



Universidad de Navarra

CIIF

Documento de Investigación

DI nº 660

Diciembre, 2006

DESCENSOS MEMORABLES EN LAS COTIZACIONES: TELEPIZZA Y BOSTON CHICKEN

Pablo Fernández

IESE Business School – Universidad de Navarra

Avda. Pearson, 21 – 08034 Barcelona, España. Tel.: (+34) 93 253 42 00 Fax: (+34) 93 253 43 43

Camino del Cerro del Águila, 3 (Ctra. de Castilla, km 5,180) – 28023 Madrid, España. Tel.: (+34) 91 357 08 09 Fax: (+34) 91 357 29 13

Copyright © 2006 IESE Business School.

El CIIF, Centro Internacional de Investigación Financiera, es un centro de carácter interdisciplinar con vocación internacional orientado a la investigación y docencia en finanzas. Nació a principios de 1992 como consecuencia de las inquietudes en investigación financiera de un grupo interdisciplinar de profesores del IESE, y se ha constituido como un núcleo de trabajo dentro de las actividades del IESE Business School.

Tras más de diez años de funcionamiento, nuestros principales objetivos siguen siendo los siguientes:

- Buscar respuestas a las cuestiones que se plantean los empresarios y directivos de empresas financieras y los responsables financieros de todo tipo de empresas en el desempeño de sus funciones.
- Desarrollar nuevas herramientas para la dirección financiera.
- Profundizar en el estudio de los cambios que se producen en el mercado y de sus efectos en la vertiente financiera de la actividad empresarial.

Todas estas actividades se proyectan y desarrollan gracias al apoyo de nuestras empresas patrono, que además de representar un soporte económico fundamental, contribuyen a la definición de los proyectos de investigación, lo que garantiza su enfoque práctico.

Dichas empresas, a las que volvemos a reiterar nuestro agradecimiento, son: Aena, A.T. Kearney, Caja Madrid, Fundación Ramón Areces, Grupo Endesa, Royal Bank of Scotland y Unión Fenosa.

<http://www.iese.edu/ciif/>

DESCENSOS MEMORABLES EN LAS COTIZACIONES: TELEPIZZA Y BOSTON CHICKEN

Pablo Fernández*

Resumen

En este documento se analizan dos empresas con actividades muy similares: Boston Chicken, una cadena de más de 1.700 restaurantes especializados en comida casera, y TelePizza, una cadena de más de 700 pizzerías. Ambas crecieron mucho en la década de los noventa y tuvieron un período de enorme crecimiento en la cotización de sus acciones, seguido por otro período de descenso vertiginoso de la cotización. Dicho de otro modo, ambas tuvieron un período de gran rentabilidad y creación de valor para sus accionistas, al que siguió otro de rentabilidad negativa y destrucción de valor. El objetivo del documento es identificar, considerar y clasificar los factores y las circunstancias que propiciaron los acusados descensos (y los previos ascensos) de las cotizaciones.

* Profesor de Dirección Financiera, Cátedra PricewaterhouseCoopers de Finanzas Corporativas, IESE

Clasificación JEL: G 12, G 31, G32

Palabras clave: creación de valor, rentabilidad requerida a los recursos propios, coste del capital (WACC), valoración de la empresa, APV, coste de los recursos propios.

DESCENSOS MEMORABLES EN LAS COTIZACIONES: TELEPIZZA Y BOSTON CHICKEN*

En este documento se analizan dos empresas con actividades muy similares: Boston Chicken, una cadena de más de 1.700 restaurantes especializados en comida casera, y TelePizza, una cadena de más de 700 pizzerías. Ambas crecieron mucho en la década de los noventa y tuvieron un período de enorme crecimiento en la cotización de sus acciones, seguido por otro período de descenso vertiginoso de la cotización. Dicho de otro modo, ambas tuvieron un período de gran rentabilidad y creación de valor para sus accionistas, al que siguió otro de rentabilidad negativa y destrucción de valor. El objetivo del documento es identificar, considerar y clasificar los factores y las circunstancias que propiciaron los acusados descensos (y los previos ascensos) de las cotizaciones.

	Período		Aumento de valor (Millones de euros)	Creación de valor (Millones de euros)	Rentabilidad para los accionistas		Rentabilidad de la bolsa	
	Desde	a			Anualizada	Total	Anualizada	Total
Boston Chicken	Nov. de 1993	Dic. de 1996	1.626	1.470	58%	310%	21%	78%
	Dic. de 1996	Oct. de 1998	-2.632	-3.293	-55%	-100%	27%	54%
TelePizza	Nov. de 1996	Jun. de 1998	1.982	1.936	440%	1.338%	75%	143%
	Jun. de 1998	Oct. de 1999	-1.166	-1.543	-45%	-55%	-5%	-7%

Boston Chicken proporcionó una creación de valor para los accionistas de 1.470 millones de euros desde noviembre de 1993 hasta diciembre de 1996 (una rentabilidad del 310% en todo el período). En el mismo período, la rentabilidad de la bolsa (S&P 500) fue del 78%. Pero desde diciembre de 1996 hasta octubre de 1998 (momento en que Boston Chicken suspendió pagos), la destrucción de valor fue de 3.293 millones de euros (una rentabilidad para los accionistas de -100%). En este último período, la rentabilidad de la bolsa (S&P 500) fue del 54%.

El caso de TelePizza fue similar, aunque menos dramático. TelePizza proporcionó una creación de valor para los accionistas de 1.936 millones de euros desde noviembre de 1996 hasta junio de 1998 (una rentabilidad del 1.338% en todo el período). En el mismo período, la rentabilidad de la bolsa (IBEX 35) fue del 143%. Pero desde junio de 1998 hasta octubre de 1999 (momento en que el fundador de TelePizza vendió todas sus acciones), la destrucción de valor fue de 1.543 millones de euros (una rentabilidad para los accionistas de -55%). En este último período, la rentabilidad de la bolsa (IBEX 35) fue del -7%.

* El autor agradece la valiosísima ayuda de José María Carabias para la realización de este trabajo.

En este documento se describe y analiza la evolución de las dos empresas. La gran creación de valor inicial de TelePizza y Boston Chicken se explica, fundamentalmente, por el gran crecimiento de las ventas y por las expectativas de crecimiento de los flujos futuros derivadas de los negocios del momento, de posibles adquisiciones y de la entrada en nuevos negocios. La posterior destrucción de valor se explica por una revisión a la baja de las exageradas expectativas de crecimiento de los flujos futuros. En el caso de Boston Chicken hubo un factor adicional: la empresa asumió un gran riesgo para financiar el crecimiento y no fue capaz de controlarlo. El crecimiento de TelePizza fue más ordenado: la empresa asumió menos riesgo financiero y controló el riesgo operativo mejor que Boston Chicken.

1. Boston Chicken, una cadena de restaurantes especializados en comidas caseras

Boston Chicken es una empresa especializada en comidas caseras variadas. Se constituyó en Massachusetts en 1985. En diciembre de 1997 la empresa tenía ya 1.740 establecimientos: 1.166 restaurantes bajo el nombre de Boston Chicken y 574 establecimientos con el nombre Einstein/Noah Bagel.

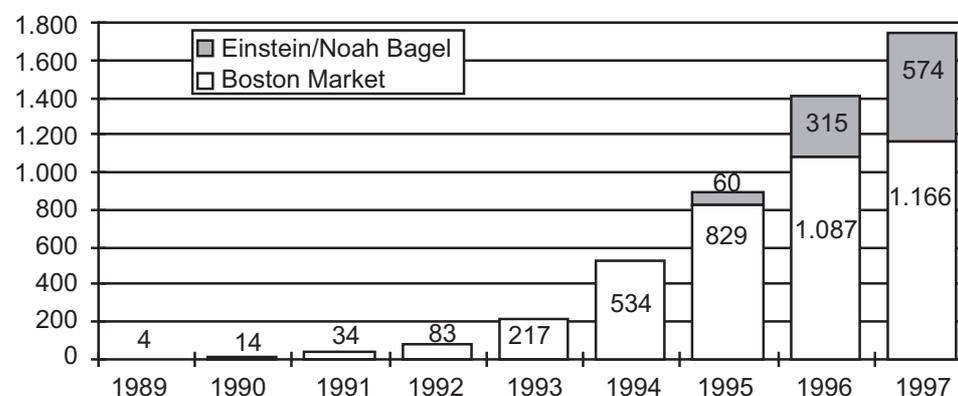
1.1. Crecimiento espectacular de Boston Chicken

La Figura 1 muestra el rápido crecimiento del número de establecimientos, y la Figura 2 la evolución de las ventas.

El espectacular crecimiento de las ventas y del número de tiendas también vino acompañado de un importante aumento en el precio de la acción como muestra la Figura 3. La empresa comenzó a cotizar el 16 de noviembre de 1993 a 10 dólares/acción¹. La salida a bolsa fue un éxito: el precio por acción al final de la primera sesión de cotización fue de 24,25 dólares. El Dow Jones Industrial Average del día de la emisión fue 3.640 puntos. Tres años después, en diciembre de 1996, el precio de la acción de Boston Chicken era ya de 41 dólares (una subida del 310% respecto al precio de colocación), mientras que el Dow Jones Industrial Average sólo había subido un 77%, hasta 6.443 puntos.

Figura 1

Evolución del número de establecimientos de Boston Chicken



¹ Precios por acción ajustados por un *split* 2 x 1 posterior. La empresa emitió 2.960.000 acciones a 20 dólares/acción.

