



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
ICADE

OPERACIONES DE M&A: LOS LBO COMO MÉTODO DE ESTUDIO Y VALORACIÓN ALTERNATIVO

Autor: Alberto Pertejo Crespo
Director: María Rosa Aquerreta Ferraz

MADRID | Marzo 2024

AGRADECIMIENTOS

A mi familia y a todos mis seres queridos.

RESUMEN

Este trabajo explora la viabilidad y el impacto potencial de una operación de compra apalancada/*leveraged buyout* (LBO) llevada a cabo por un Private Equity (PE) en la empresa Hundred Burgers, un caso emblemático que ilustra cómo una inversión estratégica puede duplicar el valor de una compañía sin socavar su esencia cultural y operativa. Centrándose en el dinámico mercado español, dominado por las pequeñas y medianas empresas (PYMES), este estudio detalla el proceso de la operación de LBO, la subsecuente gestión de Hundred Burgers por el Private Equity, y la proyección de la rentabilidad para los inversores, fundamentando así su relevancia en el sector financiero actual. Se enfatiza el papel de las PYMES en la economía nacional y cómo los Private Equity pueden impulsar su crecimiento y expansión, contribuyendo significativamente al desarrollo económico. El objetivo central es analizar la capacidad de las operaciones de Private Equity para generar valor añadido tanto a los inversores como a la empresa objeto de inversión, y por extensión, al mercado privado y la economía en general, utilizando el caso de Hundred Burgers como un estudio práctico de la aplicación y efectos de un LBO en el entorno empresarial español.

PALABRAS CLAVE

Las palabras clave de este trabajo están relacionadas en mayor medida con términos corporativos y financieros, como los siguientes: **Private Equity, capital riesgo, PYMES, Hundred Burgers, comida rápida, *delivery*, compra apalancada, LBO, Enterprise value, Equity value, EBITDA, caja, deuda, EV/EBITDA, TIR, rentabilidad.**

ABSTRACT

This final thesis explores the feasibility and potential impact of a leveraged buyout (LBO) operation carried out by a Private Equity (PE) firm on the company Hundred Burgers, an emblematic case that illustrates how a strategic investment can double the value of a company without undermining its cultural and operational essence. Focusing on the dynamic Spanish market, dominated by small and medium-sized enterprises (SMEs), this study details the LBO process, the subsequent management of Hundred Burgers by the Private Equity, and the projection of profitability for investors, thereby underlining its relevance in the current financial sector. The role of SMEs in the national economy and how Private Equity can boost their growth and expansion, significantly contributing to economic development, is emphasized. The central objective is to analyze the ability of Private Equity operations to create added value for both investors and the target company, and by extension, to the private market and the economy as a whole, using the case of Hundred Burgers as a practical study of the application and effects of an LBO in the Spanish business environment.

KEY WORDS

The key terms of this final thesis are largely related to corporate and financial terms, such as the following: **Private Equity, SMEs, Hundred Burgers, fast food, delivery, leveraged buyout, LBO, Enterprise Value, Equity Value, EBITDA, cash, debt, EV/EBITDA, IRR, profitability.**

ÍNDICE DE CONTENIDO

1. INTRODUCCIÓN.....	9
1.1. JUSTIFICACIÓN DEL TEMA	9
1.2. OBJETIVOS	10
1.3. METODOLOGÍA	10
1.4. ESTRUCTURA	11
2. CONTEXTO ACTUAL DE OPERACIONES EN EL MERCADO DE CAPITALES EN ESPAÑA.....	12
2.1. EL SECTOR DEL CAPITAL RIESGO Y EL PRIVATE EQUITY	15
2.1.1. <i>Introducción</i>	15
2.1.2. <i>Descripción y tipos</i>	21
2.1.3. <i>Operaciones que realiza un Private Equity</i>	29
2.2. SITUACIÓN ACTUAL DE LOS MERCADOS DE CAPITALES EN LAS TRANSACCIONES DE PYMES	31
2.3. DEFINICIÓN, CARACTERÍSTICAS Y PROCESO DE UN LBO	36
3. ANÁLISIS ECONÓMICO Y FINANCIERO DE LA EMPRESA OBJETO DE ESTUDIO	44
3.1. INTRODUCCIÓN	44
3.2. MODELO DE NEGOCIO	45
3.2.1. <i>Modelo Canvas</i>	45
3.2.2. <i>Análisis Porter</i>	51
3.3. RESULTADOS FINANCIEROS	54
4. OPERACIÓN DE LBO	57
4.1. HIPÓTESIS Y DATOS DE LA OPERACIÓN.....	57
4.2. DESEMPEÑO DE LA EMPRESA TRAS LA ENTRADA DEL PRIVATE EQUITY.....	59
4.3. SALIDA DEL PRIVATE EQUITY DEL CAPITAL DE LA EMPRESA: RENTABILIDAD PARA LOS INVERSORES	61
5. CONCLUSIONES.....	64

6. BIBLIOGRAFÍA.....67

ANEXO

ÍNDICE DE TABLAS, GRÁFICOS Y ANEXOS

TABLAS

Tabla 1: Detalle del tipo de PYMES en España y sus características.....	31
Tabla 2: Detalle de la distribución sectorial de las empresas españolas en 2022.....	32

GRÁFICOS

Gráfico 1: Detalle de evolución del EURÍBOR y de los tipos de interés (zona euro) entre 2016 y 2023.....	13
Gráfico 2: Detalle de la evolución del crédito de las entidades de crédito y EFC para las empresas españolas entre el año 2000 y 2019.....	14
Gráfico 3: Detalle de la evolución de inversión de capital riesgo en Europa entre 2007 y 2021.....	18
Gráfico 4: Detalle de la evolución de capital invertido en el sector del capital riesgo en España entre 2016 y 2022.....	19
Gráfico 5: Detalle del porcentaje de inversión de capital riesgo por sectores en Europa en 2021.....	20
Gráfico 6: Detalle del volumen de inversión por sectores de los Private Equity en España en 2022.....	20
Gráfico 7: Representación gráfica del funcionamiento del sector del Private Equity en España.....	25
Gráfico 8: Detalle de la distribución territorial de empresas por tamaño en España en 2021.....	33
Gráfico 9: Detalle de la evolución de facturación del sector de la comida rápida en España	

entre 2020 y 2024.....	34
Gráfico 10: Detalle de los ingresos del sector de reparto a domicilio en España entre 2017 y 2021.....	35
Gráfico 11: Detalle de la estructura financiera de las operaciones de LBO en España.....	38
Gráfico 12: Detalle de la evolución de operaciones de LBO en el mundo entre 1985 y 2006.....	41
Gráfico 13: Resumen Modelo de negocio Canvas de Hundred Burgers.....	51
Gráfico 14: Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Burger Pursuit, S.L. (2020-2022)	55
Gráfico 15: Balance de situación de Burger Pursuit, S.L. (2020-2022)	56
Gráfico 16: Detalle de las hipótesis utilizadas para la operación de LBO.....	59
Gráfico 17: Detalle de la valoración de entrada y salida de Hundred Burgers.....	59
Gráfico 18: Detalle de la obtención y utilización de fondos para la operación.....	60
Gráfico 19: Detalle de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias y del Estado de Flujos de Caja durante la operación.....	61
Gráfico 20: Detalle del pago y la evolución de la financiación de la operación.....	61
Gráfico 21 (17): Detalle de la valoración de entrada y salida de Hundred Burgers.....	62
Gráfico 22: Detalle de la rentabilidad obtenida por el Private Equity tras la operación.....	62

ANEXOS

Anexo 1: Detalle del Balance de Situación, Cuenta de Pérdidas y Ganancias y Estado de Flujos de Caja de Hundred Burgers (2020-2022)	77
Anexo 2: Análisis detallado del Balance de Situación de Hundred Burgers (2020-2022) ...	78
Anexo 3: Análisis detallado de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Hundred Burgers	

(2020-2022)	79
Anexo 4: Proyección de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Hundred Burgers (2020-2030)	80
Anexo 5: Proyección del Estado de Flujos de Caja de Hundred Burgers (2020-2030)	81
Anexo 6: Detalle de la valoración por DCF de Hundred Burgers a 31 de diciembre de 2023.....	82
Anexo 7: Detalle de los competidores de Hundred Burgers (Burger King, Goiko, Juancho’s BBQ y Vicio.....	83
Anexo 8: Detalle del Balance de Situación y de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Burger King (2020-2022)	84
Anexo 9: Detalle del Balance de Situación y de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Goiko (2019-2022)	85
Anexo 10: Detalle del Balance de Situación y de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Juancho’s BBQ (2020-2022)	86
Anexo 11: Detalle del Balance de Situación y de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Vicio (2020-2022)	87

1. INTRODUCCIÓN

1.1. JUSTIFICACIÓN DEL TEMA

El crecimiento del mundo del Private Equity durante los últimos veinte años ha llevado a que esta industria se convierta en una de las principales formas de financiación de las empresas y de inversión para los inversores. Se engloba dentro del sector del capital riesgo, que también lleva creciendo todos estos años y se espera que esta tendencia se mantenga. Todo esto hace que sea una materia muy interesante de estudiar. Un tipo de operaciones que realizan los Private Equity son los *leveraged buyouts* (LBO o compras apalancadas) y, en este trabajo, se va a estudiar cómo esta propuesta crea valor y por qué puede llegar a ser una opción más llamativa que otras de las que normalmente utilizan. Además, gracias, en parte, a que España se caracteriza por ser un país de pequeñas y medianas empresas (PYMES) con un alto potencial de crecimiento y con grandes oportunidades de inversión, el mercado español se ha convertido en un mercado muy atractivo para los inversores. Cada vez son más las empresas españolas que, entre sus accionistas, cuentan con un fondo de Private Equity.

A raíz de la pandemia vivida recientemente, la forma de consumición de la población ha variado. En estos tres últimos años, la compra online, o al *delivery* en caso de la comida, ha aumentado mucho y cada vez se recurre más a ello. En el sector de la comida rápida (*fast food*) son pocas las hamburgueserías que no cuentan con la opción de enviarte la hamburguesa a casa y, las que cuentan con sitio físico, se han visto obligadas a ofrecer un producto y un servicio que les haga ser lo suficientemente diferencial como para que al cliente le compense acercarse al local.

