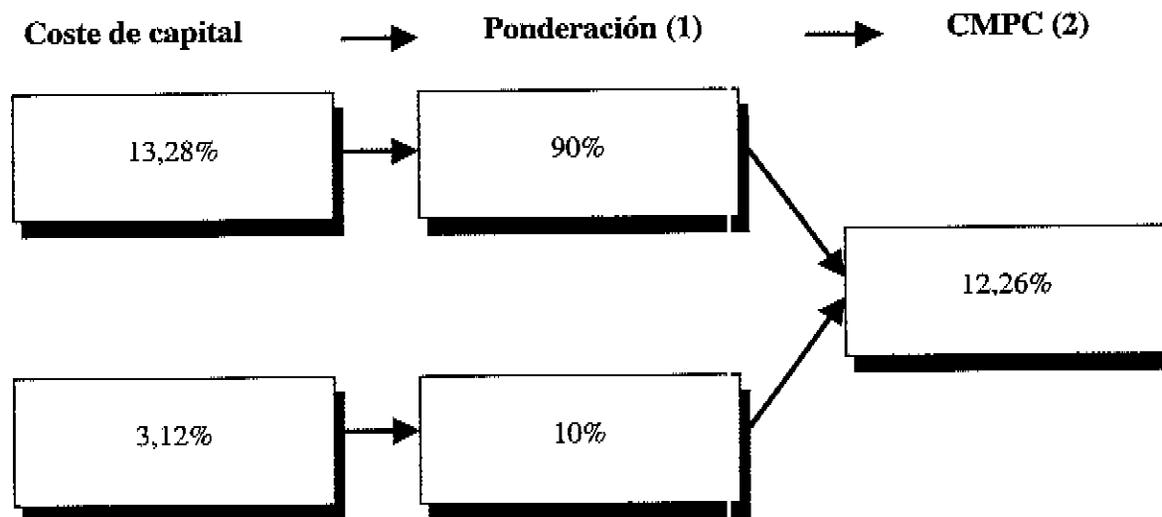
**Cálculo del Coste de la deuda:**



**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**5.3 La tasa de descuento (Cont.)**

**Ponderación de ambos costes:**



- (1) Sobre la base del ratio de endeudamiento medio del sector
- (2) La tasa de descuento se ha aplicado a los flujos de caja para el período considerado (1999-2008) y al valor residual obtenido mediante la capitalización a perpetuidad del último flujo de caja.

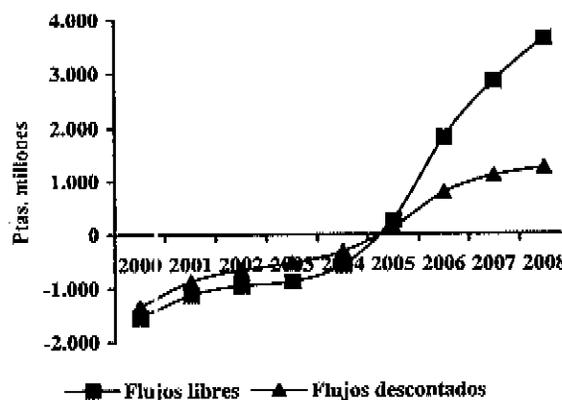
**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**5.4 Los flujos de caja descontados**

537. Las principales hipótesis adoptadas en el modelo financiero se resumen en el apartado 5.2 de este Informe.

538. El resultado de aplicar las tasas de descuento estimadas en el epígrafe anterior a los flujos de caja obtenidos en la Compañía se resume a continuación:

	Ptas. millones	
	Flujos Libres	Flujos Descontados
Oct-Dic. 1999	(522)	(507)
2000	(1.547)	(1.339)
2001	(1.124)	(867)
2002	(948)	(651)
2003	(874)	(534)
2004	(567)	(309)
2005	262	127
2006	1.807	781
2007	2.842	1.094
2008	3.632	1.246
Valor descontado		<u>(958)</u>



## 5.5 Valor residual

539. Existen diversos métodos para la estimación del valor residual de un negocio al final del período proyectado. La selección del mismo dependerá de las características y estado de desarrollo del negocio en cada momento, de su vida futura y de la evolución esperada del mercado. En este caso hay que tener en cuenta los siguientes factores:

- Valorar TELECHEF en base al negocio “*stand-alone*” implica que no se prevé la liquidación del negocio al final del período.
- No se prevén posibles cambios en el sector y en el mercado que afecten directamente a la viabilidad del negocio a largo plazo.

540. Por lo tanto, el proceso seguido para obtener el valor residual ha sido el siguiente:

- Valor residual considerando la capitalización a perpetuidad del flujo de caja del año 2008, corregido por factores no recurrentes.
- Valor a perpetuidad =  $\frac{\text{Ultimo flujo de caja 2008 (+/-) crecimiento (2\%)}}{\text{tasa de descuento +/- crecimiento (2\%)}}$

541. Teniendo en cuenta estos parámetros el valor residual del negocio considerado quedaría de la siguiente forma:

	<u>Ptas. millones</u>
Valor residual	21.417
Valor residual descontado	7.347

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

## **5.6 Análisis de sensibilidad**

542. El modelo de proyecciones financieras elaborado permite realizar variaciones en algunas hipótesis básicas y conocer su efecto sobre los flujos de tesorería a generar y, consecuentemente, sobre el valor estimado por DFC. Hemos realizado un análisis de sensibilidad sobre la siguiente hipótesis básica:

- Apertura de franquicias. El análisis de sensibilidad ha sido realizado sobre esta hipótesis porque, al haberse reducido la venta media por tienda en el Caso Base Corregido, existe la posibilidad de que el negocio sea algo menos atrayente para los franquiciados.

543. Sobre la base de la sensibilidad realizada, planteamos el siguiente escenario alternativo al Caso Base propuesto por la Dirección y corregido inicialmente por nosotros:

- Reducir el objetivo de apertura de franquicias al 50% de las inicialmente proyectadas.

544. Los efectos que, sobre el Caso Base tienen las sensibilidades planteadas se resumen a continuación:

	<u>Ptas. millones</u>
Valor del negocio Caso Base Corregido (1)	6.388
Escenario alternativo (1)	3.603

(1) Suma de flujos proyectados descontados y valor residual

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**5.7 Opinión sobre el valor de TELECHEF**

545. Un resumen del valor estimado para TELECHEF (“*stand-alone*”), de acuerdo con la metodología aplicada y nuestro juicio profesional es el siguiente:

	<u>Valor negocio</u>	<u>Deuda neta</u> <u>30/09/99 (1)</u>	<u>Valor Compañía</u>
Caso Base Corregido	6.388	(1.109)	5.279
Ponderación Caso Base Corregido y Escenario Alternativo (2)	5.274	(1.109)	4.165

(1) Inversiones financieras temporales (Ptas. 48 millones) + Tesorería (Ptas. 14 millones) – Deudas con entidades de crédito (Ptas. 1.171 millones).