Figura 2

Ventas de Boston Chicken, en millones de dólares

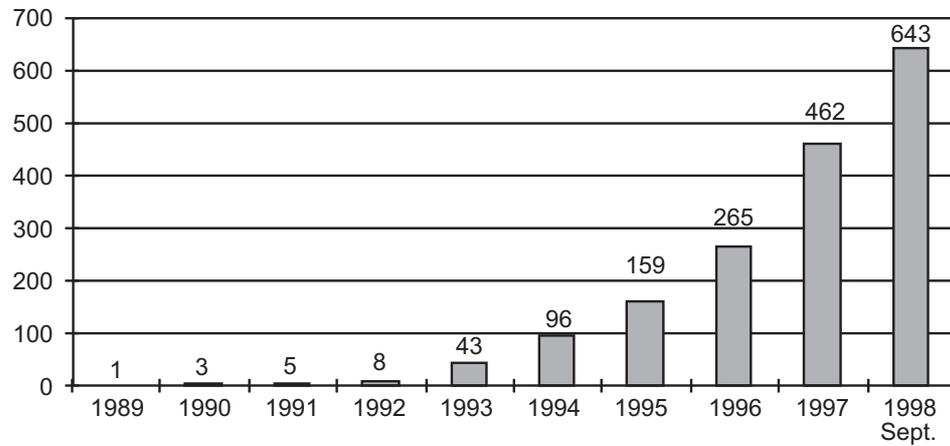
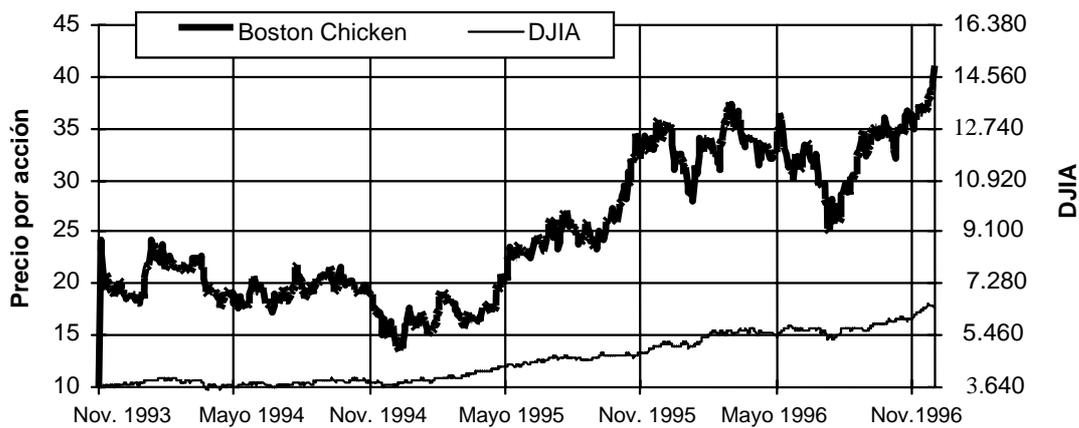


Figura 3

Cotización de Boston Chicken y el Dow Jones Industrial Average



1.2. Historia de Boston Chicken

En 1991, la empresa tenía 34 restaurantes. El concepto inicial de Boston Chicken incluía los elementos clave para crecer en el mercado de comida casera: alta calidad y comidas de estilo casero, principalmente cenas. Una vez realizada la inversión inicial, la empresa concentró sus esfuerzos en la creación de un prototipo de restaurante estándar.

Con el fin de asegurarse una rápida expansión, la empresa participó en la financiación de un grupo de *promotores de área* (una especie de superfranquiados que instalaban restaurantes en una gran área geográfica): los promotores aportaban el 20% de la inversión, y el resto lo aportaba Boston Chicken en forma de préstamos a los promotores de área.

La ejecución de este rápido plan de expansión dependía de la habilidad de Boston Chicken para conseguir financiación. La empresa esperaba que la progresiva apertura de nuevos restaurantes supondría un importante aumento de los ingresos procedentes de las franquicias: royalties e ingresos financieros por los préstamos a los promotores de áreas. La mejora en los ingresos llevaría aparejada el crecimiento del beneficio por acción, lo que permitiría emitir más acciones de la empresa y obtener deuda adicional.

A finales de 1994, la empresa y sus promotores de área tenían 534 restaurantes abiertos.

A principios de 1995 Boston Chicken introdujo pavo asado y otros primeros platos que añadían variedad a las ofertas de la cena. El 2 de mayo de 1995 la empresa cambió el nombre de los restaurantes Boston Chicken por Boston Market con el propósito de transmitir de una manera más adecuada la variedad de comidas ofrecidas y establecer una imagen que permitiera aumentar el valor de su marca en el mercado de comida casera.

Además, para diversificar lanzó otros tipos de negocios, entre los que destaca Einstein/Noah Bagel, una cadena de cafeterías de las que Boston Chicken era el principal accionista.

A principios de 1996 Boston Chicken comenzó a ofrecer bocadillos de calidad. Dada la naturaleza altamente competitiva de los restaurantes de servicio rápido y el nivel de precios promocionales, la empresa se vio obligada a elevar considerablemente los gastos de marketing.

El beneficio de la empresa había crecido a un ritmo espectacular:

	1993	1994	1995	1996
Beneficio neto (millones de dólares)	1,6	16,2	33,6	67,0

A principios de 1997 se produjeron dos hechos que motivaron la caída de los márgenes: otras cadenas de restaurantes bajaron sus precios, y la empresa no fue capaz de determinar el alcance real de su política de marketing.

La reacción de Boston Chicken ante el descenso de los beneficios no se hizo esperar. La empresa concentró todos sus esfuerzos en la producción de comidas de alta calidad y de productos para la cena. Además, decidió no hacer uso de precios promocionales como herramienta de marketing, ya que pensaba que estas campañas habían repercutido negativamente tanto en la calidad de sus productos como en el servicio ofrecido al cliente.

Como medidas encaminadas a mejorar la rentabilidad, la calidad de sus productos y el servicio a la clientela, Boston Chicken tomó las siguientes decisiones:

1. Postergó la apertura de nuevos restaurantes y la expansión internacional.
2. Cerró 74 restaurantes que no eran rentables.
3. A finales de 1997 introdujo nuevos platos, ampliando de ese modo la variedad de los menús ya existentes, al tiempo que reafirmaba su proyecto inicial de ofrecer comidas caseras añadiendo nuevos elementos en sus menús.
4. A finales de 1997 la empresa decidió cambiar la composición de su activo, pasando a tener en propiedad las franquicias.

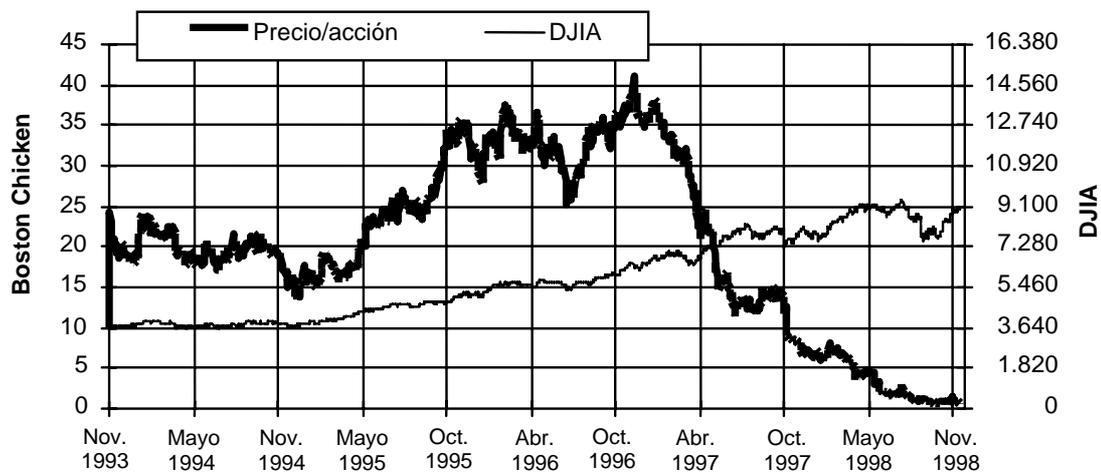
1.3. Suspensión de pagos de Boston Chicken

El 5 de octubre de 1998, ante la sorpresa de algunos, la empresa suspendió pagos. Unas semanas antes muchos analistas financieros recomendaban comprar sus acciones. Según la dirección, la suspensión de pagos era el mejor camino para asegurar un futuro fuerte para la empresa y preservar más de 18.000 puestos de trabajo.

La cotización de la acción ya había descendido vertiginosamente desde el máximo de 41 dólares en diciembre de 1996, como muestra la Figura 4. ¿Qué había pasado?

Figura 4

Cotización de Boston Chicken y el Dow Jones Industrial Average



Un problema fue que los estados contables de Boston Chicken no incluían información sobre la rentabilidad de los promotores de área a los que Boston Chicken había financiado. Los promotores de área habían tenido grandes pérdidas: 51,3 millones de dólares en 1994; 148,3 millones de dólares en 1995 y 156,6 millones de dólares en 1996. En 1996, los préstamos a las franquicias (a los promotores de área) de Boston Chicken eran 654 millones de dólares (véase Anexo 2). La cuenta de resultados de Boston Chicken recogía los pagos por intereses de los promotores de área sobre el dinero que Chicken les había prestado (véase Anexo 1, ingresos financieros).

Como muestra el Anexo 2, la empresa financió la inversión en franquicias con emisiones de acciones y deuda. La empresa fue básicamente transfiriendo a los franquiciados el dinero aportado por emisiones de acciones y deuda, y considerando como beneficio los intereses, mientras los promotores de área estaban en pérdidas. Los beneficios publicados confundieron a los inversores. A continuación se puede observar cómo en años en que los promotores de área tuvieron pérdidas (1994, 1995, 1996), el beneficio de la empresa fue positivo y creciente.

Boston Chicken. Beneficio neto (millones de dólares)

	27-12-1993	25-12-1994	31-12-1995	29-12-1996	28-12-1997	4-10-1998
Beneficio	1,6	16	34	67	-224	-725

El siguiente Cuadro muestra la evolución de la financiación de la empresa desde 1993. Se puede observar el llamativo aumento de deuda.

Boston Chicken. Financiación a valor contable (millones de dólares)

	27-12-1993	25-12-1994	31-12-1995	29-12-1996	28-12-1997	4-10-1998
Deuda a largo	0	130	307	312	763	830
Recursos propios	95	260	717	936	803	101

Boston Chicken empezó a provisionar los préstamos dudosos a promotores de área en 1997 (véase Anexo 1).

La realidad fue que Boston Chicken no fue sólo una cadena de restaurantes, sino también una empresa financiera.