Este es el caso de Hundred Burgers, una hamburguesería valenciana que ha aterrizado en Madrid este último año y que se ha convertido en toda una referencia en el sector del *fast food* y del *delivery*. Su manera de hacer diferentes las cosas, con respecto al resto de cadenas de hamburguesas del país, desde su nacimiento en 2019, ha resultado en un gran crecimiento. El plan de negocio y la estrategia a futuro de la empresa es seguir creciendo para llegar a convertirse en uno de los negocios de *burgers* de referencia de la capital, y del país en general.

1.2. OBJETIVOS

El objetivo de esta investigación es múltiple, pero la razón principal que hay detrás de la realización de este trabajo es estudiar el funcionamiento de las operaciones de compras apalancadas que llevan a cabo los Private Equity en nuestro país. De esta forma, se va a poder analizar la rentabilidad que estas operaciones pueden llegar a dar a los inversores del fondo, así como el valor que puede extraer tanto la compañía objeto de la inversión como la gestora encargada de la misma. Igualmente se tratará de ver, a partir de esta operación, si los LBO contribuyen a la creación de valor del sector privado y, por ende, al crecimiento de la economía de un país.

La empresa objeto de estudio es un negocio que ha sufrido un crecimiento exponencial en los últimos años y eso ha podido llamar la atención de numerosos inversores de capital privado. Los sectores de la comida rápida y del *delivery* llevan creciendo varios años, especialmente los negocios de hamburguesas. Según datos recientes, más del 20% de la población consume *fast food* normalmente, ya sea en el local o a domicilio, y se hacen cerca de cuatrocientos millones (400.000.000) de pedidos a domicilio al año. Estas cifras hacen ver que la industria de la comida rápida tiene un futuro prometedor. Por eso, para poder realizar un estudio detallado y completo de la operación planteada en el trabajo, se incluye en el mismo no sólo un estudio del mercado, sino también del sector de la comida rápida y de la situación empresarial en España.

1.3. METODOLOGÍA

El trabajo se va a centrar en el estudio, desde la perspectiva de un Private Equity, de la viabilidad de una operación de compra apalancada o *leveraged buyout* (LBO) de la empresa española Burger Pursuit, S.L.¹

Para ello, se va a partir del balance de situación, de la cuenta de pérdidas y ganancias y del

¹ Es el nombre que recibe la empresa de la cadena de hamburguesas Hundred Burgers.

estado de flujos de caja de los últimos tres ejercicios de la compañía. Se van a proyectar los siete años siguientes utilizando unas hipótesis que se van a conseguir gracias a un profundo estudio del mercado, del sector, de la compañía y de los competidores, para que estas se acerquen lo máximo posible a la realidad que podría vivir Hundred Burgers en los próximos años. A partir de ahí, se van a emplear las técnicas de valoración de empresas conocidas, así como la metodología de cálculo para las operaciones de LBO, para obtener las cifras de la rentabilidad que daría la operación a los hipotéticos inversores del fondo de Private Equity, así como la distribución de los fondos necesarios para financiar la operación.

Además, aprovechando esta operación, y con el objetivo de aprender de una industria tan relevante, y que cada vez acapara más portadas de prensa financiera, se va a estudiar el sector del capital riesgo y el Private Equity y, en particular, las operaciones de LBO. Para ello, me voy a servir de libros, artículos y documentos sobre el tema, así como de los mejores y más completos manuales de fusiones y adquisiciones (M&A). A ello le va a acompañar un análisis completo de la empresa objetivo para entender, tanto a nivel estratégico como financiero, el negocio de las hamburguesas y del *delivery* desde el punto de vista de Hundred Burgers. Todo esto permitirá sacar unas conclusiones muy completas de todo lo que rodea a esta posible adquisición de la empresa por parte de un Private Equity.

1.4. ESTRUCTURA

El trabajo se divide en dos bloques. Dentro del primer gran apartado, en primer lugar, se dedica una parte a estudiar el mercado de capitales español en la actualidad para entender mejor todo lo que rodea a la operación. Se analiza el sector del capital riesgo y, en particular, las operaciones realizadas por los fondos de Private Equity, entre las que se encuentran las compras apalancadas. Posteriormente, se estudia, desde una perspectiva estratégica y financiera, la empresa objeto del estudio que, como se ha dicho anteriormente, es la hamburguesería de moda, Hundred Burgers. Una vez realizado todo lo anterior, el segundo bloque se centra en describir, de forma detallada, toda la hipotética operación y la viabilidad de la misma. Para terminar, el apartado final del trabajo son las conclusiones que se han extraído de estudiar la viabilidad de la operación de LBO.

2. CONTEXTO ACTUAL DE OPERACIONES EN EL MERCADO DE CAPITAL EN ESPAÑA

Desde prácticamente el inicio del siglo XXI, la economía española ha vivido grandes momentos de crisis que han dificultado el acceso a financiación. Históricamente, el dinero se obtenía principalmente de los bancos, pero esto ha cambiado. En los últimos años, se ha dado un endurecimiento de las condiciones de acceso a la financiación bancaria que ha provocado que las empresas españolas cada vez tengan más dificultades para conseguir financiación².

Entre las razones que explican este cambio destaca el empeoramiento de las perspectivas económicas generales y, principalmente, el aumento de los tipos de interés y de otros costes asociados al crédito³. El EURÍBOR⁴, en tres años, ha pasado de situarse en -0,505% (en enero de 2021) a estar en 3,609% (en enero de 2024)⁵ y los tipos de interés de la zona euro están actualmente en el 4,50%⁶. En menor medida, pero estos datos se asimilan a las cifras del aumento de los tipos de interés de los préstamos bancarios, que han supuesto un incremento de “*cuantía suficiente para suponer un cambio importante en las condiciones de acceso a la financiación*”⁷.

² *Cambios en las condiciones de acceso a la financiación bancaria.* (2023). Funcas; Funcas - Fundación de las Cajas de Ahorros. <https://www.funcas.es/articulos/cambios-en-las-condiciones-de-acceso-a-la-financiacion-bancaria/>

³ Gracia, M. (2023). *Las pymes encuentran más dificultad para acceder a la financiación bancaria.* El Independiente. <https://www.elindependiente.com/economia/2023/01/07/las-pymes-encuentran-mas-dificultad-para-acceder-a-la-financiacion-bancaria/>

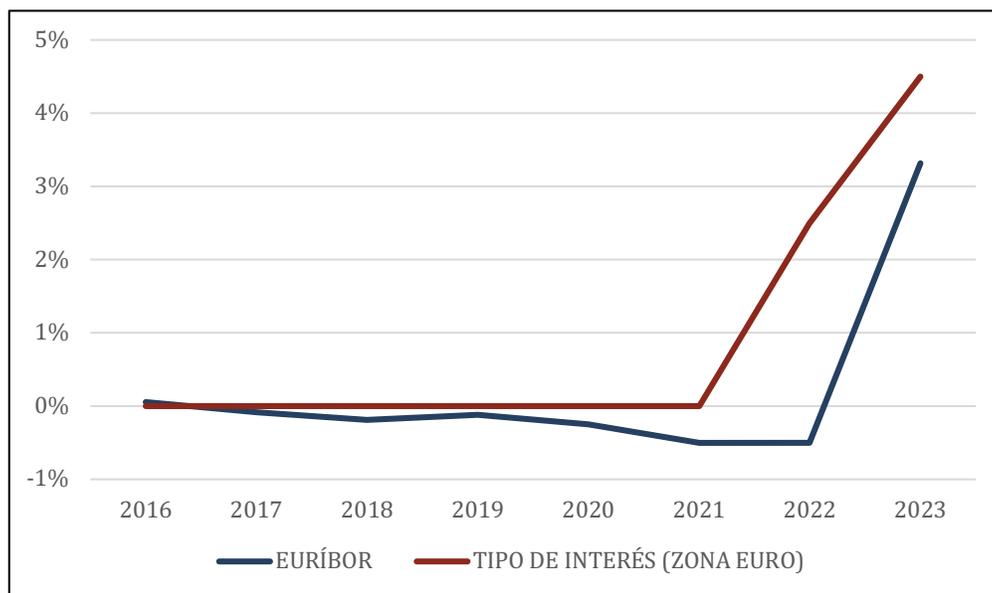
⁴ Communications. (2015). *Euribor: qué es, cómo se calcula y cuándo se publica.* BBVA. <https://www.bbva.com/es/salud-financiera/que-es-el-euribor/>. EURÍBOR es el acrónimo de 'Euro Interbank Offered Rate', y es el tipo de interés al que las entidades financieras de la Unión Europea (UE), Liechtenstein, Islandia, Noruega y Suiza se prestan euros entre ellas.

⁵ *Euribor a 12 meses.* (s/f). euribor-rates.eu. Recuperado el 15 de marzo de 2024, de <https://www.euribor-rates.eu/es/tipos-euribor-actualmente/4/euribor-valor-12-meses/>

⁶ *Tipos del BCE - Banco Central Europeo 2023.* (s/f). Datosmacro.com. Recuperado el 15 de marzo de 2024, de <https://datosmacro.expansion.com/tipo-interes/zona-euro>

⁷ *Cambios en las condiciones de acceso a la financiación bancaria.* (2023). Funcas; Funcas - Fundación de las Cajas de Ahorros. <https://www.funcas.es/articulos/cambios-en-las-condiciones-de-acceso-a-la-financiacion-bancaria/>

Gráfico 1: Detalle de evolución del EURÍBOR y de los tipos de interés (zona euro) entre 2016 y 2023



Fuente: Elaboración propia

En segundo lugar, fruto de la mala situación económica, los bancos cada vez toleran menos riesgo y exigen más garantías⁸. Sin embargo, las empresas cada vez aportan menos información y son menos transparentes, o al menos no lo suficientemente transparentes para el banco, a la hora de explicar el destino de la financiación. Todo esto ha llevado a que las entidades financieras no confíen en la futura liquidez y disponibilidad de pago de las empresas y, como consecuencia de ello, han establecido condiciones más estrictas en sus contratos de financiación que han hecho que sea cada vez más complicado, para una sociedad española, obtener dinero. A raíz de esto, muchas pequeñas y medianas empresas ya ni siquiera intentan pedir un préstamo a un banco porque saben cuál va a ser la respuesta⁹.