(2) 60% caso base y 40% escenario alternativo

546. Por lo tanto, el valor de las acciones de TELECHEF, de acuerdo con nuestra estimación, y sobre la base de los escenarios de proyecciones planteados, podría situarse razonablemente en un rango comprendido entre Ptas. 4.200 y 5.200 millones. Aunque dicho rango es considerablemente amplio, no hemos entendido necesario una mayor concreción debido que estimamos más adecuado, a efectos de la operación propuesta, valorar TELECHEF teniendo en cuenta la integración.

547. El rango de valor estimado no tiene en cuenta otros componentes de tipo estratégico, difíciles de evaluar, pero que pueden estar soportando un valor adicional de TELECHEF, asumiendo su integración en TELEPIZZA. Entre dichos factores se encuentran:

- El valor que pueda tener para TELEPIZZA, la eliminación de un competidor en el mercado nacional con un ambicioso plan de expansión para los próximos años
- El valor que pueda tener TELECHEF para un operador internacional en el sector “*fastfood*” que estuviera interesado en obtener una rápida penetración en el mercado nacional.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

## ***6 Valoración del negocio aportado por la integración de TELECHEF en TELEPIZZA***

### ***Contenido***

- 6.1 El proyecto de integración**
- 6.2 El proceso**
- 6.3 Proyecciones financieras**
- 6.4 La tasa de descuento**
- 6.5 Valor residual**
- 6.6 Resumen de valores según DFC**
- 6.7 Distribución del valor del negocio aportado por TELECHEF y TELEPIZZA**
- 6.8 Opinión sobre el valor del negocio aportado por TELECHEF**

**TELEPIZZA, S.A.**

**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

## **6.1 El proyecto de integración**

601. A continuación se resumen las principales ideas que fundamentan el proyecto de integración de las dos empresas, que enmarcan de una forma global toda la información que se presenta con posterioridad a esta Sección.

602. El proyecto fundamental se puede resumir en la integración de dos empresas hasta ahora competidoras dentro del mismo sector, TELEPIZZA y TELECHEF, con menor o mayor intensidad competitiva dependiendo de la matriz productos/mercados que se aplique.

603. Se han unido con el objetivo de completar tanto sus ofertas, como mecanismo para el desarrollo de su estrategia de diversificación, como sus redes de distribución.

604. De una forma resumida el proyecto implica operativamente las siguientes acciones:

- Incorporación en los locales de un módulo o “estación mixta” que permite en las tiendas TELEPIZZA y en las de nueva apertura, la venta de hamburguesas, sandwiches, “perritos” y bocadillos con una baja inversión media (de unos Ptas. 4 millones) y unos bajos costes de mano de obra adicionales al estar preelaborados los productos.
- Venta de pizzas de TELEPIZZA en las tiendas de TELECHEF.
- Venta de todos los productos preparados con la tecnología de la fábrica de TELECHEF en las tiendas de TELEPIZZA, y en las de nueva apertura.

605. Al mismo tiempo y desde una perspectiva de mercado, se pueden resumir los principales elementos que soportan el proyecto de integración en los siguientes puntos:

- Oportunidad de desarrollo del mercado en el servicio de entrega a domicilio (actualmente menor al 5%) de hamburguesas, bocadillos y “perritos” que representan en conjunto el 58% del mercado de “fast food” en España.
- Crecimiento del mercado del 31,7% desde el año 1993 al 1998 y clara tendencia a seguir creciendo, aunque sea a ritmos menos importantes.

**TELEPIZZA, S.A.**

**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

## **6.1 El proyecto de integración (Cont.)**

- Necesidad de desarrollar tecnologías e inversiones importantes en el sector en el que operará el proyecto de integración, para poder competir en el mismo con éxito.

606. Las inversiones tecnológicas y barreras fundamentales se pueden clasificar en cuatro tipos: laborales, comerciales, técnicos y de producto.

607. Las barreras laborales se centran en la diferencia existente entre el Convenio de hostelería y el de servicio a domicilio que dificulta el desarrollo del “*delivery*” desde negocios con el Convenio de hostelería.

608. Las barreras comerciales se encuentran en la rentabilidad del servicio a domicilio que obliga a tener un pedido medio, alto, que lo haga viable, lo que supone una evidente dificultad para competidores con escasa gama de productos. Por otro lado parece improbable que las multinacionales de “*fastfood*” actualmente presentes en España autorizasen a sus filiales a entrar en otros mercados.

609. La tercera barrera se encuentra en la específica distribución de planta del local que se necesita tener, para poder desarrollar el servicio de entrega a domicilio de forma eficiente sin que afecte al negocio en sala. Para poder resolver esta barrera habría que reformar en el caso de los competidores actuales, muchos de sus locales de forma muy costosa y aún así habría muchos que no se podrían utilizar para desarrollar el servicio a domicilio.

610. Por último, la cuarta barrera se encuentra en la tecnología que aporta TELECHEF, que permite disponer de un producto preelaborado en fábrica, lo que permite reducir el porcentaje de manipulación en tienda a un 28% con unos tiempos de preparación resultantes medios de unos 2 minutos.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

## **6.2 El proceso**

611. Con el fin de estimar un valor equitativo y razonable de las acciones de TELEPIZZA y TELECHEF a efectos de la integración de TELECHEF en TELEPIZZA, hemos estimado el valor del negocio adicional que surge como consecuencia de la integración.

612. Este negocio adicional está reflejado en el Plan del Negocio que se ha elaborado fundamentalmente a partir de las hipótesis definidas por la Dirección de ambas Compañías y se ha clasificado atendiendo a su origen, es decir, partiendo de la generación total de valor, para luego atribuirlo a TELECHEF o TELEPIZZA en función del grado de contribución de cada parte al mismo.

613. Se han identificado una serie de conceptos que suponen una aportación por una u otra compañía al negocio conjunto, realizando la valoración de cada uno de ellos por separado para poder atribuirlos posteriormente a cada compañía en función de criterios definidos de manera individual para cada concepto.

- a) Negocio de venta de productos TELECHEF en las tiendas de TELEPIZZA (actuales y nuevas aperturas previstas). No se contempla en el modelo de aportación la venta de productos TELEPIZZA en tiendas TELEPIZZA puesto que esto está ya implícito en la valoración de TELEPIZZA “*stand-alone*”. Tampoco se contemplan ventas adicionales en la red internacional.
- b) Negocio de las tiendas TELECHEF, que incluye la venta de productos propios y de TELEPIZZA.
- c) Negocio de la fábrica de TELEPIZZA por las ventas adicionales de productos TELEPIZZA en las tiendas TELECHEF.
- d) Pérdida de margen en la fábrica de TELEPIZZA como consecuencia de la canibalización de productos TELEPIZZA por productos TELECHEF.
- e) Negocio de la fábrica de TELECHEF, considerando las tiendas TELECHEF y TELEPIZZA a las que va a suministrar.
- f) “Costes de estructura” de TELECHEF que se aportan al negocio conjunto.
- g) Crédito fiscal de TELECHEF estimado para la fecha de realización de la operación (28 de febrero del 2000), el cual supondrá menores pagos por el Impuesto sobre Sociedades del negocio conjunto.