Boston Chicken. Hechos relevantes

- Dic. 1985. Boston Chicken abre el primer restaurante en Newton, Mass.
- Nov. 1993. Las acciones de Boston Chicken comienzan a negociarse en Nasdaq. Emisión inicial de 1,9 millones de acciones, que supuso 54 millones de dólares.
- Ene. 1994. La empresa consigue 130 millones de dólares emitiendo deuda convertible amortizable en el año 2004 con un cupón del 4%.
- Ago. 1994. La empresa consigue 121,6 millones de dólares por la emisión de acciones.
- Ago. 1994. Boston Chicken realiza un *split* 2 x 1 el 24 de agosto.
- Feb. 1995. Boston Chicken cambia el nombre de sus restaurantes por el de Boston Market.
- May. 1995. Boston Chicken consigue 167 millones de dólares emitiendo deuda amortizable en el año 2015.
- Dic. 1995. Boston Chicken consigue 343 millones de dólares por la venta de 9 millones de acciones.
- Abr. 1996. Boston Chicken compra 78 restaurantes a su promotor de área Mid-Atlantic Restaurant Systems. Tras esta compra, el número total de los restaurantes propiedad de Boston Chicken es 108. La compra se instrumentalizó cambiando los restaurantes por el préstamo que Boston Chicken había hecho a Mid-Atlantic anteriormente.
- Mar. 1997. Boston Chicken compra los 118 restaurantes del promotor de área BC New York a cambio de cancelar el préstamo que Boston Chicken había realizado a BC New York. El número de restaurantes propiedad de la empresa es ahora 233.
- Abr. 1997. Boston Chicken consigue 287 millones de dólares emitiendo deuda convertible amortizable el año 2004 con un cupón del 7%.
- Jul. 1997. El número de restaurantes Boston Market alcanza su máximo con 1.208 restaurantes, distribuidos por 39 estados de Estados Unidos.
- Ago. 1997. Boston Chicken compra los 53 restaurantes de su promotor de área Mayfair Partners cambiando el préstamo por los restaurantes. Boston Chicken tiene ahora 296 restaurantes propios.
- Oct. 1997. Boston Chicken anuncia su plan de adquirir todos los restaurantes que todavía operan como franquicias bajo los promotores de área. En este momento hay 1.189 restaurantes Boston Market, 311 propiedad de Boston Chicken.
- Mar. 1998. Boston Chicken consigue el 85% de los restaurantes de su promotor de área BC Great Lakes, propietario de 113 restaurantes Boston Market.
- May. 1998. J. Michael Jenkins es nombrado presidente y director ejecutivo de Boston Chicken.
- Jul. 1998. Boston Chicken contrata al banco de inversiones BT Alex.Brown para reestructurar su deuda, consistente en 219 millones de dólares de deuda sénior y 620 millones de deuda subordinada.
- Sep. 1998. Boston Chicken consigue la mayoría en otros diez promotores de área, aumentando el número de restaurantes propios a 572. Boston Chicken tiene ahora 936 restaurantes propios.
- Oct. 1998. El 5 de octubre Boston Chicken declara la suspensión de pagos y cierra 178 restaurantes. La mayoría de los empleados afectados por los cierres son transferidos a otros restaurantes Boston Market.
- Oct. 1998. El promotor de área BC Northwest, con 56 restaurantes en Oregón, Washington e Idaho, cierra sus restaurantes y suspende pagos.
- Abr. 1999. HJ Heinz cierra un acuerdo con Boston Chicken para producir y vender las marcas Boston Market.
- May. 1999. 865 restaurantes Boston Market operando en 34 estados: 757 son propiedad de la empresa.

En 1998 y 1999, Boston Chicken adquirió la mayoría de los restaurantes que todavía eran propiedad de sus promotores de área, y contrató a un nuevo consejero delegado, J. Michael Jenkins, para reorganizar la empresa. En diciembre de 1998 la empresa ya sólo tenía 898 restaurantes Boston Market en funcionamiento, había despedido 500 de sus 18.500 empleados y había transferido otros 2.700. También consiguió 70 millones de dólares de GE Capital y del Banco de América, la mitad de esta cantidad para refinanciar parte de los 283 millones de dólares de deuda sénior que vencía el 17 de octubre, y el resto para pagar salarios. La empresa tenía, además, 625 millones de dólares en deuda subordinada. Esperaban que a través de la suspensión de pagos, el total de la deuda pendiente pudiera ser reducida en dos tercios, con la mayoría convertible en acciones del negocio reorganizado.

En mayo de 1999 había 865 restaurantes Boston Market operando en 34 estados distintos. La mayoría (757 restaurantes) eran ya propiedad de Boston Chicken. Boston Chicken tenía el 51% de Einstein/Noah Bagel Corp. El Anexo 3 muestra la evolución de esta empresa.

Después de todo lo expuesto anteriormente, se podría decir que el deterioro de la rentabilidad de los restaurantes (y de los promotores de área), la confusión en la interpretación de la información contable, la elevada cantidad de deuda para financiar las franquicias y un plan de expansión muy agresivo fueron los factores que determinaron la evolución del precio de la acción y de la empresa.

1.4. Volatilidad de la acción de Boston Chicken

La Figura 5 muestra la volatilidad de Boston Chicken, sensiblemente superior a la del índice Dow Jones.

La Figura 6 muestra la volatilidad de Boston Chicken y el precio por acción. El gráfico permite apreciar que los aumentos significativos en la volatilidad se producen cuando la cotización desciende.

Figura 5

Volatilidad de Boston Chicken y del Dow Jones Industrial Average. Volatilidad calculada con las rentabilidades diarias de los últimos tres meses

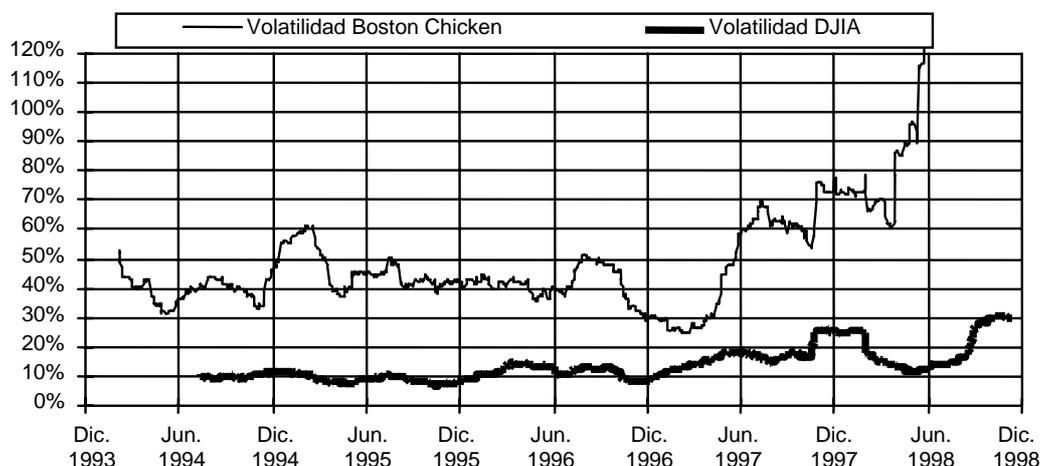
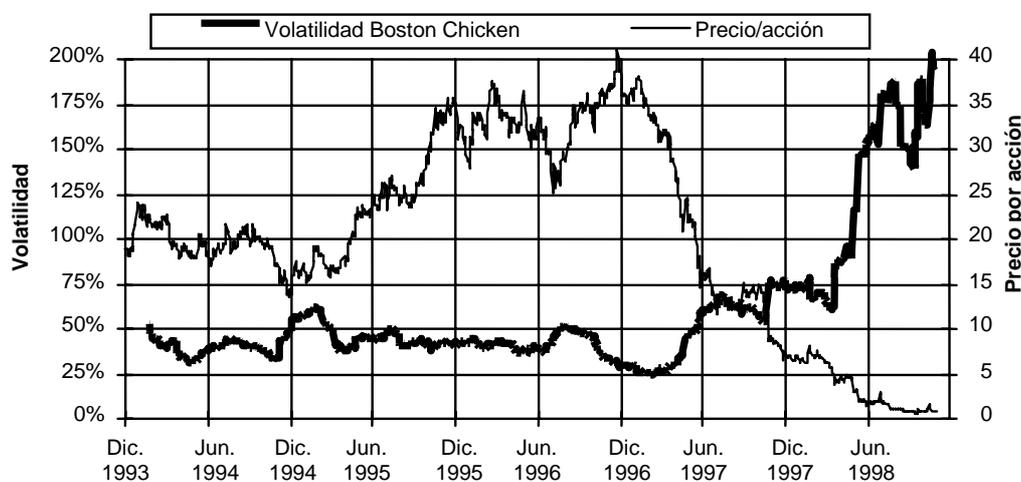


Figura 6

Volatilidad y precio de la acción de Boston Chicken. Volatilidad calculada con las rentabilidades diarias de los últimos tres meses



Boston Chicken tiene un patrón de crecimiento muy parecido al de TelePizza (en ventas y en número de establecimientos), por lo que a continuación se analizará esta empresa y se estudiarán las diferencias y similitudes entre ambas.

2. TelePizza

TelePizza era en 1998 el líder indiscutible dentro del mercado español de pizza con una cuota de mercado del 60,6%.

2.1. Crecimiento espectacular de TelePizza

Abrió la primera tienda en Madrid en el año 1988, siendo pionera en España en el reparto de pizzas a domicilio. A finales de 1998 la empresa tenía 590 establecimientos². La cifra de ventas también creció espectacularmente, como muestra la Figura 8.

² El grupo TelePizza incluye TelePizza, TeleGrill y Pizza World. Las dos primeras con tiendas en España y en el extranjero.