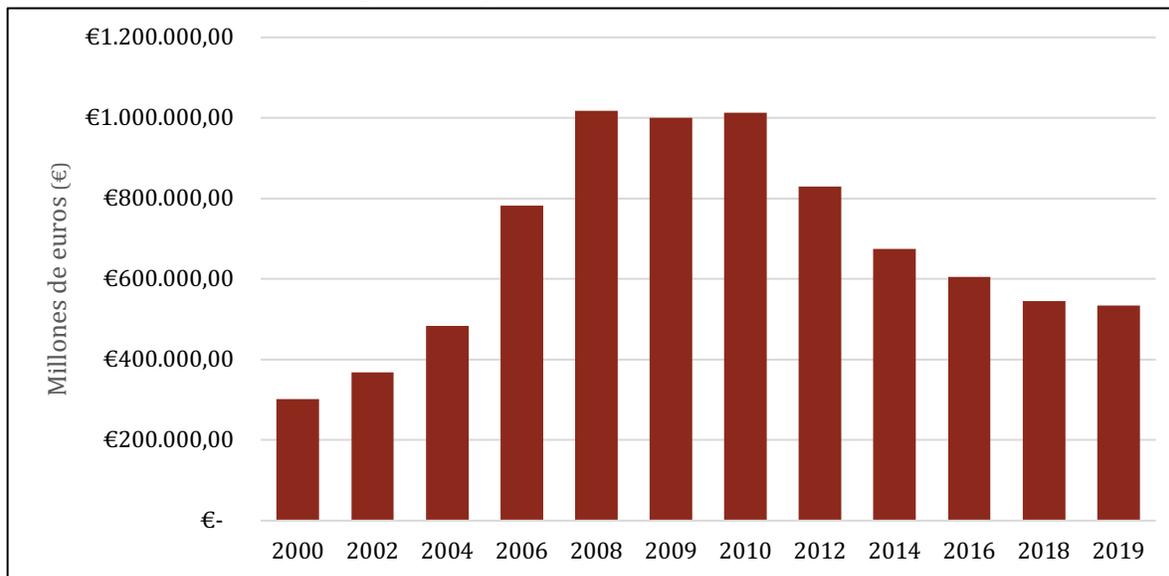
Para mostrar numéricamente todo lo mencionado anteriormente, a continuación se muestra un gráfico de la evolución de la cantidad de crédito bancario disponible para las empresas

⁸ *Cambios en las condiciones de acceso a la financiación bancaria.* (2023). Funcas; Funcas - Fundación de las Cajas de Ahorros. <https://www.funcas.es/articulos/cambios-en-las-condiciones-de-acceso-a-la-financiacion-bancaria/>

⁹ *Cambios en las condiciones de acceso a la financiación bancaria.* (2023). Funcas; Funcas - Fundación de las Cajas de Ahorros. <https://www.funcas.es/articulos/cambios-en-las-condiciones-de-acceso-a-la-financiacion-bancaria/>

españolas en los últimos años¹⁰.

Gráfico 2: Detalle de la evolución del crédito de las entidades de crédito y EFC para las empresas españolas entre el año 2000 y 2019



Fuente: Banco de España, extraído de <https://circulantis.com/blog/estudio-analisis-credito-bancario-empresas/>

Ante esta situación, las empresas españolas, no han tenido otra opción que adaptarse y buscar nuevas formas de conseguir capital para sacar adelante sus proyectos. Entre las alternativas que han ido surgiendo a la financiación bancaria, hay que destacar una que se ha vuelto especialmente llamativa, no solo para las empresas, sino también para los inversores, como es el sector del capital riesgo, que se define como “*la estrategia financiera en donde la empresa inversora se hace poseedora de una parte de la empresa receptora durante un determinado tiempo, mejorándola y vendiéndola posteriormente para sacar un rendimiento*”¹¹. En concreto, la mayor estrategia de financiación que se ha implantado en España, y que justifica el aumento de las inversiones alternativas, que son aquellas inversiones financieras que se realizan en activos no tradicionales, ha sido el Private Equity

¹⁰ Alves, P., Delgado, J., Garrido, J., Lavín, N., & Pérez Montes, C. (2023). Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero. Segundo semestre de 2022. *Boletín económico*, 2023/TI. <https://doi.org/10.53479/29513>

¹¹ Sardina Pereira, C. (2023). *Private Equity en España*, Universidad de Cantabria. Recuperado el 15 de marzo de 2024, de <https://repositorio.unican.es/xmlui/bitstream/handle/10902/28487/>

(o capital privado). En pocas palabras, y dado que después se va a profundizar sobre el concepto, se puede decir que es un instrumento del capital riesgo orientado a aquellas empresas que ya están desarrolladas y presentan un elevado potencial para obtener una mayor rentabilidad¹².

2.1. EL SECTOR DEL CAPITAL RIESGO Y EL PRIVATE EQUITY

2.1.1. Introducción

El capital riesgo tuvo su origen en Estados Unidos, concretamente en Boston, de la mano de las grandes familias americanas como Rockefeller Brothers o Whitney and Co., al comienzo de los años cuarenta (Haro, 1993)¹³. Hay autores como Cendrowski et al. (2012)¹⁴, que consideraban que esta actividad no se formalizó hasta el año 1946 con la creación de la sociedad “*American Research and Development Corporation (ARDC)*”, que se caracterizaba por fomentar la inversión del sector privado en empresas dirigidas por los soldados que volvían de la Segunda Guerra Mundial. Doce años más tarde, en 1958, la “*Small Business Investment Act*” permitió la implantación de sociedades de inversión en pequeñas y medianas empresas (Haro, 1993)¹⁵. A partir de entonces, fue cuando el sector del capital riesgo experimentó un crecimiento y un desarrollo espectacular que le ha llevado a desempeñar un papel cada vez más importante en la financiación de la innovación y el apoyo al crecimiento de la economía mundial¹⁶.

En España, no fue hasta los años setenta cuando se empezó a implantar el capital riesgo, con la creación de sociedades de carácter regional. El auge se dio cuando España ingresó en la Comunidad Económica Europea (hoy, la Unión Europea) en 1986, que además coincide con

¹² Sardina Pereira, C. (2023). *Private Equity en España*, Universidad de Cantabria. Recuperado el 15 de marzo de 2024, de <https://repositorio.unican.es/xmlui/bitstream/handle/10902/28487/>

¹³ Haro, José (1993). Consideraciones en torno al Capital-Riesgo en EE.UU., Francia y España, *Boletín del Instituto de Estudios Almerienses Ciencias*. Núm. 11-12, pág. 161-180.

¹⁴ Cendrowski, H.; Petro, L. W.; Martín, J. P. & Wadecki, A. A. (2012). *Private Equity: History, Governance and Operations*. Wiley Finance.

¹⁵ Haro, José (1993). Consideraciones en torno al Capital-Riesgo en EE.UU., Francia y España, *Boletín del Instituto de Estudios Almerienses Ciencias*. Núm. 11-12, pág. 161-180.

¹⁶ Jordá, A. E. A. (2018). *Leveraged buyouts y operaciones public to private*. Universidad Pontificia Comillas. Recuperado el 15 de marzo de 2024, de <https://repositorio.comillas.edu/rest/bitstreams/146389/retrieve>

el año en el que se creó la Asociación Española de Sociedades de Capital Riesgo (“ASCRI”). Una asociación que, según el antiguo presidente de ASCRI, Carlos Lavilla, en 2013, era “*una asociación que nació como una sociedad sin ánimo de lucro y con el objetivo de representar, gestionar y defender los intereses profesionales de sus socios, así como estimular la promoción e impulso de las entidades de capital riesgo*”.

Fruto de los dos acontecimientos de 1986, anteriormente mencionados, se incrementó la inversión extranjera y, consecuentemente, comenzaron a crearse un gran número de entidades privadas y aumentó el tamaño de las operaciones que se dieron en nuestro país durante los siguientes años. Pero, a finales de los años noventa, este ritmo de crecimiento se ralentizó y se disminuyó el volumen de capital invertido.

El inicio de siglo XXI fue muy prometedor para el sector del capital riesgo, llegándose a vivir una de las consideradas épocas doradas del capital riesgo en nuestro país. Durante los años que van de 2004 a 2007, hubo un gran crecimiento del sector, siendo 2005 el mejor de todos estos, alcanzándose niveles no vistos hasta entonces, gracias, en parte, al cierre de grandes operaciones (también conocidas como *megadeals*)¹⁷. Incluso el presidente de la ASCRI afirmó en el informe anual de 2008¹⁸ que el 2007 no sólo había sido un muy buen año para el sector del Capital Riesgo & Private Equity en España, sino que todas las variables implicadas habían alcanzado niveles máximos¹⁹. Se esperaba que esa tendencia continuase en 2008, pero, cuando estalló la crisis económica y ésta llegó a España, las cosas se torcieron y comenzó un periodo de desaceleración económica que vino acompañado de una falta de liquidez en los mercados crediticios, que hizo difícil el acceso a financiación y redujo el número de operaciones (especialmente, las grandes operaciones). Como resultado de estos acontecimientos, y como muestra del complicado escenario que atravesaba España, y el resto del mundo, la actividad del capital riesgo se vio reducida, aproximadamente, a la mitad con respecto al año anterior. El peor año para el capital riesgo fue 2009, que fue cuando el país

¹⁷ ASCRI (2004, 2005, 2006, 2007). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España.

¹⁸ ASCRI (2008). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España.

¹⁹ Munguira, R.C. (2015). *Evolución de las operaciones de capital riesgo en España*. Universidad Pontificia Comillas. Recuperado el 15 de marzo de 2024, de <https://repositorio.comillas.edu/jspui/bitstream/11531/4252/1/TFG001185.pdf>

sufrió de lleno las consecuencias de la crisis económica de 2008, y que provocó que el sector alcanzase mínimos históricos en cuanto a captación de fondos, capitales totales gestionados e inversión. Únicamente aumentó la desinversión en un 13% con respecto a 2008²⁰.