**TELEPIZZA, S.A.**

**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

## **6.2 El proceso (Cont.)**

- h) Deuda neta de TELECHEF estimada para la fecha de integración.
- i) Capital circulante de TELECHEF estimado a la fecha de la integración.

614. El método que hemos adoptado para obtener el valor del negocio adicional ha sido el Descuento de Flujos de Caja de las aportaciones que hacen una y otra compañía al negocio conjunto. Dicho proceso incluye:

- Determinación de los flujos de caja libres de cada concepto comprendido entre los epígrafes a) y g) anteriores, para el período de 10 años comprendido entre el 1 de enero del 2000 y el 31 de diciembre del 2009.
- Determinación de la tasa de descuento.
- Aplicación de la tasa de descuento a los flujos de caja libres, para la determinación del valor de cada concepto.
- Cálculo del valor residual para cada concepto a partir de la estimación de una renta perpetua tomando el último flujo de caja estimado (año 2009), considerando un crecimiento a perpetuidad del 2,5%.
- Cálculo del valor total de cada concepto, sumando al valor de los flujos de caja libres descontados el valor residual.
- Adición de la posición de deuda neta y capital circulante estimados para el 28 de febrero del 2000.
- Determinación de la contribución de cada compañía a la obtención del valor adicional generado (puede ser también negativo) por cada concepto.
- Adición de los valores individuales para obtener el valor total que cada Compañía aporta con la integración de TELECHEF en TELEPIZZA.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**6.3 Proyecciones financieras**

**General**

615. Las hipótesis básicas que sustentan el modelo financiero del negocio adicional representan la mejor estimación de las Compañías en relación con el futuro del negocio de TELEPIZZA, una vez integrada TELECHEF en TELEPIZZA y sobre una base realista y prudente.

616. Las proyecciones financieras se refieren a los distintos conceptos de aportaciones enunciados en el apartado 6.2 de este Informe e incluyen los detalles necesarios para la determinación de los flujos de caja de las respectivas aportaciones para los próximos diez años (2000 a 2009). Las hipótesis utilizadas en su construcción han sido contrastadas con la evolución real en los últimos años y con datos de mercado disponibles, analizando la razonabilidad de las mismas.

617. Las proyecciones financieras se han elaborado en pesetas nominales. En consecuencia, reflejan el efecto de la inflación (IPC) estimada para los próximos diez años de acuerdo con las estimaciones de Economist Intelligence Unit.

618. Para llevar a cabo la integración, el Plan del Negocio adicional por la integración, asume las siguientes hipótesis generales referentes a las tiendas de TELEPIZZA y TELECHEF:

	<u>TELEPIZZA</u>	<u>TELECHEF</u>	<u>TOTAL</u>
Número actual de tiendas:	416 <sup>(1)</sup>	39	455
se acondicionan para el negocio conjunto	333	20	353
no se acondicionan (cierre)	0	19	19
Aperturas 2000 (2)	53	0	53
Aperturas 2001 (2)	38	0	38
Aperturas 2002 (2)	23	0	23
Aperturas (período 2003-2009)	0	0	0
<b>Total tiendas negocio conjunto año 2009</b>	<b>447</b>	<b>20</b>	<b>467</b>

- (1) No incluye las tiendas "Pizza World", ya que no se contempla su adaptación al nuevo concepto de "Estación mixta"  
(2) Las Direcciones de las Compañías estiman unas aperturas de 70 tiendas para el año 2000, 50 para el 2001 y 30 para el 2002. No obstante, hemos estimado un grado de cumplimiento del 75% de las aperturas previstas, como más cercano a una expectativa razonable.

**TELEPIZZA, S.A.****Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.****6.3 Proyecciones financieras (Cont.)****General (Cont.)**

619. La fecha tomada como referencia para el inicio de las operaciones del negocio integrado es el 28 de febrero del 2000. A partir de ese momento comienza la reconversión de las tiendas que pasan al negocio conjunto, el cierre de las tiendas TELECHEF que no se incorporan a éste y la apertura de nuevas tiendas, comenzando a venderse productos TELEPIZZA y TELECHEF conjuntamente en todas esas tiendas.

**Cuentas de resultados**

620. La evolución de las ventas, resultados y flujos de caja libres incluidos en las cuentas de pérdidas y ganancias proyectadas de las aportaciones al negocio conjunto TELEPIZZA-TELECHEF puede resumirse del siguiente modo (se presentan los ejercicios 2000 a 2003, 2005, 2007 y 2009):

Tiendas	Pesetas millones						
	2000	2001	2002	2003	2005	2007	2009
<b>TELEPIZZA (1)</b>							
Ventas propias (3)	1.667	3.662	4.454	5.290	6.448	7.063	7.493
Margen bruto	1.108	2.434	2.960	3.516	4.285	4.694	4.980
% sobre ventas	66%	66%	66%	66%	66%	66%	66%
Resultado operativo (4)	680	1.400	1.698	2.028	2.486	2.726	2.890
BAI (5)	717	1.491	1.807	2.158	2.645	2.900	3.075
Resultado neto (6)	466	969	1.175	1.403	1.719	1.885	1.998
Flujo de Caja libre	(91)	1.285	1.338	1.434	1.731	1.873	1.988
<b>TELECHEF (2)</b>							
Ventas propias (3)	1.080	2.546	2.928	3.367	4.036	4.406	4.675
Margen bruto	751	1.782	2.058	2.377	2.874	3.151	3.342
% sobre ventas	69.5%	70.0%	70.3%	70.6%	71.2%	71.5%	71.5%
Resultado operativo (4)	(12)	142	301	469	758	947	1.024
BAI (5)	(32)	142	301	469	758	947	1.024
Resultado neto (6)	(21)	92	196	305	493	616	665
Flujo de Caja libre	(201)	287	319	434	619	737	794

(1) Ventas de productos TELECHEF en tiendas TELEPIZZA (actuales y aperturas)

(2) Ventas de productos TELEPIZZA y TELECHEF en tiendas TELECHEF.

(3) No incluye las ventas de las tiendas bajo régimen de franquicia, cuyo resultado se incorpora al BAI

(4) Antes de cargas de estructura y fábrica, franquicias, resultados financieros, extraordinarios e impuestos

(5) No incluye cargas de estructura y fábrica, resultados financieros e impuestos. Los resultados financieros no han sido proyectados, ya que los cash flows proyectados son libres de apalancamiento financiero.

(6) No incluye el efecto del crédito fiscal, al haberse proyectado este concepto de manera aislada.