Figura 7

Número de establecimientos de TelePizza

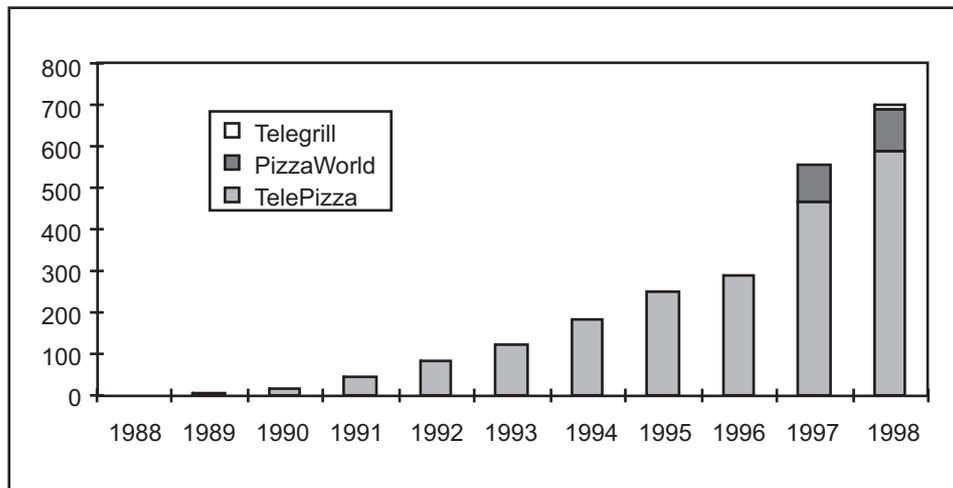
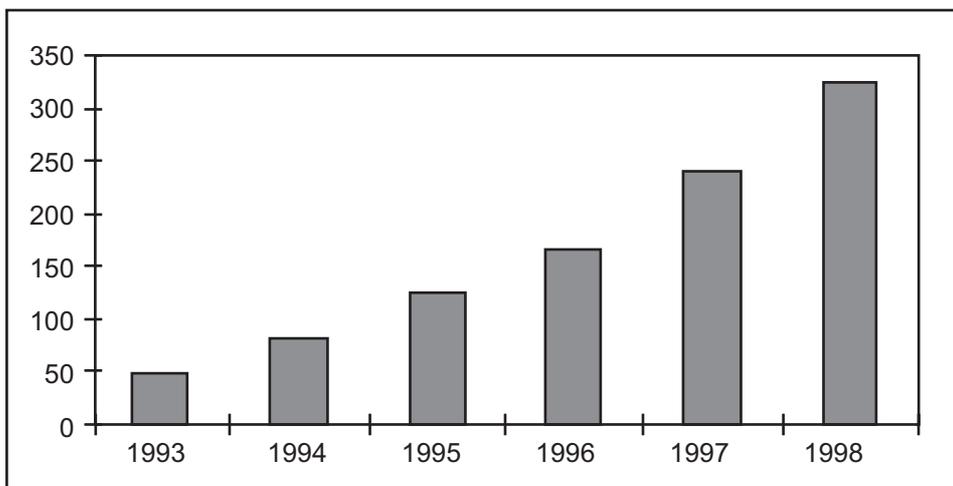


Figura 8

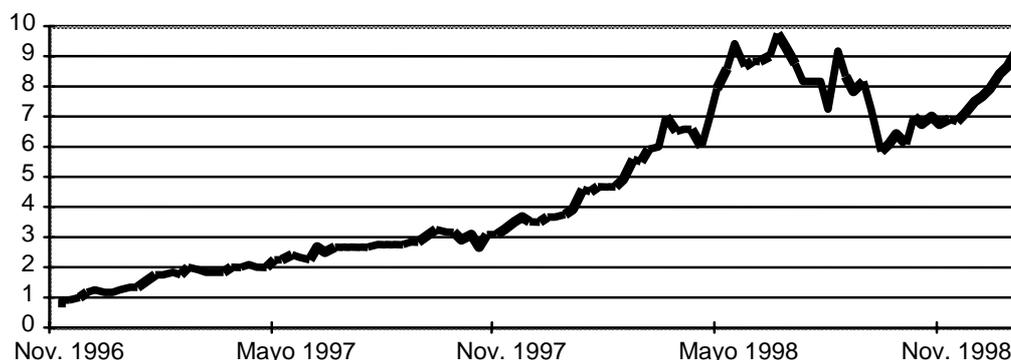
Ventas de TelePizza, en millones de dólares



Las acciones de TelePizza empezaron a cotizar el día 13 de noviembre de 1996. En la oferta pública de acciones (OPV), la demanda de acciones superó en más de seis veces la oferta. El precio de colocación fue de 0,69 euros, y cerró el primer día a 0,93 euros (precios ajustados por un *split* posterior 1 x 20), lo que implica una revalorización del 34% en un solo día. Posteriormente la empresa tuvo un comportamiento excepcional, como muestra la Figura 9. La acción alcanzó un máximo de 9,9 euros a finales de junio de 1998. Tras sucesivos altibajos, el precio de la acción en enero de 1999 fue de 9,27 euros. En 1998, debido a la liquidez de las acciones, TelePizza se incorporó al IBEX 35.

Figura 9

Cotización de TelePizza (euros/acción)



2.2. Historia y estrategia de TelePizza

TelePizza abrió su primera tienda en la calle Cochabamba, en Madrid, en el año 1988. En 1990 ya tenía 18 tiendas gracias a los recursos generados y al apoyo de cuatro franquiciados.

En 1991-1992 se sentaron las bases de la expansión internacional abriendo las primeras tiendas en Portugal, México, Polonia y Chile. En este mismo periodo, la red TelePizza en España alcanzó las 76 tiendas, llegando a ser líder en el mercado.

En 1993, la extensión de la red por todo el territorio nacional y los recursos financieros generados le permitieron lanzar la primera campaña de publicidad en televisión. Ese año se creó la figura del “responsable de ventas” en cada tienda. El objetivo de esta figura es facilitar el crecimiento a través de la puesta en práctica en los establecimientos de estrategias de marketing³.

En 1994 se consolidaron las estrategias implantadas en los años anteriores y se acometió un ambicioso plan de expansión en España, que incrementó en un 50% el número de tiendas con relación al año anterior. A finales de ese año había 182 tiendas.

En 1997 TelePizza aumentó su cuota de mercado mediante la adquisición de la cadena Pizza World, lo que supuso una mayor presencia en Cataluña y constituyó una nueva barrera para la entrada en España de nuevos competidores. A finales de ese año abrió la primera tienda con un nuevo concepto de negocio, TeleGrill⁴, haciendo realidad la vocación diversificadora del grupo.

En 1998 adquirió la red de tiendas propias Domino’s Pizza en Francia, un mercado sin duda difícil, pero muy prometedor.

³ Por ejemplo, cuponeo, contratación de personal, atención telefónica, colegios, cumpleaños, escuela de magia, etc.

⁴ TeleGrill es una cadena de restaurantes de comida rápida que sirven pollo, costillas, ensaladas variadas, etc. También envían a domicilio.

A finales de 1998, la cadena poseía 148 franquicias y 329 tiendas propias. Los franquiciados pagan un canon anual de 2,5 millones de pesetas, una comisión del 5% sobre ventas totales y del 3% sobre las mismas en concepto de publicidad.

Estrategia de TelePizza

La principal característica de la empresa es el *crecimiento* a través de cuatro fuentes principales: apertura de tiendas TelePizza en España, la expansión internacional, la reestructuración de Pizza World y el desarrollo de TeleGrill.

El mayor acierto de la empresa fue aprovechar e impulsar el crecimiento del sector de la comida rápida en España. Factores como la incorporación de la mujer al trabajo, la disminución del tiempo libre, la estructura de población o la influencia de la cultura americana han fomentado la apertura de nuevos establecimientos e incrementado las ventas de aquellos establecimientos más antiguos.

2.3. Similitudes de TelePizza y Boston Chicken

En esta agresiva política de expansión, se pueden detectar varias *similitudes* con el caso de Boston Chicken:

- *Impactante crecimiento* de las ventas y del número de establecimientos de la cadena.
- *Expansión a través de tiendas propias y franquicias.*
- *Lanzamiento de otros negocios complementarios.* Boston Chicken con Einstein/Noah Bagel y TelePizza con TeleGrill.
- *Aumento de la gama de productos.* Además de los helados, refrescos y ensaladas, TelePizza introdujo en 1998 nuevos productos (trufas heladas, alitas de pollo, pan de ajo...).
- *Agresiva guerra de precios*, que ha ocasionado pérdidas a otras cadenas de la competencia (por ejemplo, PizzaHut).
- *Fuertes campañas de marketing.* Promociones orientadas a incrementar las ventas y a la introducción de nuevos productos.

El beneficio de la empresa creció al mismo tiempo que lo hizo el número de tiendas. Las razones principales son el apalancamiento operativo del negocio y las economías de escala que se van generando. Telepizza centraliza todas las compras del grupo (excepto algún producto específico) y realiza una política conjunta de marketing, lo que le permite obtener los mejores precios de los proveedores. Esta ventaja se traslada a sus clientes a través de importantes descuentos y da la posibilidad a la empresa de funcionar con un fondo de maniobra negativo. Esto hace cada vez más difícil la introducción de nueva competencia. En la siguiente Tabla podemos ver la evolución del beneficio neto.

TelePizza. Beneficio neto, en millones de dólares

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Beneficio neto	0,93	2,26	6,14	10,23	15,09	21,89

2.4. Venta de las acciones del fundador de TelePizza

A partir de 1998 TelePizza empezó a encontrar dificultades para mantener el elevado ritmo de crecimiento anunciado, ya que el mercado doméstico empezó a estar saturado y la competencia aumentó.

Aunque la empresa compró en junio de 1998 una pequeña cadena de doce pizzerías en Londres y tenía previsto comenzar la expansión por Marruecos en 1999, había que tener en cuenta los riesgos de la expansión internacional en mercados más cerrados como Polonia y México.

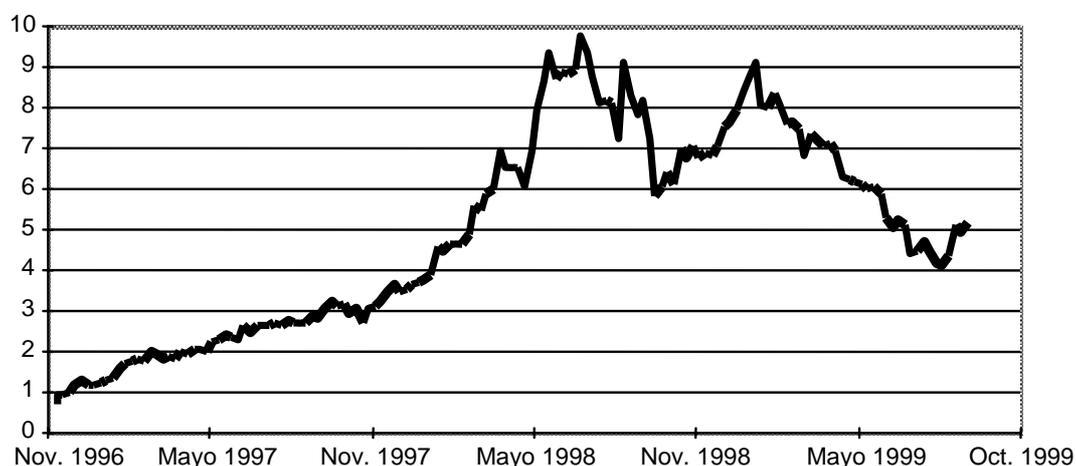
Además, también existía incertidumbre sobre la diversificación hacia áreas de negocio de lenta maduración, como TeleGrill, cuya evolución estaba siendo peor de lo que se había estimado. De las sesenta tiendas que esperaba tener la empresa para finales de 1998, sólo se alcanzaron dieciséis.