Los tres años siguientes se caracterizaron por la inestabilidad y por la recesión de la economía, en parte, gracias a la crisis de 2011²¹. El año 2012 se empezó con intención de recuperar los niveles de años anteriores, por medio de la reducción de deuda pública, que se había disparado desde la crisis, el restablecimiento de la confianza y la facilitación de acceso al crédito a las pequeñas y medianas empresas españolas. Pero, cuando parecía que la industria se iba a recuperar e iba a encadenar unos años de crecimiento, cayó de nuevo y los niveles de inversión y de captación de fondos volvieron a verse sobre mínimos²². No fue hasta mediados de 2013 cuando comenzó la recuperación del sector del capital riesgo, siendo este un año de inflexión para la economía mundial y española²³. Por aquel entonces, el 70% de la actividad del capital riesgo se concentraba en Estados Unidos, donde, según el listado de las 300 mayores gestoras de Private Equity del mundo, nueve de las diez gestoras más grandes se encontraban allí. Una lista que estaba encabezada por TPG, Carlyle y Blackstone, y donde había que bajar hasta el puesto vigésimo para encontrar una gestora no domiciliada en Estados Unidos. Para hacerse una idea más clara de las cincuenta mayores gestoras de Private Equity: 33 estaban ubicadas en Estados Unidos, 9 en Europa, 4 en Asia, 2 en Oriente Medio y otras 2 en Canadá. Las 9 gestoras europeas más grandes se las repartían entre Reino Unido, los países nórdicos y Francia. España no contaba con ninguna gestora dentro de este listado²⁴.

En 2014²⁵, España encadenó, por primera vez en seis años, los cuatro trimestres del año con crecimiento económico. Esto tuvo su impacto en el sector de capital riesgo que aumentó en más de un 80%, con respecto al año anterior, el levantamiento de fondos, confirmando así el

²⁰ ASCRI (2009). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España.

²¹ ASCRI (2009, 2010, 2011). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España.

²² ASCRI (2012). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España.

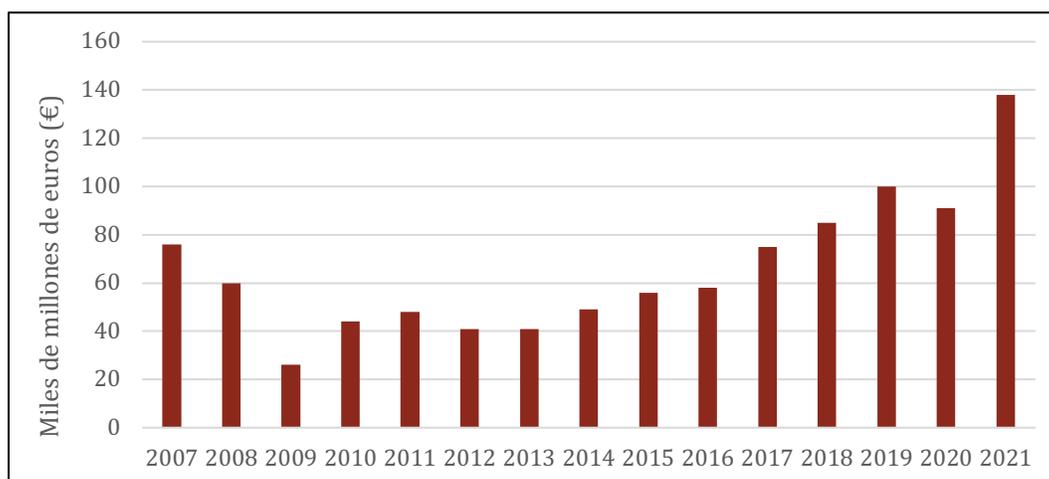
²³ ASCRI (2013). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España.

²⁴ Sarría, I. (2013). *El top 10 de las gestoras de 'private equity'*. El Confidencial. https://www.elconfidencial.com/mercados/secretos-del-private-equity/2013-05-07/el-top-10-de-las-gestoras-de-private-equity_523/

²⁵ ASCRI (2014). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España.

cambio de tendencia que sufrió la economía española y el sector del capital riesgo en particular²⁶. Con el paso de los años, la cifra de inversión en capital riesgo aumentó hasta alcanzar, en 2019, el 0,61% del PIB y un total de 8.513 millones de euros invertidos, que era en aquel entonces el año con el mayor registro histórico²⁷. En 2021 y 2021 no se alcanzaron estas cifras por culpa, en parte, de la pandemia que vivimos. Pero, tras pasar este bache, en 2022 se volvió a superar este dato, llegando hasta la cifra de 9.238 millones de euros invertidos en el sector y un total de 960 inversiones cerradas²⁸. Esto confirma el crecimiento del sector del capital riesgo en España, hasta el punto de que la cantidad de dinero invertida está al nivel de la media europea en términos porcentuales de PIB.

Gráfico 3: Detalle de la evolución de inversión de capital riesgo en Europa entre 2007 y 2021



Fuente: Invest Europe, extraído de: <https://www.unir.net/actualidad/vida-academica/retrato-inversion-capital-privado-espana-europa/>

Por último, este año que se acaba de cerrar, 2023, ha sido un año complejo para el sector, a pesar de que se ha conseguido cerrar con unas cifras más que aceptables dada la situación actual. La cifra de inversión se ha mantenido por encima de los 6.000 millones de euros, que es una cifra que en 2018 y 2019 parecía un récord difícil de superar. Además, se espera que para 2024 y 2025 se normalice la actividad y volvamos a ver grandes *megadeals* y un

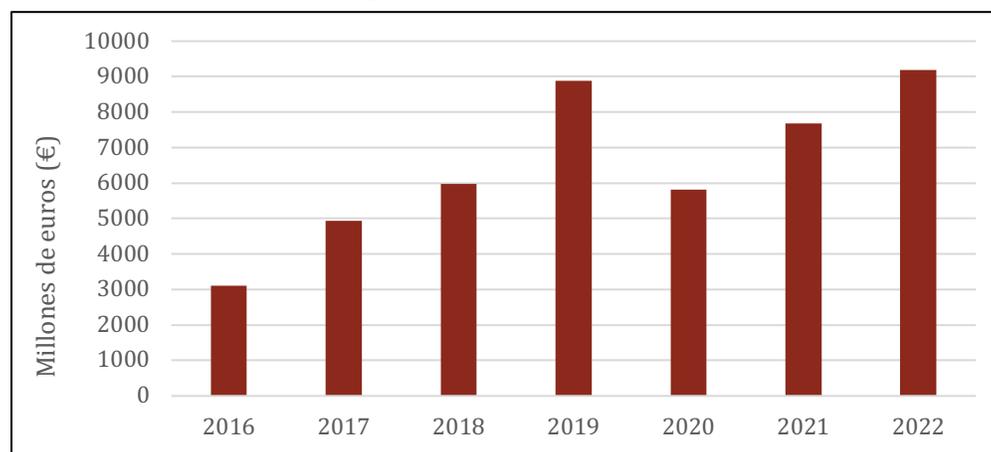
²⁶ Munguira, R.C. (2015). *Evolución de las operaciones de capital riesgo en España*. Universidad Pontificia Comillas. Recuperado el 15 de marzo de 2024, de <https://repositorio.comillas.edu/jspui/bitstream/11531/4252/1/TFG001185.pdf>

²⁷ ASCRI (2019, 2020). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España.

²⁸ ASCRI (2021, 2022). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España.

aumento en la actividad de *fundraising*²⁹.

Gráfico 4: Detalle de la evolución de capital invertido en el sector del capital riesgo en España entre 2016 y 2022



Fuente: *Capital & Corporate*, extraído de: https://www.capitalcorporate.com/Resources/User/IFAESCAPITALCORP/documentos/Informes/Informe_Anuar_PE_VC_2022.pdf

En general, y a modo de resumen, se puede afirmar que el capital riesgo ha ido adquiriendo cada vez más protagonismo en la economía española y que este crecimiento de la inversión alternativa se debe, en parte, a la constante búsqueda de rentabilidad y la poca correlación que suele haber con la inversión en activos tradicionales³⁰. Es un mercado muy dinamizador de la economía que ayuda a la internacionalización de las empresas participadas, que aporta financiación, que es un apoyo en situaciones de crisis, que ofrece políticas de sostenibilidad, que atrae talento y que aporta conocimiento a la hora de desarrollar una estrategia de salida³¹. Hace unos años, España no estaba en el radar de los grandes inversores, pero, tras años de mejora y de aumento de la oferta, el mercado español se ha convertido en un mercado mucho más llamativo e interesante en el que invertir. Cada vez son más los inversores internacionales que tienen puesto el foco en nuestro país.

En España, en general, hay un buen caldo de cultivo para los fondos extranjeros, con una

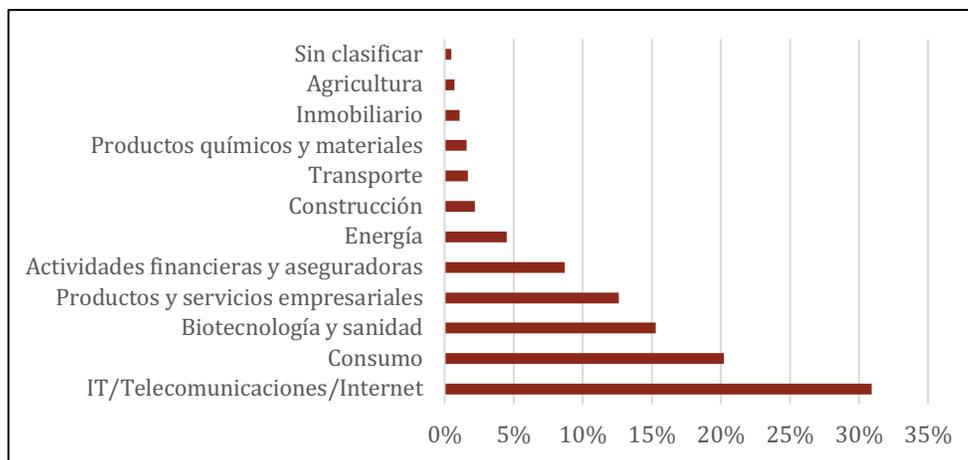
²⁹ Magazine *Capital & Corporate* (Diciembre, 2023). N°66, pp. 50.56. Recuperado el 15 de marzo de 2024, de <https://online.flippingbook.com/view/804565642/>

³⁰ ¿Qué es el “Private Equity” y qué ventajas ofrece? (2020). Abante. Recuperado el 15 de marzo de 2024, de <https://www.abanteasesores.com/blog/que-es-el-private-equity-y-que-ventajas-ofrece/>

³¹ KPMG Tendencias (2021). *El Private Equity, un mercado en pleno auge*. KPMG Tendencias. <https://www.tendencias.kpmg.es/2021/12/private-equity-mercado-pleno-auge/>