**TELEPIZZA, S.A.****Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.****6.3 Proyecciones financieras (Cont.)****Cuentas de resultados (Cont.)****Fábricas**

	Pesetas millones						
	2000	2001	2002	2003	2005	2007	2009
<b>TELEPIZZA (1)</b>							
Ventas a tiendas	176	416	478	550	659	719	763
Margen bruto	61	143	165	190	227	248	263
% sobre ventas	34,5%	34,5%	34,5%	34,5%	34,5%	34,5%	34,5%
BAI (3)	44	104	120	138	165	181	192
Resultado neto (5)	29	68	78	90	107	117	124
Flujo de Caja libre	29	68	78	90	107	117	124
<b>TELEPIZZA (2)</b>							
Ventas a tiendas	(399)	(462)	(511)	(540)	(573)	(608)	(645)
Margen bruto	(138)	(159)	(176)	(186)	(198)	(210)	(223)
% sobre ventas	34,5%	34,5%	34,5%	34,5%	34,5%	34,5%	34,5%
BAI (3)	(100)	(116)	(128)	(136)	(144)	(153)	(162)
Resultado neto (5)	(65)	(75)	(83)	(88)	(94)	(99)	(105)
Flujo de Caja libre	(65)	(75)	(83)	(88)	(94)	(99)	(105)
<b>TELECHEF (6)</b>							
Ventas a tiendas	869	1.979	2.385	2.818	3.425	3.750	3.979
Margen bruto	174	406	501	606	771	881	955
% sobre ventas	20,0%	20,5%	21,0%	21,5%	22,5%	23,5%	24,0%
BAI (4)	(31)	66	111	162	245	304	337
Resultado neto (5)	(20)	43	72	105	159	197	219
Flujo de Caja libre	(100)	47	72	105	159	197	219

(1) Margen de la fábrica TELEPIZZA para ventas de productos TELEPIZZA a las actuales tiendas TELECHEF

(2) Efecto que sobre la fábrica tiene la pérdida de ventas de productos TELEPIZZA por la canibalización de productos TELECHEF en tiendas TELEPIZZA actuales y aperturas.

(3) No incluye costes fijos – implícitos en la valoración de TELEPIZZA *stand-alone*, estructura e impuestos

(4) No incluye estructura e impuestos

(5) No incluye el efecto del crédito fiscal, al haberse proyectado este concepto de manera aislada.

(6) Margen de la fábrica de TELECHEF por ventas de productos TELECHEF a todas las tiendas.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**6.3 Proyecciones financieras (Cont.)**

**Cuentas de resultados (Cont.)**

**Estructura de TELECHEF**

621. Hemos estimado de forma separada el valor asignable a la parte de la estructura actual de TELECHEF que pasará al negocio conjunto, de acuerdo con el Plan de Negocio TELEPIZZA-TELECHEF. Los costes imputables en el periodo proyectado y los flujos de caja libres se resumen a continuación:

	Pesetas millones						
	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2005</u>	<u>2007</u>	<u>2009</u>
Costes de estructura	(122)	(125)	(128)	(132)	(140)	(149)	(158)
Costes de estructura netos de Impuestos s/							
Sociedades (1)	(79)	(81)	(84)	(86)	(91)	(97)	(103)
Flujo de Caja libre	(79)	(81)	(84)	(86)	(91)	(97)	(103)

(1) No se considera el crédito fiscal ya que se proyecta de manera separada

**Hipótesis principales: Tiendas**

622. Las ventas estimadas para las tiendas de TELEPIZZA recogen únicamente las ventas de productos TELECHEF, dado que las ventas de productos TELEPIZZA no suponen ninguna aportación adicional al negocio existente.

623. Las ventas en tiendas TELECHEF recogen los productos propios y los de TELEPIZZA en las tiendas de TELECHEF, ya que ambas ventas representan negocio adicional al de TELEPIZZA "stand-alone".

624. Las principales hipótesis adoptadas para las tiendas se resumen a continuación:

**Tiendas TELEPIZZA**

625. La cifra de ventas en las tiendas TELEPIZZA que se transforman y en las tiendas nuevas, corresponde al negocio incremental resultado de la integración y se estima, para los tres primeros ejercicios proyectados, como la suma de las ventas mensuales en las tiendas operativas. Para los ejercicios siguientes la estimación es anual. Las principales hipótesis que afectan a las ventas son las siguientes:

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

### 6.3 Proyecciones financieras (Cont.)

#### Hipótesis principales: Tiendas (Cont.)

##### Tiendas TELEPIZZA (Cont.)

	<u>Tiendas acondicionadas</u>	<u>Nuevas aperturas</u>	
<b>Estimación ventas año 2000:</b>			
Cifra actual de ventas/mes por tienda TELEPIZZA (Ptas. millones)	10,5	6,5	
% incremento por venta de productos TELECHEF (aportación de TELEPIZZA al negocio conjunto):	<u>10,5%</u>	<u>10,5%</u>	
Total ventas/mes por tienda año 2000 (Ptas. millones)	1,1	0,7	
<b>Incremento anual ventas adicionales periodo proyectado:</b>			
Ejercicio 2001	18%	25%	
Ejercicio 2002	15%	23%	
Ejercicio 2003	15%	20%	
Ejercicio 2004	11%	15%	
Ejercicio 2005	8%	15%	
Ejercicio 2006	6%	8%	
Ejercicios 2007 a 2009	3%	3%	
<b>Núm. de tiendas acondicionadas o nuevas aperturas:</b>			
	<u>Acondic.</u>	<u>Nuevas</u>	<u>Total final ejercicio</u>
Ejercicio 2000	333	53	386
Ejercicio 2001	0	38	424
Ejercicio 2002	0	23	447
Ejercicios 2003 a 2009	0	0	447
<b>% tiendas propias / franquicias:</b>			
	<u>Propias</u>	<u>Franquicias</u>	<u>Total</u>
Ejercicio 2000	69%	31%	100%
Ejercicios 2001 a 2009	67%	33%	100%

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

### **6.3 Proyecciones financieras (Cont.)**

#### **Hipótesis principales: Tiendas (Cont.)**

##### **Tiendas TELEPIZZA (Cont.)**

626. La hipótesis inicial de incremento de ventas del 2000 recoge tanto el efecto positivo de la venta de productos TELECHEF como el negativo producido por la canibalización. Por otro lado, los incrementos posteriores se refieren únicamente a las ventas del negocio adicional.

627. Los márgenes brutos de las tiendas se mantienen durante el periodo proyectado en un 66,46% de las ventas del negocio adicional.

628. Los demás costes variables y fijos se han estimado teniendo en cuenta el impacto que sobre las tiendas TELEPIZZA tendrá el incremento de ventas por el negocio adicional. De esta manera, los costes variables suponen únicamente un 26,18% de las ventas, mientras que los fijos ascienden a 33 mil pesetas al año, incrementándose con la inflación durante los años contemplados en las proyecciones. En definitiva, el hecho de que la tienda TELEPIZZA ya asuma buena parte de los costes variables y la práctica totalidad de los costes fijos hace que las ventas del negocio adicional contribuyan en mayor medida al beneficio de la tienda.