Comportamiento del precio de la acción

En enero de 1999, el precio de la acción comenzó a caer, llegando a acumular en octubre de 1999 una caída superior al 50%. La minicrisis de enero en los mercados, que afectó al conjunto de las empresas cotizadas, colocó a TelePizza en el inicio de un descenso bursátil. Ni la presentación de unos buenos resultados durante el primer trimestre del año, ni el anuncio de la entrada de la empresa en nuevos segmentos y mercados, consiguieron detener el retroceso del precio de la acción. La venta por sorpresa y a bajo precio de un 4,9% de las acciones de la empresa por parte de Leopoldo Fernández Pujals, presidente y principal accionista de la empresa, en junio de 1999, agudizó esta caída.

Figura 10

Evolución del precio de la acción de TelePizza



Después de esta fuerte caída, la mayoría de los expertos creía que el valor estaba excesivamente penalizado y recomendaban comprar.

A finales de septiembre de 1999, el fundador de la empresa vendió todas sus acciones.

Fecha	Noticias relevantes sobre TelePizza	Precio/acción
13 nov. 1996	Las acciones se estrenan en bolsa a 0,69 euros	0,69 euros
28 may. 1997	Compra Pizza World por 11,41 millones de euros (1.900 millones de ptas.)	2,31
19 jun. 1997	Leopoldo Fernández Pujals y el BBV venden un millón de acciones de la empresa, el 44% del capital	2,45
15 dic. 1997	El BBV vende el 3% por 22,65 millones de euros	3,5
7 may. 1998	<i>Split</i> 1 x 20 (10,7 millones de acciones se convierten en 214,7 millones)	7,17
29 jun. 1998	Máximo anual: 9,92 euros	9,92
1 jul. 1998	Incorporación de TelePizza al IBEX 35	9,56
23 dic. 1998	Compra en Francia de los activos del grupo Domino's Pizza	8,53
30 dic. 1998	El valor cierra el año en 8,11 euros	8,11
8 ene. 1999	Máximo anual de 9,27 euros	9,27
24 mar. 1999	La entrada en el negocio del <i>vending</i> provoca una subida del 7,24%	7,53
2 jun. 1999	Pujals vende un 5%. Las acciones bajan un 9,15%	5,59
21 sept. 1999	Noticia de la venta del 31% de Fernández Pujals. Descenso del 5,81%	4,65
23 sept. 1999	Pujals confirma haber puesto a la venta su participación en TelePizza	4,65
21 oct. 1999	Pujals confirma la venta de toda su participación en TelePizza	4,49

Información sobre TelePizza publicada en el diario Expansión (22 y 23 de octubre de 1999)

Leopoldo Fernández Pujals es un hombre que siempre ha hecho gala de saber aprovechar las oportunidades. Esta virtud le permitió convertir a TelePizza en una de las empresas de mayor éxito en el parqué español. De origen cubano, pero con nacionalidad española, a sus 52 años Pujals pasará a la historia como el pionero del éxito de la fórmula de comida rápida en el mercado español. Después de trabajar en Procter&Gamble y Johnson&Johnson, en 1987 fundó, junto con su hermano Eduardo, la cadena Pizza Phone, que un año más tarde se convertiría en TelePizza. En 1993, en plena crisis económica, TelePizza crecía a un ritmo del 60%. En 1996, tras comprar las participaciones de su hermano y de un grupo de minoritarios, Leopoldo Fernández Pujals se alió con el BBV, y en noviembre de ese año sacó a bolsa el 45% de la compañía. La empresa se valoró entonces en 143,8 millones de euros. En mayo de 1997 compró Pizza World y se hizo con el 62% del mercado.

Los accionistas de la cadena de comida rápida TeleChef han logrado finalmente su objetivo: controlar la gestión y evitar una OPA. Las familias Ballvé y Olcese llevarán, por 53,3 millones de euros (8.871 millones de pesetas), el timón de una compañía que, al cierre del pasado jueves, valía en bolsa 963,8 millones de euros (160.365 millones de pesetas), un 44,7% menos que a finales de 1998. Este tipo de operación –tomar una pequeña participación y el resto repartirlo entre fondos– recuerda a la que los gestores de Puleva, Guillermo Mesoneros Romanos y Javier Tallada, realizaron en Radiotrónica.

La sociedad patrimonial de Leopoldo Fernández Pujals, Transeuropean Research Traders –que controla el 30,2% de TelePizza– dio ayer un mandato de aseguramiento al banco de inversión Lehman Brothers para proceder a la venta del 24,8% restante de su paquete. Esta participación será colocada, a través de una OPV, entre fondos de inversión. La fecha definitiva de la venta no está cerrada. Lehman Brothers no descarta quedarse con una participación minoritaria de TelePizza.

La integración entre ambas empresas se llevará a cabo mediante una ampliación de capital, por parte de TelePizza, para absorber el cien por cien del capital de TeleChef. La tasación de TeleChef –fuentes cercanas a la operación situaban hace tres meses su valor en el entorno de los sesenta millones de euros (diez mil millones de pesetas)– será realizada por terceros.

La diferencia entre TelePizza y TeleChef es abismal. TelePizza cerró el pasado ejercicio con una facturación de 232 millones de euros (38.600 millones de pesetas) y una red de 590 establecimientos, entre propios y franquiciados. TeleChef facturó 8,4 millones de euros (1.400 millones de pesetas) y tenía cuarenta establecimientos a finales de 1998.

En noviembre de 1999, la previsión media de los analistas de las ventas para el año 1999 era de 337 millones de euros, y la de beneficio, de 29,8 millones de euros. Para el año 2000 esperaban unas ventas de 421 millones de euros y un beneficio neto de 42,1 (las estimaciones de los analistas oscilaban entre 29 y 45 millones de euros). El PER estimado para finales del año 2000 era 23,6.

2.4. TelePizza después de 1999

Los Anexos 6 y 7 muestran la evolución de las cuentas de resultados y los balances de Telepizza desde 1996 hasta 2005.

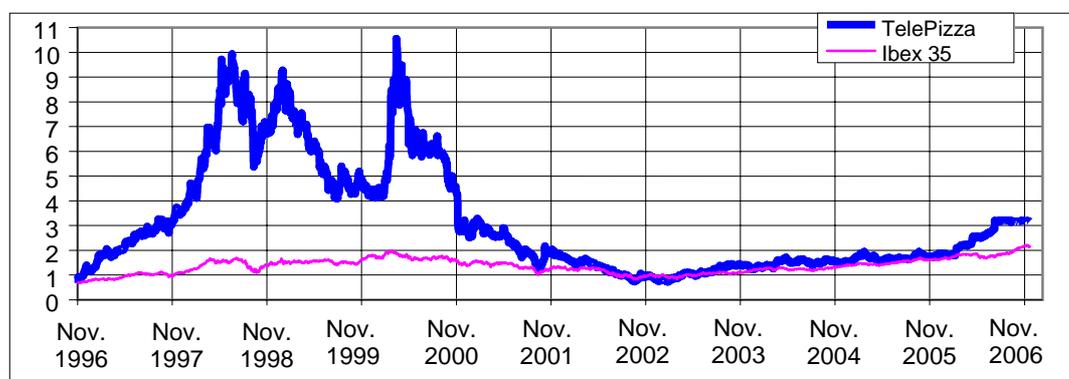
La Figura 11 muestra la evolución de la cotización de Telepizza desde su salida a bolsa en noviembre de 1996 hasta 2006. Se puede observar que la empresa tuvo tres caídas acusadas: la primera, desde 9,92 euros/acción (29 de junio de 1998) hasta 5,39 euros/acción (21 de septiembre de 1998); la segunda, desde 9,27 euros/acción (11 de enero de 1999) hasta 4,1 euros/acción (5 de agosto de 1999), y la tercera, desde 10,55 euros/acción (24 de marzo de 2000) hasta 0,73 euros/acción (5 de febrero de 2003). Todavía es más acusado el ascenso, desde 4,18 euros/acción (3 de febrero de 2000) hasta 10,55 euros/acción (24 de marzo de 2000).

Figura 11

Evolución de la cotización de Telepizza

Salida a bolsa el 13 de noviembre de 1996 a 0,69 euros/acción.

Máximo: 10,55 euros/acción el 24 de marzo de 2000



Es interesante observar las opiniones de los analistas de inversión sobre la acción de Telepizza. La siguiente Tabla muestra un resumen de las emitidas (se mantiene el anonimato de los analistas y de sus casas de bolsa por motivos obvios). Se han señalado en negrita los informes, de los que se adjunta en el Anexo 8 un resumen de los razonamientos del analista.