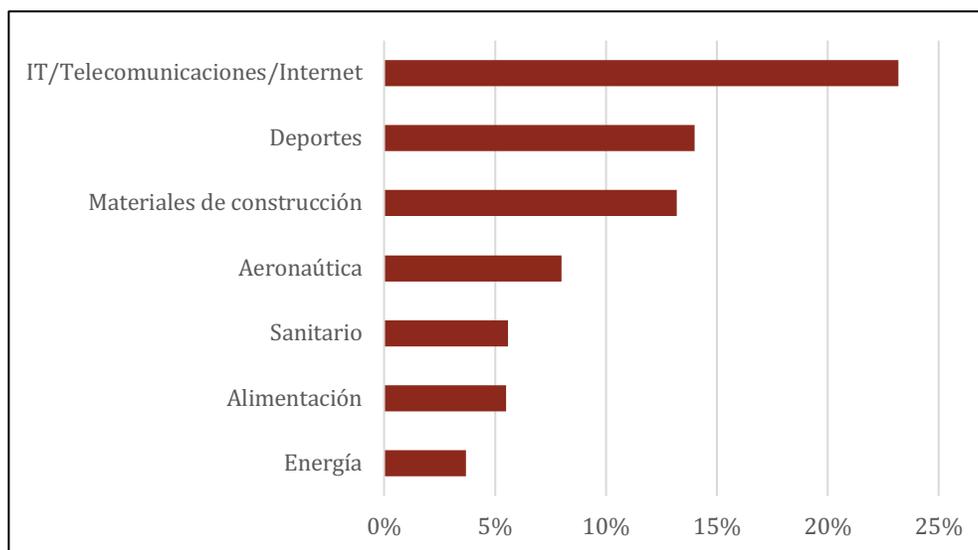
base empresarial muy amplia compuesta por PYMES y empresarios que necesitan apoyo para hacer realidad sus planes de internacionalización. Todo esto ha llevado a que el Private Equity ya no sea considerado como una alternativa a la financiación tradicional, sino que se ha convertido en un método *mainstream* que merece ser estudiado con detenimiento.

Gráfico 5: Detalle del porcentaje de inversión de capital riesgo por sectores en Europa en 2021



Fuente: Invest Europe, extraído de: <https://www.unir.net/actualidad/vida-academica/retrato-inversion-capital-privado-espana-europa/>

Gráfico 6: Detalle del volumen de inversión por sectores de los Private Equity en España en 2022



Fuente: Capital & Corporate, extraído de: https://www.capitalcorporate.com/ResourcesUser/IFAESCAPITALCORP/documentos/Informes/Informe_Anuar_PE_VC_2022.pdf

2.1.2. Descripción y tipos

El término capital riesgo se traduce del inglés y hace referencia a dos conceptos: Private Equity y Venture Capital, que, a pesar de ser expresiones muy parecidas, tienen diferencias que deben ser aclaradas. Ambos términos hacen referencia a la inversión realizada en empresas privadas con un alto potencial de crecimiento a cambio de controlar un porcentaje de la empresa o de sus acciones, pero difieren en lo siguiente:

- 1) **Tipo de empresas en las que invierten y fase en la que se encuentran:** mientras que los fondos de Venture Capital centran sus inversiones principalmente en empresas tecnológicas, los fondos de Private Equity invierten en todo tipo de empresas, sin hacer distinción entre la industria y el sector al que pertenecen. Por otro lado, los fondos de Venture Capital se dirigen a empresas que se encuentran en fase inicial o de desarrollo, a diferencia de los fondos de Private Equity que invierten en empresas que ya están consolidadas o en etapa de crecimiento.
- 2) **Destino de la inversión:** los fondos de Private Equity buscan ayudar a consolidar o a crecer a las empresas en las que invierten, mientras los fondos de Venture Capital tienen puesto el foco en el desarrollo de nuevos proyectos.
- 3) **Cantidad de capital invertido:** en Venture Capital la inversión rara vez supera los cien millones, cosa que en Private Equity pasa más a menudo.
- 4) **Porcentaje que adquieren:** los fondos de Venture Capital suelen adquirir un porcentaje menor, que oscila entre el 20% y el 30% como mucho y, en cambio, en los fondos de Private Equity se apuesta por porcentajes mayoritarios e incluso adquisiciones del 100% de las compañías.
- 5) **Riesgo asumido:** en los fondos de Private Equity se dan menos operaciones a lo largo del año porque la cantidad invertida es mayor. Esto significa que el riesgo asumido es menor que en los fondos de Venture Capital donde se realizan muchas más

operaciones anualmente y, aunque se diversifica mucho la cartera, el riesgo sigue siendo bastante elevado.

- 6) **Retorno de la inversión:** fruto de la mayor inversión que se realiza en los fondos de Private Equity, los retornos esperados son mayores que el de los fondos de Venture Capital.

A partir de aquí, y una vez están claras las diferencias, el trabajo se va a centrar en el Private Equity o, también denominado, capital privado, ya que es una empresa de este sector quien se encargaría de realizar la inversión en la empresa objeto de estudio, dadas las características de la sociedad y de la operación.

El Private Equity es un concepto que consiste en *“aportar recursos financieros a una empresa (normalmente no cotizadas, aunque en muchos casos sí puede tratarse de empresas cotizadas) durante un periodo de tiempo determinado y, a cambio de este aporte económico, recibir una participación de dicha empresa de la cual se espera un alto crecimiento”*³². Los recursos que se emplean para realizar la inversión provienen de los inversores, que tienen acceso a este tipo de oportunidades a través de un fondo de Private Equity, y con el que se comprometen a aportar una cantidad de dinero determinada.

Para entender esto mejor, hay que acudir a la legislación española propia del capital riesgo, que es la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, ya que hace una triple distinción que es necesaria para entender cómo se estructura el mundo del Private Equity, ya que es, precisamente, a través de estas tres figuras jurídicas como se ha desarrollado la industria del capital riesgo en nuestro país (Martí, 2001)³³.

³² *¿Qué es el Private Equity?* (2021). Afiescueladefinanzas.es. Recuperado el 15 de marzo de 2024, de <https://www.afiescueladefinanzas.es/que-es-el-private-equity>

³³ Balboa, M. y Martí, J. (2001). Determinants of Private Equity Fundraising in Western Europe. *European Financial Management Association (EFMA)*. Vol. 5, núm. 2364, pp. 1-25.

En primer lugar, las **sociedades gestoras de entidades de capital riesgo (SGECR)** (en nuestro caso, una sociedad gestora de fondos de Private Equity)³⁴ son sociedades anónimas que se encargan de administrar y gestionar el capital privado, comprometido con el fondo, para invertirlo en empresas a medida que surgen oportunidades, hacerlas crecer a lo largo de los años y, después, venderlas para sacar una rentabilidad³⁵. Cuando se suele hablar de un “Private Equity”, como Portobello Capital o ProA Capital, hacemos referencia a este término, y son estas sociedades gestoras las que lanzan los fondos para invertir en empresas de distintos tamaños. Estas sociedades gestoras son también conocidas como *general partners (GP)* y entre sus objetivos se encuentran buscar profesionalizar la gestión de la empresa participada, optimizar sus operaciones y hacerla crecer rápidamente para conseguir maximizar el valor de la compañía de cara a su desinversión. El horizonte de inversión con el que trabajan es de medio plazo, buscando una desinversión (denominada “*exit*”) entre 5 y 10 años después (EVCA, 2007)³⁶.

En el otro lado de la inversión, se encuentran los inversores, o también conocimos como *limited partners (LP)*, que son los que comprometen el capital en los fondos de Private Equity, y se caracterizan porque su responsabilidad se limita al capital comprometido. Los que invierten en estos fondos suelen ser grandes empresas, instituciones financieras, inversores institucionales, organismos e instituciones del sector público e inversores extranjeros. Los particulares están más limitados porque normalmente se requiere una gran inversión de dinero.

En segundo lugar, los **fondos de capital riesgo (FCR)** son un instrumento de inversión colectiva donde un gestor de capital riesgo o *general partner*, identifica, evalúa, adquiere y gestiona inversiones en nombre de un grupo de inversores o *limited partners*³⁷. Es el canal

³⁴ Se hace referencia a estas sociedades cuando se habla de “sociedad gestora de Private Equity”, “gestora de Private Equity” o “Private Equity”.

³⁵ (s.f). Goldman Sachs Asset Management. Recuperado el 15 de marzo de 2024, de <https://www.gsam.com/content/dam/gsam/pdfs/common/en/public/articles/2022/Intro-to-Private-Equity.pdf?sa=n&rd=n>

³⁶ EVCA (actualmente Invest Europe) (2007), Reporting Guidelines. *European Private Equity and Venture Capital Association*.

³⁷ (s.f). Goldman Sachs Asset Management. Recuperado el 15 de marzo de 2024, de <https://www.gsam.com/content/dam/gsam/pdfs/common/en/public/articles/2022/Intro-to-Private-Equity.pdf?sa=n&rd=n>

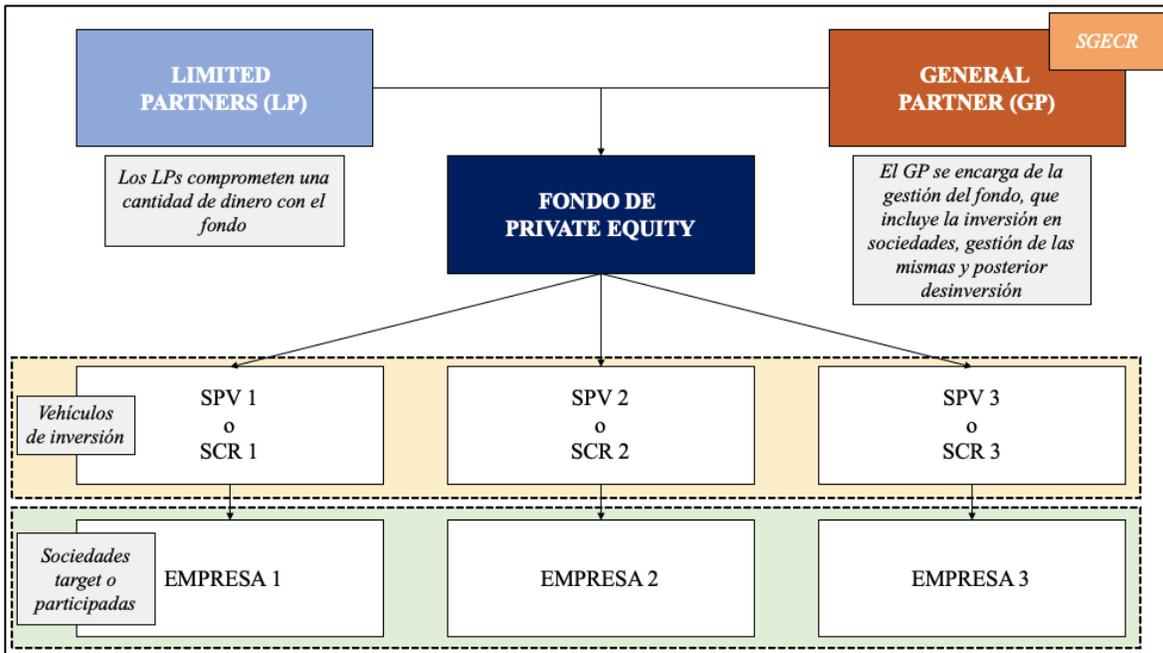
por el que los LP compromete una cantidad de dinero con los GP y, estos, a cambio, les garantizan que van a alcanzar una determinada rentabilidad en el plazo establecido. Según la ley, estos fondos son “*patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo*”, y cuyo objeto social es el mismo que las sociedades de capital riesgo. Los equipos de gestión de los fondos de Private Equity suelen estar formado por entre seis y ocho personas (EVCA, 2007)³⁸.