629. Para el acondicionamiento de las tiendas existentes de TELEPIZZA se estiman unas inversiones de Ptas. 4 millones por tienda. Esto supone un ahorro aproximado de Ptas. 8,5 millones por tienda con respecto al coste inicialmente estimado por la Dirección de TELEPIZZA para sus planes de diversificación en sus nuevas tiendas. Por otro lado, sin la aportación de TELECHEF la mayoría de las tiendas TELEPIZZA actuales no tendrían la posibilidad de diversificar sus productos, mientras que ahora sí es posible para el 80% de las mismas, con la inversión mencionada de Ptas. 4 millones.

630. El resto de hipótesis fundamentales para las proyecciones de las tiendas TELEPIZZA se resumen a continuación:

- % anual de royalties percibido/franquicia: 5%
- Impuesto sobre Sociedades: 35%
- Días de venta del pasivo circulante neto (proveedores y acreedores menos existencias y deudores): 25

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**6.3 Proyecciones financieras (Cont.)**

**Hipótesis principales: Tiendas (Cont.)**

**Tiendas TELECHEF**

631. Para la estimación de las ventas de las actuales tiendas TELECHEF se han considerado las siguientes hipótesis:

**Mix de ventas/tienda año 2000 (Ptas. millones):**

Ventas productos TELEPIZZA/mes	5
Ventas productos TELECHEF/mes	<u>4</u>
Total ventas/mes por tienda	<u>9</u>

**Incremento anual ventas periodo proyectado:**

Ejercicio 2001	18%
Ejercicio 2002	15%
Ejercicio 2003	15%
Ejercicio 2004	11%
Ejercicio 2005	8%
Ejercicio 2006	6%
Ejercicios 2007 a 2009	3%

**Número de tiendas** 20

632. Los márgenes brutos de las tiendas TELECHEF se han estimado en torno a un 70%, pasando del 69,5% en el 2000 al 71,5% en el 2006, momento a partir del cual el margen se mantiene estable. El incremento del margen bruto coincide con el proyectado por TELECHEF en su Plan de Negocio "*stand-alone*".

633. Los costes variables y fijos se han estimado considerando los costes históricos de las tiendas TELECHEF y evolucionan con las ventas y con la inflación, respectivamente, durante el periodo proyectado. Los costes fijos han sido incrementados ligeramente de manera que coinciden con los costes fijos totales proyectados para las tiendas TELEPIZZA.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

### **6.3 Proyecciones financieras (Cont.)**

#### **Hipótesis principales: Tiendas (Cont.)**

##### **Tiendas TELECHEF (Cont.)**

634. En el ejercicio 2000 se acondicionan 20 tiendas para su integración en TELEPIZZA, de las que ninguna opera en régimen de franquicia. Las proyecciones contemplan que las 19 tiendas restantes de TELECHEF en principio se cierran, si bien 9 de ellas se encuentran todavía en fase de estudio, asumiéndose unos costes totales extraordinarios por rescisión de los contratos de alquiler de Ptas. 21 millones. La Dirección de la Compañía estima una inversión máxima de Ptas. 15 millones por tienda, para el acondicionamiento de las 20 tiendas en el ejercicio 2000.

635. Las demás hipótesis relevantes contempladas en las proyecciones son las siguientes:

- Impuesto sobre Sociedades: 35%
- Días de venta del pasivo circulante neto: 25

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**6.3 Proyecciones financieras (Cont.)**

**Hipótesis principales: Fábricas**

636. Las ventas estimadas de la fábrica de TELEPIZZA recogen, por un lado, las ventas de productos TELEPIZZA a las tiendas de TELECHEF que pasan al negocio conjunto, y por otro lado el efecto de la disminución de ventas de productos TELEPIZZA en las tiendas TELEPIZZA como consecuencia de la canibalización originada por los productos TELECHEF (estimada en un 3% de las ventas proyectadas para TELEPIZZA). Las ventas de la fábrica de TELECHEF se refieren a las ventas a las tiendas TELECHEF que se incorporan a TELEPIZZA y las ventas a las tiendas de esta última.

637. Las principales hipótesis asumidas en cuanto a ventas y márgenes de las fábricas para el periodo proyectado se resumen a continuación:

	<u>Fábrica TELEPIZZA</u>	<u>Fábrica TELECHEF</u>
Margen bruto fábrica	34,5 %	20 % (1)

(1) Se estima un incremento anual del 0,5% como consecuencia de economías de escala.

- Los costes variables de las dos fábricas y los costes fijos de la fábrica de TELECHEF se han estimado en función de los costes actuales de las fábricas dado que la Dirección de las Compañías entiende que éstos no se verán alterados como consecuencia de la mayor demanda de productos por la integración de los negocios. Los costes variables evolucionan con las ventas mientras que los incrementos de costes fijos de la fábrica de TELECHEF responden al Plan de Negocio para la fábrica, una vez haya sido integrada en TELEPIZZA realizado por la Dirección de TELECHEF. Los costes fijos de la fábrica de TELEPIZZA no se incorporan al modelo de aportación ya que son los existentes en la actualidad en la fábrica, y ya se encuentran reflejados en el valor de TELEPIZZA sin la integración de TELECHEF.
- Se estima el Impuesto sobre Sociedades aplicando una tasa impositiva del 35%.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

### **6.3 Proyecciones financieras (Cont.)**

#### **Hipótesis principales: Fábricas (Cont.)**

- Para poder atender a la mayor demanda de productos en la fábrica de TELECHEF, las proyecciones incorporan una inversión de Ptas. 100 millones en el 2000, inversión que permitirá eliminar el único “cuello de botella” que podría limitar la producción. Este concepto no se incorpora en las proyecciones de la fábrica de TELEPIZZA al no ser necesario su acondicionamiento. Las inversiones contempladas a partir del 2001 son las de reposición.

638. A partir de las hipótesis anteriores se ha proyectado el efecto del negocio adicional en lo que se refiere a los siguientes conceptos:

- Margen de la fábrica de TELECHEF
- Margen de la fábrica de TELEPIZZA por vender a las tiendas TELECHEF.
- Descenso del margen de la fábrica TELEPIZZA por la canibalización.

#### **Hipótesis principales: Estructura de TELECHEF**

639. La incorporación de TELECHEF al negocio de TELEPIZZA no conllevará ningún coste de rescisión en la estructura de la compañía, según las hipótesis de la Dirección. Los únicos costes de estructura que se incorporan al negocio son los equivalentes al 80% de los gastos actuales de personal de estructura de TELECHEF, por resultar personal necesario para el negocio que se aporta, mientras que el 20% del personal restante será recolocado en otras empresas de los accionistas de TELECHEF.