Fecha	Analista	Precio	Precio objetivo	Recomendación
23-5-2000	1	5,93	6,70	Buy
16-10-1997	2	2,93	4,01	Buy
1-1-1999	2	8,11	9,14	Market Perform
24-1-2000	2	4,33	5,34	Buy
6-4-2000	2	7,90	11,1	Buy
18-5-2000	2	6,94	11,1	Buy
27-7-2001	2	1,83	2,50	Buy
15-11-2001	2	2,04	2,06	Reduce
6-3-1998	3	5,66	6,29	Buy
13-12-1998	3	5,99	6,29	Neutral
25-3-1999	3	7,55	8,40	Buy
25-7-2001	3	1,83	1,20	Underperform
24-9-2001	3	1,23	1,20	Underperform
17-10-2001	3	1,78	1,40	Underperform
27-11-1998	4	6,73	8,02	Add
9-3-2001	4	3,00	3,50	Add
18-5-2000	5	6,94	8,40	Buy
15-11-2000	5	4,22		Revising
28-2-2001	5	2,65	2,30	Underperform
27-7-2001	5	1,83	2,00	Underperform
15-11-2001	5	2,04	U/R	Underperform
14-11-1998	6	7,03	8,41	Buy
22-9-1999	6	4,82		Hold
25-10-1999	6	4,50	7,90	Buy
13-12-1999	6	4,25	7,90	Buy
2-3-2000	6	6,05	7,90	Strong Buy
12-9-2000	6	5,95	8,00	Buy
17-11-2000	6	3,20		Sell
1-6-2001	6	2,38	2,11	Sell
31-8-2000	7	6,10	5,00	Hold
15-11-2000	7	4,28	3,50	Sell
5-1-2001	7	2,65	2,50	Reduce
26-7-2001	7	1,78	2,10	Hold
14-11-2001	7	1,92	2,10	Hold

Anexo 1

Cuenta de resultados de Boston Chicken, en miles de dólares

	27-12-1993	25-12-1994	31-12-1995	29-12-1996	28-12-1997	4-10-1998
Ingresos de las tiendas propias	29.849	40.916	51.566	83.950	261.077	635.397
Royalties y licencias de las franquicias	11.551	43.603	74.662	115.510	117.857	4.833
Ingresos financieros	1.130	11.632	33.251	65.048	83.434	3.221
Total ingresos	42.530	96.151	159.479	264.508	462.368	643.451
Coste de las mercancías vendidas	11.287	15.876	19.737	31.160	94.736	282.406
Salarios	15.437	22.637	31.137	42.172	109.424	187.524
Gastos generales y administrativos	13.879	33.027	41.367	99.847	292.534	553.805
Provisión para pérdidas de préstamos	0	0	0	0	128.000	237.500
Pérdidas de Boston Chicken <i>area developers</i>	0	0	0	0	49.352	93.635
Total costes y gastos	40.603	71.540	92.241	173.179	674.046	1.354.870
<i>Margen de las operaciones</i>	<i>1.927</i>	<i>24.611</i>	<i>67.238</i>	<i>91.329</i>	<i>-211.678</i>	<i>-711.419</i>
Otros ingresos (gastos)	-280	-4.161	-12.865	23.854	-36.414	-51.992
Beneficio antes de impuestos y minoritarios	1.647	20.450	54.373	115.183	-248.092	-763.411
Intereses minoritarios	0	0	0	-5.235	15.785	38.382
Impuestos sobre el beneficio	0	4.277	20.814	42.990	-8.415	0
Beneficio neto	1.647	16.173	33.559	66.958	-223.892	-725.029
Número de acciones (millones) a fin de año	33,40	44,70	59,10	64,20	71,40	
Precio por acción (dólares)	18,00	17,38	32,13	35,98	6,44	
PER	366	48	57	34	n.d.	

Anexo 2

Balances de Boston Chicken, en miles de dólares

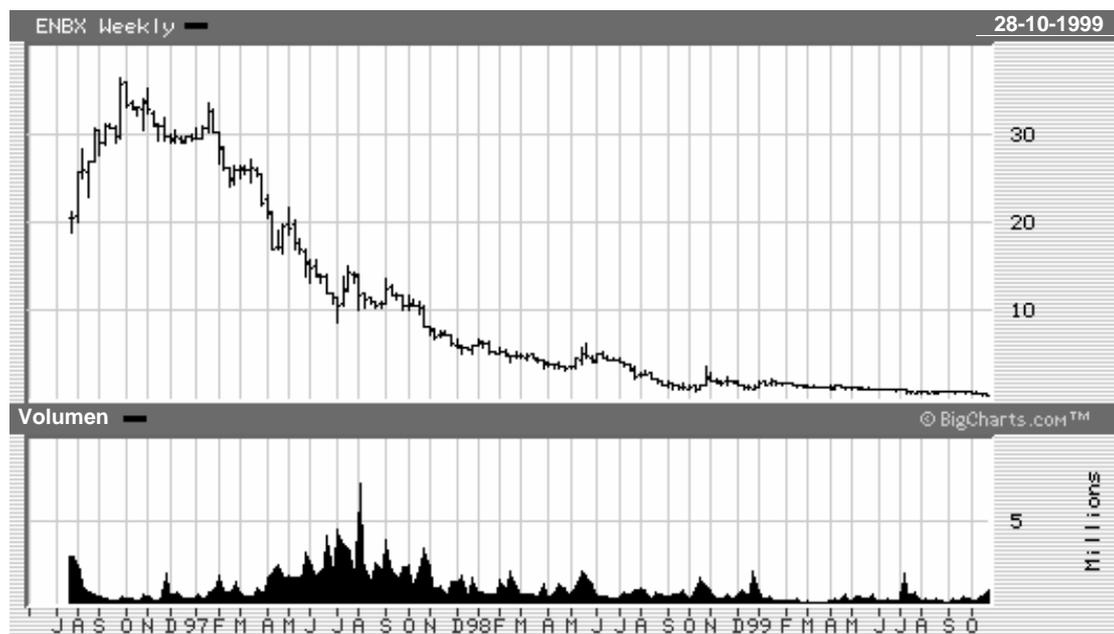
Activo	31-12-1995	29-12-1996	28-12-1997	4-10-1998
Caja de inversiones financieras	310.436	100.800	90.559	16.852
Cuentas a cobrar	13.445	22.438	13.894	3.793
Cuenta a cobrar de participadas	9.614	10.246	0	0
Inventarios	0	2.585	16.132	25.053
Gastos pagados por anticipado	1.536	1.465	1.436	7.945
Impuestos a cobrar	3.322	8.928	2.353	0
<i>Total activo circulante</i>	<i>338.353</i>	<i>146.462</i>	<i>124.374</i>	<i>53.643</i>
Activo fijo neto	258.550	334.748	530.582	648.247
Préstamos a franquicias de Boston Chicken, Inc.	456.034	654.432	609.175	33.622
Préstamos a franquicias de Einstein/Noah Bagel	0	146.087	0	0
Gastos financieros capitalizados	15.745	13.361	24.570	19.706
Fondo de comercio	0	190.439	639.364	894.757
Otros activos	5.195	58.087	77.962	59.384
Total activo	1.073.877	1.543.616	2.005.127	1.709.359
Pasivo				
Proveedores	12.292	40.430	33.205	23.326
Provisiones	9.095	33.817	85.207	163.352
Otras cuentas a pagar	8.945	13.386	14.119	11.266
Deuda financiera a corto plazo	0	0	0	253.737
<i>Pasivo circulante</i>	<i>30.332</i>	<i>87.633</i>	<i>132.531</i>	<i>451.681</i>
Deuda convertible	129.872	129.841	542.020	542.020
Deuda financiera a largo plazo	177.306	182.613	221.442	230.404
Impuestos a pagar	16.631	40.216	2.353	0
Otras cuentas a pagar	2.905	14.032	50.476	57.607
Intereses minoritarios	0	153.441	253.630	243.721
Acciones preferentes	0	0	0	83.373
Capital. Valor nominal 0,01 dólares	591	642	714	771
Prima de emisión	675.611	827.611	918.266	941.117
Beneficios retenidos (déficit)	40.629	107.587	-116.305	-841.335
<i>Recursos propios</i>	<i>716.831</i>	<i>935.840</i>	<i>802.675</i>	<i>100.553</i>
Total pasivo	1.073.877	1.543.616	2.005.127	1.709.359

Anexo 3

Cuentas de resultados, balances (en miles de dólares) y evolución de la cotización de Einstein/Noah

	Diciembre 1995	Diciembre 1996	Diciembre 1997	Diciembre 1998
Ventas de las tiendas	25.685	35.803	28.436	371.919
Royalties y cobros de las franquicias	671	19.918	28.286	0
Intereses de las franquicias	67	5.986	21.566	0
Total ingresos	26.423	61.707	78.288	371.919
Beneficio operativo (pérdida)	-43.152	10.039	3.664	-234.885
Beneficio neto (pérdida)	-43.716	5.707	-1.402	-203.927
Beneficio por acción (pérdida)	-7,87	0,29	-0,04	-6,18
Establecimientos en propiedad	47	14	574	546
Establecimientos de promotores de área	13	301	0	0
Establecimientos a fin de año	60	315	574	546
Activo total	50.299	332.418	643.128	375.142
Deuda a largo plazo	58.875	-	149.000	143.000
Recursos propios	-20.994	315.517	330.346	129.358

Cotización de Einstein/Noah



Anexo 4

Cuentas de resultados de TelePizza, en miles de euros

	1994	1995	1996	1997	1998
Ventas	40.490	82.369	108.140	161.528	232.838
Otros ingresos	4.814	6.010	8.252	12.507	16.798
Total ingresos	45.304	88.379	116.392	174.035	249.636
Compras	-17.838	-29.768	-37.305	-55.750	-77.825
Personal	-12.128	-26.030	-33.488	-50.383	-75.265
Otros gastos	-9.490	-17.880	-23.115	-36.896	-49.986
Amortizaciones	-1.238	-3.672	-4.484	-7.326	-13.030
Provisiones	0	0	-120	0	0
Beneficio operativo	4.610	11.029	17.880	23.680	33.530
Gastos financieros	-583	-1.430	-889	-847	-1.352
Ingresos financieros	198	553	721	1.040	853
Amortización fondo comercio	-84	-126	-637	-625	-1.208
Beneficio ordinario	4.141	10.025	17.075	23.247	31.824
Beneficio extraordinario	-1.154	-1.016	-1.370	-968	337
Impuestos	-992	-2.837	-5.049	-6.557	-9.412
Minoritarios	264	-30	-427	-631	-859
Beneficio neto	2.260	6.142	10.229	15.091	21.889