Las **sociedades de capital riesgo (SCR)** son sociedades anónimas cuyo objeto social consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de Bolsas de Valores³⁹. Las SCR suelen ser conocidas como *special purpose vehicles* (SPVs) y son el vehículo que utilizan las gestoras de fondos de Private Equity para realizar la inversión correspondiente en las empresas objeto de inversión (también conocidas como participadas o *target*). La ventaja que tienen es que son entidades independientes, con sus propios activos y pasivos. La creación de SCR sirve para que parte del dinero comprometido con el fondo se introduzca en estas sociedades, y posteriormente, con este dinero, se realice la inversión en la empresa *target*. Se hace de esta manera para limitar la responsabilidad de la gestora al capital aportado a estas SPVs, de manera que, si fracasan todas las operaciones, pueden llegar a perder, como máximo, todo el dinero que han aportado a la SCR, pero nada más.

³⁸ EVCA (actualmente Invest Europe) (2007), Reporting Guidelines. *European Private Equity and Venture Capital Association*.

³⁹ Munguira, R.C. (2015). *Evolución de las operaciones de capital riesgo en España*. Universidad Pontificia Comillas. Recuperado el 15 de marzo de 2024, de <https://repositorio.comillas.edu/jspui/bitstream/11531/4252/1/TFG001185.pdf>

Gráfico 7: Representación gráfica del funcionamiento del sector del Private Equity en España



Fuente: Elaboración propia

En los últimos años han surgido gestoras de Private Equity especializadas en sectores y en tipos de empresa concretos, pero eso no ha hecho que el funcionamiento de las mismas sea distinto. A la hora de analizar, las etapas de vida de un Private Equity, podemos acudir, entre otros, a los estudios realizados Kaplan y Stromberg⁴⁰, por Mascareñas⁴¹ y por García Ferrer⁴². Estas etapas de vida suelen ser siempre las mismas y se dan de la manera que se explica a continuación⁴³.

En primer lugar, la sociedad gestora de Private Equity (o GP) tiene que **captar los fondos (fundraising)**, de los inversores (LP), que, posteriormente, se utilizarán para realizar las inversiones en las empresas que se vayan seleccionando. Es el momento de creación de un nuevo vehículo de inversión y se necesita crear un compromiso con los inversores. Para

⁴⁰ Kaplan, S.N. & Stromberg (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity, *Journal of Economic perspectives*, nº23, p.121-146.

⁴¹ Mascareñas, J. (2011). Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas, *Editorial del Economista*, Madrid.

⁴² García Ferrer, F. (2007). Fases de desarrollo de un proyecto de private equity, *Estrategia Financiera*, nº244, p.59-63.

⁴³ Dávila, L. y Fernández, C. (2013). Private Equity y Venture Capital, en *Revello de Toro, J.M. Manual de Corporate Finance y Banca de Inversión*. Delta Publicaciones Universitarias.

conseguir el apoyo de los inversores y hacer atractiva la inversión, hay que crear un fondo que gire en torno a una buena idea de negocio y, posteriormente, vender bien este vehículo a los inversores. La información que se comunica sobre el fondo incluye, entre otros, el sector donde se va a realizar la inversión, el ticket mínimo del fondo, que es la cantidad mínima de capital que tienen que comprometer los inversores, y el periodo del fondo.

A continuación, el Private Equity tiene una etapa inicial de **acercamiento y conocimiento** de la empresa objeto de inversión, donde se estudia tanto el plan de negocio de la compañía como sus resultados financieros, para poder sacar una conclusión acerca de la posible operación que se pretende realizar. Entre las cosas que hay que tener en cuenta están: la estrategia de compra y venta de la empresa, la duración de la inversión, llevar a cabo un plan de negocio que vaya a incrementar el valor de la sociedad y, como consecuencia de ello, la rentabilidad de la operación, así como otras muchas decisiones acerca de los posibles cambios que puede realizar el Private Equity para conseguir sus objetivos. Una vez analizado todo esto, se podrá concluir si se está ante una oportunidad de negocio que puede aportar valor o no.

En la tercera fase, es donde se da la **inversión**, que es cuando el Private Equity (la sociedad gestora) entra con una participación mayoritaria en el capital de la empresa *target*, por medio de la sociedad de capital riesgo, con la idea de mantenerse con el control de la misma durante los siguientes años. Las gestoras suelen adquirir no más de entre diez (10) y quince (15) empresas por fondo⁴⁴. Normalmente adquieren el 100%, o una participación mayoritaria, es decir, superior al 50%, de la compañía.

Durante los años que el Private Equity permanece en el capital de la empresa es lo que se conoce como la etapa de **transformación o gestión**, que consiste en convertir la empresa en un negocio más rentable y con una mejor gestión que eleve el precio de la misma. Las distintas clases de estrategias, o también conocidas como “palancas” de creación de valor, que utilizan los Private Equity durante su periodo de inversión para aumentar el valor de la

⁴⁴ *Private Equity vs Venture Capital - 5 diferencias*. (s. f.). Baker Tilly M&A Global Deal Advisory. Recuperado 16 de marzo de 2024, de <https://bakertillygda.com/diccionario/private-equity-vs-venture-capital/>

compañía se pueden agrupar en tres grupos y son las siguientes:

- 1) **Mejores operativas:** las principales iniciativas que se toman para fomentar el crecimiento de la empresa y hacerlo un negocio más rentable son la búsqueda de ineficiencias para conseguir una reducción y optimización de costes, el incremento de ingresos para mejorar la eficiencia de la actividad empresarial y las adquisiciones de otras compañías, ya que les permite ganar cuota de mercado o ampliar su oferta de productos y servicios.
- 2) **Expansión de múltiplo:** los gestores de Private Equity esperan que, una vez implementado el plan de negocio de crecimiento de la empresa, esta sea mejor percibida por los compradores y conseguir así que se venda a un múltiplo de valoración superior al de entrada.
- 3) **Apalancamiento:** posteriormente trataremos este supuesto a fondo, pero se trata de las operaciones donde se emplea una cantidad considerable de deuda para reducir el capital inicial que se tiene que desembolsar en la operación⁴⁵.

Otra cuestión, a la que prestan mucha atención los Private Equity, es el equipo directivo de la compañía *target*. Es habitual que los gestores modifiquen sustancialmente el Consejo de Administración de la sociedad participada a la hora de entrar en el capital de la misma, introduciendo al personal del propio fondo encargado de la gestión y rescindiendo a los anteriores consejeros. Incluso en ocasiones cambian al Consejero Delegado (CEO), pero este es un cambio más arriesgado porque suele ser la persona que más conoce la empresa y el sector y que, por tanto, más *know-how* puede aportar. La razón que hay detrás de estas decisiones tan radicales es el inmovilismo que suele existir por parte de los antiguos administradores, que se resisten al cambio e impiden que el Private Equity materialice sus planes operacionales⁴⁶.

⁴⁵ *Palancas de creación de valor en el Private Equity - FundsPeople España*. (2023). FundsPeople España. <https://fundspeople.com/es/insights/palancas-de-creacion-de-valor-en-el-private-equity/>

⁴⁶ De la Esperanza Riesco, C. (2018). *El funcionamiento del mercado de private equity español: un estudio empírico*, Universidad Pontificia de Comillas. Recuperado de

Para terminar, una vez se cumple el plazo acordado, el Private Equity vende su participación en cada una de las empresas participadas, preferiblemente a un precio superior al que ellos compraron, para repartir a los inversores el capital correspondiente y quedarse ellos con la rentabilidad extra obtenida. Esto es conocido como la **desinversión**, y hay distintas técnicas entre las que se encuentran:

- **Buy Backs:** se da cuando se venden las acciones al equipo directivo de la empresa, que suelen ser los otros accionistas que tiene la sociedad. Es muy útil en los casos en los que se quiere desarrollar e impulsar la empresa, pero los propietarios no quieren vender su participación.
- **Secondary Buy Outs (SBO):** son aquellas operaciones donde la empresa participada se vende a otra gestora de Private Equity.
- **Trade Sales:** ocurre cuando la sociedad es adquirida por otra empresa del mismo sector. Suelen darse por la existencia de posibles sinergias positivas para la empresa adquiriente.
- **Oferta Pública de Venta:** se desinvierte en la empresa poniendo las acciones a la venta en un mercado regulado, como es la Bolsa.
- **Write off:** se dan cuando se reconoce que hay riesgo de perder la totalidad de la inversión y, por tanto, se vende la participación antes de que las pérdidas aumenten más todavía⁴⁷.

En general, el objetivo final de un fondo de capital riesgo es aumentar el valor de las participaciones que tienen en cada empresa para que, cuando finalice el periodo de inversión,

<https://repositorio.comillas.edu/rest/bitstreams/145863/retrieve>

⁴⁷ Del Río Fontanillo, A. (2015). *La importancia del private equity como mecanismo dinamizador de financiación*, Universidad Pontificia Comillas. Recuperado 16 de marzo de 2024, de <https://repositorio.comillas.edu/jspui/bitstream/11531/6314/1/TFM000171.pdf>

obtengan un beneficio o una rentabilidad. A medida que se van produciendo las salidas, los ingresos obtenidos se van distribuyendo entre los inversores hasta conseguir liquidar el fondo o, en otras palabras, vender la inversión final.