640. Los demás costes de estructura no serán incorporados a TELEPIZZA, ya que el edificio donde se encuentran las oficinas centrales de TELECHEF será abandonado y con él los gastos asociados al mismo. No se han proyectado costes de rescisión del contrato de alquiler del edificio, ya que el mismo es propiedad de los accionistas de TELECHEF, y hemos sido informados que no se reclamará indemnización de ningún tipo.

641. No se han proyectado los costes que TELECHEF soporta por el mantenimiento de la concesión de un solar en Mercamadrid, al igual que no se ha incluido el valor de la concesión, debido a que, según hemos sido informados por las Direcciones de TELEPIZZA y TELECHEF, la concesión no se contempla en la integración de TELECHEF.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

### **6.3 Proyecciones financieras (Cont.)**

#### **Hipótesis principales: Crédito fiscal de TELECHEF**

642. Según los estados financieros de TELECHEF auditados a 30 de septiembre de 1999, el crédito fiscal de la Compañía a dicha fecha asciende a Ptas. 1.504 millones, el cual se encuentra activado en su totalidad. La Dirección de TELECHEF estima que, como consecuencia de la generación de pérdidas por Ptas. 150 millones al mes desde el 1 de octubre de 1999 hasta el 28 de febrero del año 2000, fecha en la que se prevé que se realizará la integración, el crédito fiscal a dicha fecha ascenderá a Ptas. 1.766 millones.

643. Debido a que la propia TELEPIZZA, más el negocio adicional que surge por la integración, generará previsiblemente bases imponibles suficientes para la reversión del crédito fiscal a 31 de diciembre del año 2000, se ha proyectado que a esta fecha se generará un flujo de caja de Ptas. 1.766 millones.

#### **Hipótesis principales: Deuda neta y Capital Circulante de TELECHEF**

644. La Dirección de TELECHEF estima que, como consecuencia de unas necesidades de financiación adicional de Ptas. 150 millones al mes desde el 1 de octubre de 1999 hasta el 28 de febrero del 2000, la deuda neta más el pasivo circulante neto de TELECHEF se incrementará en Ptas. 750 millones sobre la cifra que figura en su balance al 30 de septiembre.

645. Según hemos sido informados por dicha Dirección, en el caso de que a la fecha de integración la deuda neta superase a los fondos propios de TELECHEF, se realizarían los ajustes precisos, ya que la superioridad o igualdad de los fondos propios sobre deuda neta es requisito fundamental para que la integración se lleve a cabo. En nuestras proyecciones no se ha tenido en cuenta la reducción de deudas por el importe de dicho ajuste, por no conocerse de antemano.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**6.4 La tasa de descuento**

646. Para valorar el negocio que se genera aplicamos la tasa de descuento estimada para la valoración de TELEPIZZA "stand-alone", ya que el negocio de TELEPIZZA en solitario es el que mejor puede reflejar la tendencia general del riesgo con el que operará la Compañía incluyendo el negocio adicional en el futuro, y con ello, la rentabilidad esperada.

647. Por lo tanto, la tasa de descuento que aplicamos a los flujos de caja libre es del 10,15%.

**Aplicación del CMPC a las proyecciones financieras:**

	Ptas. millones						Crédito fiscal
	Tiendas		Fábricas		Telechef	Estructura	
	Telepizza	Telechef	TELEPIZZA Vtas a TCH	Canibaliz			
Total flujos descontados (2000-2009)	<u>8.064</u>	<u>2.533</u>	<u>520</u>	<u>(517)</u>	<u>585</u>	<u>(526)</u>	<u>1.565<sup>(1)</sup></u>

(1) Ptas. 1.333 millones corresponden al crédito-fiscal originado hasta el 30 de septiembre de 1999, y Ptas. 263 millones al que se ha estimado que se genera hasta el 28 de febrero del 2000.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**6.5 Valor residual**

648. Hemos aplicado los criterios ya mencionados en los capítulos 4 y 5 de este Informe para calcular el valor residual para las tiendas de TELEPIZZA, las de TELECHEF, las fábricas de una y otra compañía, el efecto de la canibalización y la repercusión de los costes de estructura de TELECHEF sobre el negocio conjunto

649. Hemos estimado una tasa de crecimiento a perpetuidad del 2,5% para el negocio adicional que surge en TELEPIZZA como consecuencia de la integración de TELECHEF, tasa superior a la utilizada en el cálculo del valor residual de TELEPIZZA y TELECHEF "stand-alone", reflejando el mayor crecimiento a perpetuidad que originará el hecho de que con una mayor diversificación de productos la Compañía pueda abrir tiendas en poblaciones pequeñas en las que TELEPIZZA por sí sola no se introduciría, y cuyo efecto no ha sido contemplado en las proyecciones financieras.

650. Teniendo en cuenta estos parámetros los valores residuales de los distintos conceptos considerados quedarían de la siguiente forma:

	Ptas. millones					
	Tiendas		Fábricas		Estructura	
	<u>TEPIZZA</u>	<u>TCHEF</u>	<u>TELEPIZZA</u>	<u>TCHEF</u>		
V.R.	26.641	10.641	Ventas a TCH 1.668	Efecto Canibaliz (1.411)	2.932	(1.376)
V.R. descontado	9.892	3.951	620	(524)	1.089	(510)

651. No se ha considerado el valor residual del crédito fiscal, ya que éste revierte en su totalidad a lo largo del período proyectado.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**6.6 Resumen de valores según DFC**

652. El resumen de valores obtenidos que se obtienen, por lo tanto, en el Caso Base de proyecciones financieras, es el siguiente:

	Ptas. millones						Crédito fiscal
	Tiendas		Fábricas				
	<u>TPIZZA</u>	<u>TCHEF</u>	<u>TELEPIZZA</u>				
		<u>Vtas a TCH</u>	<u>Canibaliz</u>	<u>TCHEF</u>	<u>Estructura</u>		
Valor flujos descontados	8.064	2.533	520	(517)	585	(526)	1.565
Valor residual descontado	<u>9.892</u>	<u>3.951</u>	<u>620</u>	<u>(524)</u>	<u>1.089</u>	<u>(510)</u>	<u>-</u>
Valor del negocio	<u>17.956</u>	<u>6.484</u>	<u>1.140</u>	<u>(1.041)</u>	<u>1.674</u>	<u>(1.036)</u>	<u>1.565</u>

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**6.6 Resumen de valores según DFC (Cont.)**

653. A 30 de septiembre de 1999 el balance auditado de TELECHEF presenta una deuda neta por importe de Ptas. 990 millones y un saldo neto de capital circulante de Ptas. (48) millones, cuyos detalles se resumen a continuación:

	<u>Ptas. millones</u>
<b>Deuda neta:</b>	
Tesorería e Inversiones Financieras Temporales	62
Accionistas por desembolsos exigidos	676
Deudas con entidades de crédito	(1.171)
Deuda neta con empresas asociadas	<u>(557)</u>
<b>Total deuda neta a 30/09/99</b>	<b><u>(990)</u><sup>(1)</sup></b>
<b>Capital circulante:</b>	
<b>Saldos de Activo</b>	
Existencias	79
Deudores	560
Ajustes por periodificación de activo	36
Gastos a distribuir en varios ejercicios	<u>4</u>
	<u>679</u>
<b>Saldos de Pasivo</b>	
Provisiones para riesgos y gastos	87
Acreedores comerciales	504
Otras deudas no comerciales	134
Ingresos a distribuir en varios ejercicios	<u>2</u>
	<u>727</u>
<b>Total saldo neto de capital circulante:</b>	<b><u>(48)</u></b>

(1) Deuda neta a 30/09/99 según capítulo 5: 1.109. La diferencia se debe a que en el capítulo 5 no se incluye el saldo de "Accionistas por desembolsos exigidos" (se proyecta por separado su desembolso el 1 de octubre de 1999), ni el saldo de "Deuda neta con empresas asociadas" (se proyecta el pago en el cuarto trimestre de 1999). Dado que el modelo de negocio adicional se inicia el 1 de enero del 2000, ya se han contemplado estos dos conceptos como parte de la deuda neta inicial.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**6.6 Resumen de valores según DFC (Cont.)**

654. Por otro lado, según las estimaciones de la Dirección de TELECHEF, conforme a los cálculos ya explicados, la deuda de TELECHEF se incrementará en Ptas. 750 millones del 1 de octubre de 1999 al 28 de febrero del año 2000, de los cuales Ptas. 250 millones se convertirán en pasivo circulante. Por lo tanto, la situación estimada a 28 de febrero del 2000 es la siguientes:

	<u>Ptas. millones</u>
Deuda neta	(1.490)
Capital Circulante	(298)
Total	<u>(1.788)</u>

655. Ambos conceptos han sido restado a efectos de la valoración.

656. Por lo tanto, de acuerdo con nuestras estimaciones, el valor total generado por la integración de TELECHEF en TELEPIZZA, se resume en los siguientes conceptos:

<u>Conceptos</u>	<u>Pesetas millones</u>
	(Valor)
Tiendas TELEPIZZA + tiendas nuevas	17.956
Tiendas TELECHEF	6.484
Fábrica TELEPIZZA (ventas a TCH)	1.140
Fábrica TELEPIZZA (canibalización)	(1.041)
Fábrica TELECHEF	1.674
Estructura TELECHEF	(1.036)
Crédito fiscal TELECHEF estimado a 28/02/00	1.565
Deuda neta TELECHEF estimada a 28/02/00	(1.490)
Capital circulante estimada a 28/02/00	(298)
Valor total	<u>24.954</u>

657. Debe tenerse en cuenta que cualquier demora en la realización de la integración más allá del 28 de febrero del 2000 o cualquier modificación final de la deuda y capital circulante estimada para dicha fecha, motivará incrementos en la deuda neta de TELECHEF, que sólo serán compensados en parte por incrementos del crédito fiscal, con lo que el valor del negocio se verá reducido por un importe igual al neto entre el incremento de deuda y el valor descontado de la mayor reversión potencial del crédito fiscal.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**6.7 Distribución del valor del negocio aportado por TELECHEF y TELEPIZZA**

658. Un resumen de los valores estimados para la aportación de TELEPIZZA y TELECHEF al negocio conjunto, de acuerdo con la metodología aplicada es el siguiente:

	Ptas. millones	% Imputación	
	Valor	TELEPIZZA	TCHEF
Tiendas TELEPIZZA (convertidas y nuevas)	17.956	80 %	20 %
Tiendas TELECHEF	6.484	37 %	63 %
Fábrica TELEPIZZA	1.140	100 %	0 %
Canibalización	(1.041)	0 %	100 %
Fábrica TELECHEF	1.674	0 %	100 %
Estructura TELECHEF	(1.036)	50 %	50 %
Crédito fiscal TELECHEF	1.565	0 %	100 %
Deuda neta TELECHEF	(1.490)	0 %	100 %
Capital circulante TELECHEF	(298)	0 %	100 %
Valor Total Aportación	<u>24.954</u>	<u>69 %</u>	<u>31 %</u>

659. En consecuencia, los valores aportados por cada Compañía al negocio conjunto serían los siguientes:

	Ptas. millones	
	TELEPIZZA	TELECHEF
Tiendas TELEPIZZA (convertidas y nuevas)	14.292	3.665
Tiendas TELECHEF	2.404	4.080
Fábrica TELEPIZZA (ventas en tiendas TCH)	1.140	-
Fábrica TELEPIZZA (Canibalización)	-	(1.041)
Fábrica TELECHEF	-	1.674
Estructura TELECHEF	(519)	(518)
Crédito fiscal TELECHEF	-	1.565
Deuda neta TELECHEF	-	(1.490)
Capital circulante TELECHEF	-	(298)
Total Aportación	<u>17.317</u>	<u>7.637</u>

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

**6.7 Distribución del valor del negocio aportado por TELECHEF y TELEPIZZA (Cont.)**

660. Para la asignación de porcentajes de reparto del valor generado por las tiendas TELEPIZZA convertidas y nuevas se han tenido en cuenta los siguientes criterios:

- **Imputación a TELEPIZZA:** Porcentaje que los costes fijos y variables dedicadas a los productos TELEPIZZA suponen sobre el total de los costes fijos y variables de la tienda más el ahorro que supone el realizar una inversión de sólo Ptas. 4 millones frente a los aproximadamente Ptas. 18 millones que como media habría que invertir en cada tienda por el hecho de diversificar a base de convertir las tiendas TELEPIZZA hacia el concepto Tele-Grill <sup>(1)</sup>. Para determinar el porcentaje mencionado se ha calculado el valor actual de la proyección de los costes fijos y variables y del ahorro en inversión, incluyendo el valor residual a partir del año 2010, descontando los flujos a un coste medio ponderado del capital igual al utilizado en la estimación del valor total del negocio. Es importante destacar que para proyectar los componentes indicados se han estimado crecimientos en ventas para la parte de productos TELEPIZZA acordes con las proyecciones de TELEPIZZA "stand-alone", mientras que para el negocio adicional se han considerado los incrementos incluidos en las proyecciones utilizadas para nuestra valoración.
- **Imputación a TELECHEF:** Costes variables y fijos del negocio adicional más el ahorro en inversión mencionado sobre el total costes de la tienda más dicho ahorro en inversión.

661. En el caso del reparto del valor originado por las ventas en las tiendas TELECHEF el criterio ha sido el mismo, si bien en este caso el ahorro considerado en inversión coincide con la inversión media por tienda que se ha realizado en TELECHEF (Ptas. 28 millones), ya que se trata de una inversión que en TELEPIZZA ya se encuentra realizada.