Anexo 5

Balances de TelePizza, en miles de euros

	1994	1995	1996	1997	1998
Inmovilizado material bruto		33.056	33.969	65.048	108.423
(Amort. acc.)		-13.006	-10.139	-18.517	-33.206
Inmov. material neto	8.588	20.050	23.830	46.530	75.217
Inmovilizado intangible	4.880	5.397	5.523	5.055	9.328
Inmovilizado financiero	1.400	1.334	1.358	6.569	5.788
Total inmovilizado	14.869	26.781	30.712	58.154	90.332
Autocartera			1.503	3.943	8.252
Gastos diferidos		1.989	1.593	1.587	703
Fondo de comercio	505	3.690	6.106	8.558	20.669
Deudores	5.487	6.659	7.314	11.395	16.191
Existencias	1.587	2.566	2.699	4.856	10.193
Otro activo circulante	4.466	2.404	2.530	6.846	9.388
Activo circulante	11.539	11.630	12.543	23.097	35.772
Total activo	26.913	44.090	52.456	95.339	155.728
Capital social	932	932	6.449	6.449	6.449
Reservas	2.957	5.229	3.035	13.998	28.230
Resultados	2.260	4.988	10.229	15.091	21.889
Fondos propios	6.148	11.149	19.713	35.538	56.567
Diferencia neg. consolidación	0	427	1.412	1.400	1.430
Minoritarios	294	1.659	1.232	1.755	2.909
Ingresos a distribuir y provisiones	619	739	1.797	2.230	3.973
Deuda financiera neta	7.699	11.479	1.376	14.052	46.452
Pasivo circulante	12.152	18.637	26.925	40.364	44.397
Total pasivo	26.913	44.090	52.456	95.339	155.728

Anexo 6

Cuentas de resultados de TelePizza, en millones de euros

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Ventas	108,14	161,53	232,84	291,74	328,56	328,22	285,38	272,97	273,31	291,58
Coste de ventas	70,79	106,14	153,09	185,63	210,34	202,52	172,39	167,76	167,01	181,27
Amortizaciones	5,12	7,95	14,24	18,04	20,45	21,93	21,51	20,43	19,09	15,70
Margen bruto	32,22	47,44	65,51	88,06	97,77	103,76	91,47	84,77	87,21	94,62
Otros gastos	25,02	35,36	48,01	72,34	95,44	110,25	95,27	122,83	74,76	78,14
Otros ingresos	8,98	10,54	15,52	22,10	14,46	16,60	17,87	10,82	20,18	18,76
Ingresos financieros	0,40	0,50	0,47	0,57	0,52	2,96	1,29	2,42	0,57	2,24
EBIT	16,59	23,12	33,49	38,40	17,30	13,07	15,37	-24,82	33,19	37,47
Gastos financieros	0,89	0,85	1,33	2,33	5,87	7,64	6,96	6,85	4,13	1,79
Benef. antes impuestos	15,70	22,27	32,16	36,07	11,43	5,43	8,41	-31,67	29,07	35,68
Impuestos	5,05	6,56	9,41	8,39	5,63	0,37	2,05	-18,26	9,76	11,73
Minoritarios	0,43	0,63	0,86	0,63	0,75	-0,06	0,96	0,22	0,00	0,81
Beneficio neto	10,23	15,09	21,89	27,05	5,04	5,13	5,41	-13,63	19,30	23,14
Ventas	100,0%									
Coste de ventas	65,5%	65,7%	65,7%	63,6%	64,0%	61,7%	60,4%	61,5%	61,1%	62,2%
Amortizaciones	4,7%	4,9%	6,1%	6,2%	6,2%	6,7%	7,5%	7,5%	7,0%	5,4%
Margen bruto	29,8%	29,4%	28,1%	30,2%	29,8%	31,6%	32,1%	31,1%	31,9%	32,4%
Otros gastos	23,1%	21,9%	20,6%	24,8%	29,0%	33,6%	33,4%	45,0%	27,4%	26,8%
Otros ingresos	8,3%	6,5%	6,7%	7,6%	4,4%	5,1%	6,3%	4,0%	7,4%	6,4%
Ingresos financieros	0,4%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,9%	0,5%	0,9%	0,2%	0,8%
EBIT	15,3%	14,3%	14,4%	13,2%	5,3%	4,0%	5,4%	-9,1%	12,1%	12,9%
Gastos financieros	0,8%	0,5%	0,6%	0,8%	1,8%	2,3%	2,4%	2,5%	1,5%	0,6%
Benef. antes impuestos	14,5%	13,8%	13,8%	12,4%	3,5%	1,7%	2,9%	-11,6%	10,6%	12,2%
Impuestos	4,7%	4,1%	4,0%	2,9%	1,7%	0,1%	0,7%	-6,7%	3,6%	4,0%
Minoritarios	0,4%	0,4%	0,4%	0,2%	0,2%	0,0%	0,3%	0,1%	0,0%	0,3%
Beneficio neto	9,5%	9,3%	9,4%	9,3%	1,5%	1,6%	1,9%	-5,0%	7,1%	7,9%

Anexo 7

Balances de TelePizza (millones de euros). Datos a 31 de diciembre

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Cash & ST Investments	7.23	5.14	7.58	9.48	8.55	5.99	11.13	11.83	17.21	23.98
Receivables (Net)	7.14	9.46	14.43	19.53	31.12	33.07	44.25	30.32	30.84	18.98
Inventories - Total	2.64	4.03	9.09	8.48	9.16	8.23	9.98	11.02	11.16	8.82
Prepaid Expenses	-	-	-	-	-	0.16	0.00	-	-	-
Other Current Assets	0.26	0.54	0.79	1.19	0.56	1.21	1.00	2.05	2.36	3.25
Current Assets - Total	17.27	19.18	31.88	38.68	49.39	48.66	66.36	55.21	61.57	55.03
Long Term Receivables	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	11.10	14.94	27.26	27.35	1.06
Investment In Unconsolidated Subsidiaries	0.69	0.99	0.17	0.21	0.86	0.71	1.74	1.97	0.00	0.00
Other Investments	0.63	1.18	1.84	2.94	3.76	5.59	4.45	2.35	2.44	7.15
Property Plant & Equipment - Net	28.11	41.68	71.44	80.93	95.49	90.48	82.45	85.41	92.84	84.00
Property Plant & Equipment - Gross	38.72	57.53	101.72	117.84	141.12	141.97	145.88	163.81	182.80	169.90
Land	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Buildings	3.93	5.14	10.34	10.79	23.00	25.19	25.64	32.95	38.70	39.71
Machinery & Equipment	20.25	32.67	59.92	71.48	82.96	81.80	90.49	99.45	105.74	97.35
(Less) Accumulated Depreciation	10.62	15.86	30.28	36.90	45.64	51.49	63.43	78.40	89.96	85.90
Other Assets	8.03	12.89	26.09	37.97	40.25	31.29	37.31	40.89	51.88	36.98
Total Assets	54.72	75.91	131.43	160.73	189.74	187.83	207.25	213.09	236.08	184.23
Liabilities										
Accounts Payable	16.14	26.39	27.66	30.32	24.88	23.08	33.31	40.45	36.91	36.20
ST Debt & Current Portion of LT Debt	1.93	1.37	10.14	12.60	41.40	48.90	49.45	72.17	23.45	0.69
Accrued Payroll	0.61	1.89	2.60	2.03	2.26	1.82	2.55	3.60	3.39	5.93
Income Taxes Payable	7.03	3.33	6.83	5.76	4.88	2.76	3.06	1.11	1.19	1.35
Other Current Liabilities	0.34	0.39	1.26	1.72	2.34	6.41	5.52	9.89	12.74	9.39
Current Liabilities - Total	26.07	33.37	48.50	52.43	75.76	82.98	93.90	127.23	77.68	53.57
Long Term Debt	4.42	10.36	31.05	47.30	56.26	45.48	37.55	23.18	62.18	1.31
Provision for Risks & Charges	1.75	1.85	2.04	1.05	4.00	1.94	6.23	5.41	6.53	3.24
Deferred Income	-	-	1.50	1.15	0.91	0.01	0.00	0.00	0.00	-
Deferred Taxes	1.68	1.12	1.01	0.70	0.00	0.00	0.36	1.43	1.41	(19.39)
Other Liabilities	0.46	0.35	0.40	0.47	1.26	0.95	0.39	0.26	5.17	1.86
Total Liabilities	34.38	47.05	84.51	103.10	138.19	131.36	138.42	157.51	152.98	40.59
Non-Equity Reserves	1.38	1.16	1.27	1.07	0.29	0.82	4.86	4.76	5.36	4.06
Minority Interest	1.20	1.46	2.59	2.02	2.17	1.71	2.25	1.48	0.00	0.00
Total Shareholders Equity	17.76	26.24	43.06	54.54	49.09	53.94	61.73	49.34	77.73	139.57
Total Liabilities & Shareholders Equity	54.72	75.91	131.43	160.73	189.74	187.83	207.25	213.09	236.08	184.23
Common Shares Outstanding	212.48	211.21	211.39	210.98	215.82	215.82	215.82	223.60	223.60	223.60

Anexo 8

Algunos informes de analistas sobre Telepizza

El 2 de marzo de 2000 (la acción cerró a 7,91 euros; el día anterior cerró a 6,05 euros), el mismo analista emitió un pequeño informe en el que modificó su recomendación de *Buy* a *Strong Buy*. A continuación se presentan algunos párrafos textuales de su informe:

“The e-transformation of Telepizza: we change our recommendation to Strong Buy

We have changed our recommendation to Strong Buy (from Buy). Our target price for Telepizza’s shares is EUR7.9 but does not yet include this e-commerce strategy.

Management announced yesterday in a presentation to analysts some features of their future on-line strategy. The formal business plan will be released within the next two months, but nevertheless the company gave us some data.

Telepizza’s strategic assets for its e-commerce activity can be summarized as follows:

- The company reaches nearly the whole of Spanish population: 11 million households with an average size of three members, or around 31 million people
- Telepizza serves a total of 6 million clients in Spain, that phone in to order products (pizza and other fast food items). These clients are mainly families with young children and adolescents; the company estimates that 18% of its total clients are users of internet today.
- The company has 12,000 motorbikes of which 81% are idle from Monday to Thursday, but working at full capacity during the weekend: the average capacity utilization rate is 19%.
- Telepizza’s management has been working intensely over the past 3 months with an on-line consultancy firm to create a virtual shop that will sell between 400 to 500 products (aimed to attract impulse buying) that could be distributed to buyers’ homes within 24 hours.

The announcement of this strategy shows that the company is moving aggressively into new growth opportunities. We think that the company is very well positioned to set-up a successful e-commerce platform thanks to: 1) its extremely strong brand name, 2) its solid and valuable client base, and 3) state-of-the-art logistic system. The project will be carried out together with an extremely strong Spanish internet partner which we believe will represent one of the keys to its successful implementation.