La compensación de los fondos de Private Equity se divide en dos tipos de comisiones: por un lado, se encuentra la *management fee*, que es la comisión fija que se cobra anualmente por administrar el fondo: y, por otro, el *carried interest* que es la cantidad variable que recibe el Private Equity por la rentabilidad extra obtenida por el fondo, una vez superado el porcentaje de rentabilidad que el fondo se había comprometido a alcanzar con los inversores. El *management fee* se suele calcular como un porcentaje del capital comprometido (por ejemplo, un 2%)⁴⁸.

Como veremos a continuación, hay distintos tipos de operaciones que puede hacer un Private Equity, pero lo que desde luego comparten todas las gestoras es que les importa bastante adquirir un gran paquete accionario de la sociedad *target*, que se traduce en el control de la sociedad, porque están interesados en el éxito de la empresa. De esta manera pueden asesorarla sobre acciones estratégicas o de negocio y conseguir que la sociedad aumente su valor para que, cuando se venda, se obtenga la rentabilidad esperada. En muchas ocasiones, el aspecto legal es muy importante para los Private Equity porque imponen cláusulas que limitan la asunción de riesgos, para poder controlar, en cierta parte, el desempeño de la empresa. Por ejemplo, hay veces que se limita la posibilidad de pagar dividendos para que todo el dinero se destine a repagar la deuda o a reinvertirlo en el negocio, pero que en ningún caso salga de la empresa.

2.1.3. Operaciones que realiza un Private Equity

Los Private Equity realizan, principalmente, cuatro tipos de operaciones donde el capital invertido entra en la empresa buscando conseguir, con el paso del tiempo, un objetivo específico. Dentro de estas cuatro operaciones, podemos clasificarlas en dos grupos en

⁴⁸ Del Río Fontanillo, A. (2015). *La importancia del private equity como mecanismo dinamizador de financiación*, Universidad Pontificia Comillas. Recuperado 16 de marzo de 2024, de <https://repositorio.comillas.edu/jspui/bitstream/11531/6314/1/TFM000171.pdf>

función del origen del capital que se va a invertir. Las tres primeras utilizan únicamente capital comprometido por los inversores, mientras que el último tipo de operación se caracteriza por apalancarse e intentar reducir al máximo el uso de capital. A continuación, se enumeran y se describen, en pocas palabras, en qué consiste cada una de ellas:

1. **Capital de expansión o desarrollo, *Growth***: en estos casos, lo que se busca es financiar el crecimiento de una empresa que ya cuenta con un amplio recorrido y con un histórico de beneficio y de ventas. Normalmente, son empresas que ya están asentadas en la industria y que, para crecer, buscan lanzar un nuevo producto o expandirse a un nuevo país, por ejemplo. Para dar entrada a este nuevo inversor, el Private Equity, es necesario realizar una ampliación de capital en la empresa, lo que tiene como consecuencia que la participación del resto de accionistas se diluya.
2. **Capital de sustitución, *Replacement***: se aprovechan de la salida de un accionista para ocupar su lugar. En este caso, no se realiza una ampliación de capital, sino que se sustituye al accionista por un nuevo accionista, que es el Private Equity. Suelen darse en empresas familiares con problemas de sucesión.
3. **Capital de reorientación o reestructuración, *Turnaround***: cuando las empresas pasan por momentos difíciles a nivel financiero que, además, se prolongan en el tiempo, hay muchas veces que necesitan de una inversión externa para poder implementar las medidas necesarias y reconducir la situación. De nuevo, no es necesario que se amplie el capital de la compañía, sino que incluso se puede realizar la inversión en deuda, en vez de en *equity*.
4. **Capital de compra apalancada, *leveraged buyouts o LBO***: en este tipo de operaciones una porción de la compra se financia con deuda, la cual está garantizada, en parte, por la empresa adquirida. El resto de la operación se paga con el capital de los inversores. El tipo de empresas que se buscan en este tipo de operaciones son aquellas que suelen contar con unos ingresos estables. Además, hay distintos tipos de LBO, como se verá posteriormente.

2.2. SITUACIÓN ACTUAL DE LOS MERCADOS DE CAPITALES EN LAS TRANSACCIONES DE PYMES

Según los datos de noviembre de 2023 del Ministerio de Industria y Turismo, hay dos millones novecientos cuarenta y un mil quinientos cincuenta (2.941.550) empresas en España, de las cuales dos millones novecientos treinta y seis mil cuatro (2.936.004) son pequeñas y medianas (PYMES). Siempre se ha dicho que España es un país de PYMES y los datos así lo respaldan, ya que las PYMES representan prácticamente un 99,9% del entramado empresarial español, suponen el 65% del PIB español y generan el 75% de los puestos de trabajo⁴⁹.

La palabra PYME se utiliza para catalogar a las sociedades españolas que cumplen una serie de características, principalmente dos: contar con menos de doscientos cincuenta empleados y tener unos ingresos que sean menores a cincuenta millones de euros (y/o su balance general sea igual o menor a cuarenta y tres millones de euros). Además, a pesar de que estas características pueden variar entre unas empresas y otras, suelen compartir otras cuestiones como pueden ser tener menos recursos para desarrollarse y expandirse y tener mayores dificultades para acceder a financiación, por ejemplo.

Dentro de las PYMES hay tres tipos de empresas: microempresas, pequeñas empresas y medianas empresas.

Tabla 1: Detalle del tipo de PYMES en España y sus características

Tipos de PYMES	N.º de empleados	Facturación máxima	Cifra máxima de Balance general
Microempresas	1-10	2.000.000 €	2.000.000 €
Pequeñas empresas	10-50	10.000.000 €	10.000.000 €
Medianas empresas	50-250	50.000.000 €	43.000.000 €

Fuente: Elaboración propia en base a los datos del Ministerio de Industria y Turismo

⁴⁹ Hervás, L. V. (2022). *¿Cómo son las pymes en España?* Ediciones EL PAÍS S.L. https://cincodias.elpais.com/cincodias/2022/06/24/pyme/1656070303_778210.html

La pandemia del coronavirus afectó a muchos negocios, que se vieron obligados a cerrar ante el confinamiento de los ciudadanos en sus casas, lo que redujo los ingresos por ventas, mientras los costes del negocio seguían siendo similares. La imposibilidad de hacer frente a los pagos es lo que llevó a muchas empresas a desaparecer. Dos años después se volvió a los números de PYMES de antes del COVID-19 y, de hecho, en la Guía del Mercado Laboral 2022 se dijo que el 68% de las pequeñas y medianas empresas tenían previsto contratar personal durante ese año, por lo que se puede decir que nos recuperamos bastante rápido. Una ilusión que no ha durado mucho, dado que, durante el tiempo que ha pasado entre el inicio de 2022 y finales de 2023, es decir, en dos años, han desaparecido cerca de medio millón de empresas en España. El contexto económico y político no ha sido muy favorecedor y ha llevado a España a una situación que no esperaba, pero que pone de manifiesto, entre otras cosas, que siguen haciendo falta muchas medidas que favorezcan e impulsan el desarrollo y el crecimiento de las PYMES españolas⁵⁰.

Más del 70% de las PYMES de nuestro país, el 82% en 2022, se dedica al sector de los servicios, entre los que se incluye la hostelería y la comida rápida (*fast food*)⁵¹. Además, según datos de 1 de enero de 2022, más del 60% de las empresas españolas se concentra en cuatro comunidades autónomas, que son: Cataluña, la Comunidad de Madrid, Andalucía y la Comunidad Valenciana⁵².

Tabla 2: Detalle de la distribución sectorial de las empresas españolas en 2022

Industria	Construcción	Comercio	Resto de servicios
5,6%	12,4%	20,8%	61,2%

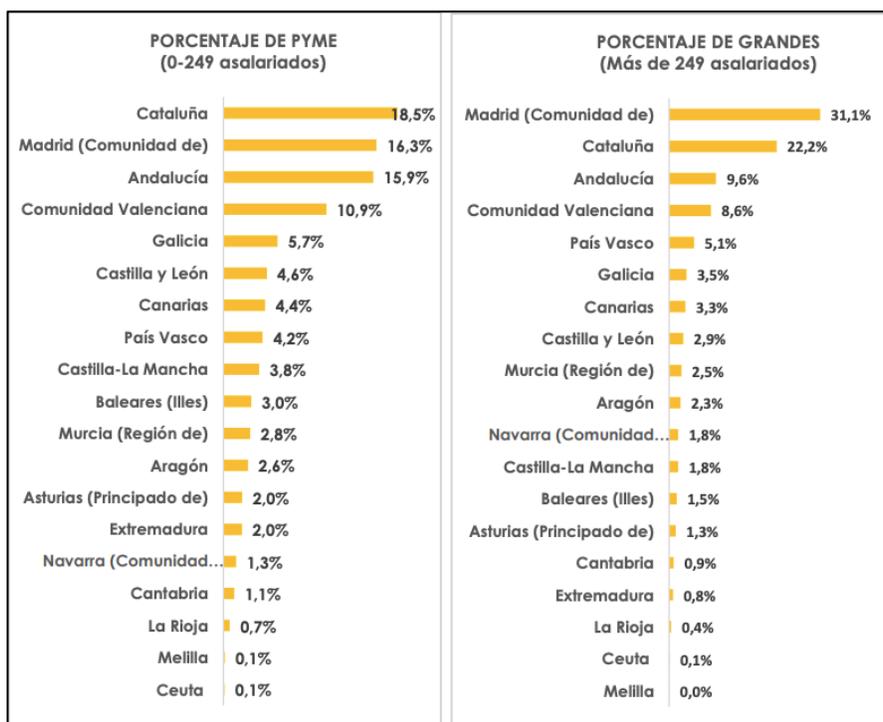
Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos del Instituto Nacional de Estadística (INE), DIRCE 2022 (datos a 1 de enero de 2022). Extraído de: <https://industria.gob.es/es-es/estadisticas/RetratoPYME/Retrato-PYME-DIRCE-1-enero-2022.pdf>