(1) Para las tiendas nuevas la inversión se ha estimado en Ptas. 12,5 millones, pero para algunas tiendas que se reconviertan, la inversión sería superior, ya que no se abrieron con la idea de ser convertidas algún día al concepto Tele-Grill. Se ha estimado una inversión media, para la totalidad de las reconversiones de tiendas TELEPIZZA y aperturas de Ptas. 18 millones.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

## **6.7 Distribución del valor del negocio aportado por TELECHEF y TELEPIZZA (Cont.)**

662. El valor que surge por el resultado que la fábrica de TELEPIZZA obtiene por vender a las tiendas TELECHEF es imputable al 100% a TELEPIZZA, al igual que el valor del resultado que la fábrica de TELECHEF obtiene por vender sus productos a la totalidad de las tiendas se imputa a TELECHEF. Por otro lado, el menor valor que surge como consecuencia de la pérdida de margen de la fábrica de TELEPIZZA por el hecho de la canibalización que realizan productos TELECHEF en las tiendas TELEPIZZA es imputable al 100% a TELECHEF, por ser esta canibalización la que en parte permite el incremento de ventas de productos TELECHEF en los porcentajes proyectados.

663. La estructura de TELECHEF que se incorpora a TELEPIZZA es, según afirmaciones de las Direcciones de ambas Compañías, necesaria para la realización del Plan de Negocio proyectado, por lo que en nuestra opinión su valor debe imputarse a partes iguales a ambas Compañías.

664. El crédito fiscal ha sido generado por TELECHEF, si bien son las bases imponibles de TELEPIZZA las que permiten su reversión en el año 2000. No obstante, la posibilidad de que el crédito fiscal pudiese ser utilizado ya en el año 2000 por otras empresas propiedad de los accionistas de TELECHEF hace que en nuestra opinión su valor deba ser imputado al 100% a TELECHEF.

665. Por último, la deuda neta y capital circulante de TELECHEF corresponden en su totalidad a esta Compañía.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

## **6.8 Opinión sobre el valor del negocio aportado por TELECHEF**

666. De acuerdo con la metodología aplicada, nuestra estimación del valor aportado por TELECHEF de cara a su integración en TELEPIZZA es de Ptas. 7.637 millones, sobre un total de valor originado de aproximadamente Ptas. 24.954 millones.

667. Dicho valor atribuido a TELECHEF supone que, de acuerdo con la operación propuesta, TELEPIZZA tendrá que realizar una ampliación de capital del 4,1642423% para remunerar a los accionistas de TELECHEF por la aportación de dicha Compañía.

668. El porcentaje anterior ha sido calculado teniendo en cuenta la proporción que el valor atribuido a TELECHEF en la integración supone sobre el valor de TELEPIZZA "*stand-alone*" más el valor generado en la integración que corresponde a TELEPIZZA.

669. Como consecuencia del incremento de capital estimado, los accionistas de TELECHEF obtendrán un 3,998% del valor total de TELEPIZZA tras la integración de TELECHEF.

---

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

## **7 *Relación de canje***

### ***Contenido***

- 7.1           Relación de Canje**
- 7.2           Efectos de la integración en el valor de TELEPIZZA**

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

## 7.1 Relación de canje

701. Hemos realizado la valoración de TELEPIZZA, TELECHEF y del negocio conjunto surgido como consecuencia de la integración, con el fin de determinar una relación de canje razonable y equitativa. Los valores que, en nuestra opinión, reflejan razonablemente el valor de las acciones en el contexto de la integración de TELECHEF en TELEPIZZA son los valores de la aportación de cada compañía al negocio conjunto, y que resumimos a continuación:

		<u>Ptas. millones</u>	<u>Referencia</u>
TELEPIZZA	Valor "stand-alone"	166.080	Sección 4
	Aportación al negocio conjunto	<u>17.317</u>	Sección 6
	Valor total TELEPIZZA	183.397	
TELECHEF:	Aportación al negocio conjunto	<u>7.637</u>	Sección 6
	Valor total negocio conjunto	<u>191.034</u>	

702. Sobre la base de estas valoraciones, TELEPIZZA deberá realizar una ampliación de capital de 8.938.900 (4,1642423% de su capital actual compuesto por 214.658.500 acciones) de 0,03 Euros de valor nominal, que serán canjeadas por la totalidad del capital social de TELECHEF compuesto por 29.100 acciones de la serie A., de 10.000 pesetas de valor nominal, y por 41.520 acciones de la serie B, de 1.500 pesetas de valor nominal, lo que equivale a la siguiente ecuación de canje:

1 acción TELECHEF serie A= 253,0259 acciones TELEPIZZA

1 acción TELECHEF serie B = 37,9539 acciones TELEPIZZA

703. El resultado de la integración será que TELEPIZZA tendrá un capital social de 6.707.922,00 Euros representado por 223.597.400 acciones.

**TELEPIZZA, S.A.**  
**Accionistas de TELECHEF CORPORACIÓN, S.A.**

## **7.2 Efectos de la integración en el valor de TELEPIZZA**

704. De acuerdo con los valores obtenidos y empleados para el caje el capital ampliado y suscrito mediante la aportación de TELECHEF supone un 3,998 % del nuevo capital social de TELEPIZZA tras la ampliación.

705. Dicho de otro modo, de acuerdo a las hipótesis adoptadas para la estimación de la proyección del negocio conjunto de TELEPIZZA y TELECHEF, la integración de TELECHEF en TELEPIZZA tendría en nuestra opinión, el efecto de que el valor unitario por acción considerado en base al capital antes de la ampliación ascendería desde 4,65 euros hasta 5,34 euros, o lo que es equivalente, a 5,13 euros después de la ampliación de capital por aportación no dineraria de las acciones de TELECHEF. En consecuencia, el valor de TELEPIZZA recogiendo la contribución que es atribuible a la propia sociedad se sitúa en 5,13 euros, valor que se mantiene tras la ampliación.

## INDICE

<b>Sección</b>	<b>Contenido</b>	<b>Página</b>
<b>1</b>	<b>Objetivo y alcance de las valoraciones</b>	4 – 13
1.1	Antecedentes y Objetivo	5 – 6
1.2	Alcance	7
1.3	Información disponible	8 – 10
1.4	Limitaciones generales	11 – 12
1.5	Limitaciones específicas	13
<b>2</b>	<b>Base de las valoraciones y metodologías utilizadas</b>	14 – 21
2.1	Base de las valoraciones – Valor justo o razonable	15
2.2	Fecha de las valoraciones	16
2.3	Metodologías de valoración	17 – 18
2.4	El Descuento de Flujos de Caja	19
2.5	Contraste con múltiplos de compañías comparables	20
2.6	Valoración de las aportaciones al negocio conjunto	21
<b>3</b>	<b>Breve descripción del mercado</b>	22 – 38
3.1	Visión General	23 – 24
3.2	Productos y Mercados	25 – 29
3.3	Entorno Competitivo	30 – 35
3.4	Visión de futuro	36 – 38