Our preliminary valuation of this strategy amounts to EUR1,460m to EUR1,947m. This represents between 1.5 and 1.9 times Telepizza’s total current valuation of EUR998m.

Number of clients (in m) 6. % of online clients today 18%. Average consumption per year per potential customer (EUR) 90

Total sales per year (EURm) 97. Sales multiple of e-commerce companies with execution risk 15-20. Potential valuation of e-commerce strategy (EURm) 1460-1947. Current market cap of Telepizza (EURm) 998

Our average sales multiple includes e-commerce companies like parfums.net, webvan, drugstore.com, pet.com, homegrocery.com, amazon, and etoys.

In addition, the company has budgeted an increase in profits for the year 2000 of 30%. We think that this forecast is very conservative and we are estimating a minimum of 35% growth per annum for 2000-2001. The company is currently quoting at very attractive 2000 and 2001 multiples.”

Anexo 8 (continuación)

El 12 de septiembre de 2000 (la acción cerró el día anterior a 5,95 euros), el mismo analista emitió un pequeño informe en el que modificó su recomendación de *Strong Buy* a *Buy*. A continuación se presentan algunos párrafos textuales de su informe:

“Long term growth with short term caution

Target price lowered – Buy recommendation maintained. For year-end, we have lowered our sales and net profit forecasts. We are now looking for a 27% increase in sales to EUR409m, (vs. EUR440m, +37%) and a 31% rise in net profit to EUR35m (vs. EUR37m, +36%). We have lowered our target price from EUR10 per share to EUR8 per share.

Interim sales below estimates. Total revenue increased 21.6% to EUR173.6m, vs. our forecast of 25%. The main reason for this poor performance is that out-of-home consumption continues to grow over at-home consumption (reflecting a good economic environment). TPZ's response to this market trend is to develop a new concept to capture more eat-in sales (Telepizza Express). Net profit increased 20.12% to EUR14.68m, in line with our forecasts.

Outside Spain, Portugal, Poland and Chile performed above expectations. Mexico performed worse than in the first quarter of the year because management has yet to consolidate the expansion program implemented last year. The UK and France are performing worse than expected. The strategy for these two countries is currently under review and a final decision will be taken before year-end.

Telechef's contribution to consolidated net profit was EUR0.7m (4.7% of total profit). During H1 2000, 320 Telepizza stores in Spain became new TPZ/Telechef outlets. TPZ plans to launch a TV advertising campaign during the second half, which we expect should have a very positive impact on sales and profits. “A tu hora” is the name of TPZ's new e-commerce venture signed with Terra, a subsidiary of Telefonica. The new online project consists of a new website that will sell between 400 to 500 products. Business started at the beginning of September and Telepizza will present the business plan at the beginning of 2001.”

Otro analista emitió el 6 de abril de 2000 (la acción cerró el día anterior a 7,9 euros) un informe con la recomendación de *Buy*. A continuación se presentan algunos párrafos textuales de su informe:

“Taking advantage of the Net

Telepizza is to cease being an exclusively “fast food” company to also become an ecommerce operator. The company has stated its intention of starting to market all types of products through its own Internet portal and distribute them in a time frame that goes from 30 minutes to 24 hours. It has the strategic assets for the success of this business, especially its distribution network and brand recognition. The new business's potential makes us upgrade our target price from the previous €5.34 to €11.1 currently. With a 41% upside potential we rate this a buy.

FY99 company earnings were negatively affected by the failure of its diversification project through Telegrill and because of the losses of the chain acquired in France. Average monthly sales in Spain dropped 2.5% influenced by lower pizza growth versus other fast food segments. In the international area average monthly sales dropped 22.4% mainly due to the increase in the number of operating months as a result of new openings and the lower prices of Mexico and Poland (where 54% of the new openings were carried out).

Anexo 8 (continuación)

Faced with lower growth in the pizza market versus other fast food segments and despite Telegrill's failure, Telepizza has decided to go ahead with its diversification strategy towards other products through Telechef. Currently, it has installed Telechef workstations at 154 Telepizza stores and the company's goal is to have finished the installation at 80% of company owned stores before the end of the year. The trials carried out show a 10% sales increase. For this reason, we believe that average monthly sales in Spain 2000E will perform positively and we estimate a 20% increase in consolidated yearly sales in Spain versus a 16.7% increase in the number of stores.

The company has stated its intention of marketing and distributing products that are different from those of fast food through its own Internet portal. It has the strategic assets for achieving success in this business namely, its logistic & distribution network, with 12,000 motorcycles, that are unused 80% of the time, a known brand name, 350 mn coupons distributed per year and a 6.5 mn customer base of which 18% are Internet users.

We have valued the company using sum of the parts. Through a DCF (8.47% WACC and 3% g) we obtain a fast food business valuation of €5.9. We value the e-commerce business at €5.2, applying a 50% discount over the per customer price paid by Amazon for its 31.8% stake in Kozmo (the only real peer available). Additionally, the possibility of Telepizza offering an e-commerce and distribution service in less than 24 hours makes it an interesting partner for any existing operator, as has occurred with Amazon and Kozmo. With a €11.1 target price, we rate it a **buy**."

Este mismo analista emitió el 18 de mayo de 2000 (la acción cerró el día anterior a 6,94 dólares) otro informe con la recomendación de *Buy*. A continuación se presentan algunos párrafos textuales de su informe:

Growth potential lies in e-commerce

The 1Q00 earnings figures confirmed our expectations that a large part of the future growth of the company will be grounded on its successful international expansion, as well as on the future development of e-commerce. We value Telepizza's traditional business at €5.90 –this valuation is already taken at present price levels. Based on the business potential of e-commerce (which we value at €5.2 by applying Kozmo's valuation per customer to Telepizza's potential customers), our rating is BUY with a target price of €11.1.

Sales growth by 24% is largely explained by the increase of international sales, which rose by 120.5% as opposed to Spanish sales, with a mere 5% increase. Average monthly sales per outlet in Spain dropped (-9.3%), whereas the number of shops grew by 5%, betraying the maturity of the pizza market in Spain. As far as international sales are concerned, the decline in the average sales per outlet (-5.5%) is an outcome of the strong growth pace (132 new openings in the year, +95%). In our view the growth of sales will be larger in the coming quarters, in so far as there is a maturity of the openings and international acquisitions made in 1999 and the implementation of Telechef stations at Telepizza shops presses forth (at the end of the first quarter Telechef had been implemented in 144 company stores, 44%, with the company's year-end target set at 80%). At present the sales increase at the shops including these facilities is at around 6%-this growth could pick up once the TV advertising campaigns begin. We are leaving our sales estimate for the year 2000E at €384 mn, which would represent a 31.6% increase.

The vertical integration process has allowed a strong increase of the gross sales margin to 77.5% as compared to 75.7% in 1Q99. However, the EBITDA margin fell from 18.5% to 17.6% due to the greater importance of the international area, with a lower EBITDA margin, and the strong pace of new openings. We think this margin could recover insofar as the openings and international acquisitions mature. Likewise, the introduction of Telechef products will allow sales increases with very small additional fixed expenses, contributing to EBITDA growth. We estimate EBITDA will reach €73.9 mn at year's end, +33%.

Anexo 8 (continuación)

The company has not disclosed its business plan for e-commerce, although it has reached an agreement with Terra to sell a variety of products, delivering them in one hour. Telepizza will also be offering convenience products (approximately 100 different products) that will be delivered only with pizza orders (they will be ordered by phone). While awaiting further information on this business area, we are maintaining our initial valuation of €5.2.

We are keeping our target price at €11.1, valuing Telepizza's traditional business at €5.9. Our rating is **buy.**”

Otro analista emitió el mismo 18 de mayo de 2000 (la acción cerró el día anterior a 6,94 euros) otro informe con la recomendación de **Buy**. A continuación se presentan algunos párrafos textuales de su informe:

1Q00 Results: Expecting New Contributions

Upgrade from Hold to Buy

PRESENT PRICE: €6.94. TARGET PRICE: €8.40

Yesterday, TelePizza held a conference call on its 1Q00 results. Net profit rose by 15.5% to €6.86mn on sales of €82.22mn, up 23.9%, in line with expectations. However, like-for-like sales growth differed according to the format involved:

- 1) TelePizza's domestic sales growth slowed down to 3.06% versus 4.8% in 4Q99, while average monthly sales (AMS) decreased by 8.3%. The cause was the conversion of Pizza World stores, with lower AMS, as well as certain internal problems in 1999, which have started to be resolved in 1Q00 (such as the re-appointment of sales managers).
- 2) Pizza World's AMS increased by 8.6%.
- 3) International sales growth accelerated to 27.3%, with AMS increasing by 28.9%.

The integration of TeleChef's products is being faster than expected, although their impact on store sales (around 6% versus an estimated 10%) will be more noticeable once TV advertising campaigns are underway (in May and September).

TelePizza is to develop two Internet projects: (1) halfhour delivery products (always food); and (2) one-hour delivery products. The latter will be developed in a 50% joint venture with Terra. The business plans will be presented in June and July respectively.

We have slightly reduced our 2000E and 2001F EPS growth by 0.6% and 0.3% and updated our valuation of the Internet project considering current market multiples for e-business companies. We believe that caution is called for due to the stock's volatility, and recommend using our €6.00/share valuation of the traditional business as a reference. Hence, we would take advantage of any drop in the stock price to **Buy**.

Otro analista emitió el mismo 23 de mayo de 2000 (la acción cerró el día anterior a 5,93 euros) otro informe con la recomendación de **Buy**. A continuación se presentan algunos párrafos textuales de su informe:

Anexo 8 (continuación)

e-Pizza?

Well, not exactly. But by leveraging on its existing infrastructure, Telepizza may have one of Spain's most compelling B2C projects. In its core pizza business, we believe the group's international subsidiaries could take over as the main driver of profits from 2001.

We value the traditional fast-food business at €5.35 per share: The Telechef acquisition provides a solution to the diversification sought in its domestic market, while we see scope for continued growth in like-for-like sales from its international operations.

We value the new home delivery of convenience goods at €1.35 per share: Telephone orders will prevail until e-commerce orders are further developed.

Our fair value of €6.70 per share implies 13% upside potential, underpinning our **Buy** stance.