⁵⁰ Hervás, L. V. (2022). *¿Cómo son las pymes en España?* Ediciones EL PAÍS S.L. https://cincodias.elpais.com/cincodias/2022/06/24/pyme/1656070303_778210.html

⁵¹ Gobierno de España, Ministro de Industria, Comercio y Turismo. (2022). *Retrato de la PYME*, Gob.es. Recuperado 16 de marzo de 2024, de <https://industria.gob.es/es-es/estadisticas/RetratoPYME/Retrato-PYME-DIRCE-1-enero-2022.pdf>

⁵² Gobierno de España, Ministro de Industria, Comercio y Turismo. (2022). *Retrato de la PYME*, Gob.es. Recuperado 16 de marzo de 2024, de <https://industria.gob.es/es-es/estadisticas/RetratoPYME/Retrato-PYME-DIRCE-1-enero-2022.pdf>

Gráfico 8: Detalle de la distribución territorial de empresas por tamaño en España en 2021



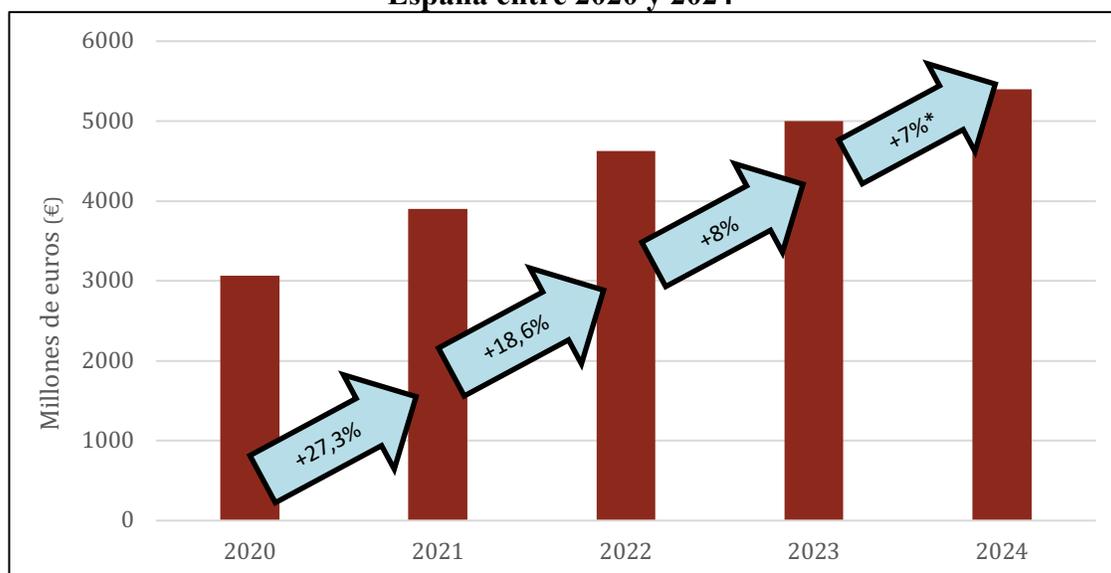
Fuente: INE, DIRCE 2022 (datos a 1 de enero de 2022). Extraído de: <https://industria.gob.es/es-es/estadisticas/RetratoPYME/Retrato-PYME-DIRCE-1-enero-2022.pdf>

El sector de la comida rápida es uno de los mercados que mayor proyección de crecimiento tienen en nuestro país y así lo ha demostrado estos últimos años. En 2021 y 2022, los años siguientes a la pandemia creció un 27,3% y un 18,6%, respectivamente, y este año ha alcanzado una facturación cercana a los cinco mil millones (5.000 millones) de euros, que representa un crecimiento del 8% con respecto al año anterior. En total, en tres años, el sector ha crecido casi un 50%. El crecimiento de 2023 se debe a la “*tendencia de fuerte crecimiento del ejercicio anterior, en un contexto marcado por el buen comportamiento del consumo privado, la fuerte recuperación de la actividad turística y la subida de los precios*”⁵³. Además, en 2024 se espera que siga esta tendencia al alza con crecimientos en torno al 6% y 7%, y que alcance los cinco mil cuatrocientos millones (5.400 millones) de facturación⁵⁴.

⁵³ Efeagro, P. P. (2023). *Las hamburgueserías lideran el crecimiento de comida rápida con el 60% de las ventas*. EFEAgro. <https://efeagro.com/crecimiento-comida-rapida-hamburgueserias/>

⁵⁴ García, M. (2023). *Invertir en Fast Food - El imparable crecimiento de la comida rápida. Mapesa Inversiones y Expansión*. <https://mapesainversiones.com/invertir-en-fast-food-imparable-crecimiento/>

Gráfico 9: Detalle de la evolución de facturación del sector de la comida rápida en España entre 2020 y 2024



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de: <https://mapesainversiones.com/el-imparable-crecimiento-de-la-comida-rapida/>

La gran mayoría de negocios de comida rápida son de hamburguesas y eso se ve representando en las cifras del sector. Según datos del Observatorio Sectorial DBK, las hamburgueserías acaparan más o menos el 60% del sector y se encuentran a la cabeza del mismo. Estos negocios, en este último año, han sufrido un crecimiento del 26%, superando los dos mil ochocientos millones (2.800 millones) de euros de facturación. Las principales razones que explican este crecimiento son, en parte, la constante evolución e innovación de los productos ofrecidos por estos restaurantes y la creación de tendencias gastronómicas que enganchan al consumidor⁵⁵.

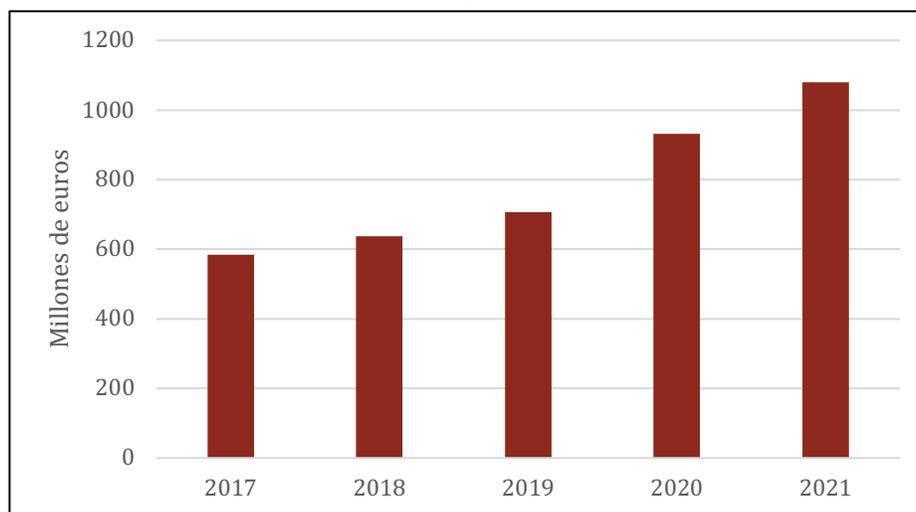
Por otro lado, también ha aumentado mucho el sector *delivery*, una alternativa que ha surgido estos últimos años, impulsado en gran parte gracias a la pandemia, y que casi todos los locales de *burgers* cuentan con ello. Hay sitios que incluso no cuentan con un local abierto al público, sino que tienen una cocina fantasma (*dark kitchen*) que únicamente sirve comida a domicilio. El crecimiento ha sido tan grande que ya representa el 16% de la facturación total del sector

⁵⁵ Aumentan un 25% los restaurantes de hamburguesas. (2023). Infohoreca.com. <https://www.infohoreca.com/noticias/20230822/restaurantes-hamburguesas-crecimiento-espana>

de comida rápida⁵⁶. Los españoles hemos pasado de hacer pedidos muy de vez en cuando a realizar unos catorce pedidos al año, de media. Es decir, ha habido un cambio en los hábitos de consumo de la población.

Los inversores han visto oportunidades de hacer negocio y, durante la última década, se ha introducido mucho capital riesgo en el sector. Según datos de la plataforma de datos sobre *start-ups* Dealroom, las empresas de *delivery* han recibido unos seis mil millones (6.000 millones) de financiación entre 2016 y 2020 y, solo en 2021, esa cifra se aumentó hasta los seis mil doscientos millones (6.200 millones)⁵⁷. En la restauración viene siendo parecido, muchos fondos de inversión han invertido su dinero en negocios de comida rápida. A pesar de la incertidumbre actual y la inestable situación política, los fondos siguen buscando opciones de compra en el sector⁵⁸.

Gráfico 10: Detalle de los ingresos del sector de reparto a domicilio en España entre 2017 y 2021



Fuente: *La Vanguardia*, extraído de <https://www.lavanguardia.com/economia/20211205/7910296/delivery-mantiene-fuerte-aumento-tiron-covid-reparto-domicilio.html>

⁵⁶ García, M. (2023). Invertir en Fast Food - El imparable crecimiento de la comida rápida. *Mapesa Inversiones y Expansión*. <https://mapesainversiones.com/invertir-en-fast-food-imparable-crecimiento/>

⁵⁷ Plaza, A. (2023). *La guerra del "delivery": radiografía de un sector en plena ebullición*. El Periódico de España. <https://www.epe.es/es/activos/20231201/guerra-delivery-radiografia-sector-plena-ebullicion-95296533>

⁵⁸ *El capital riesgo se come al sector de la restauración*. (2023). Crónica Global. https://cronicaglobal.elespanol.com/business/20231018/el-capital-riesgo-se-come-sector-restauracion/802919884_0.html

Por último, y para dar paso al siguiente apartado, es preciso destacar la importancia que están adquiriendo los LBO en España. Así lo podemos ver reflejado en la siguiente afirmación, que relaciona el porcentaje del valor de las compras apalancadas que se realizan con el total del valor de las operaciones de capital privado llevadas a cabo en España, hecha por Aitor Zayas, director de Financial Advisory de Deloitte, a elEconomista Capital Privado: “*El segmento de la financiación apalancada, se sitúa en torno al 40% y seguirá subiendo. Cabe esperar que en 2023 este porcentaje, en relación a las nuevas operaciones de LBOs (compras apalancadas), supere el 50-60%*”⁵⁹.

2.3. DEFINICIÓN, CARACTERÍSTICAS Y PROCESO DE UN LBO

Las operaciones de *leveraged buyout* (LBO), también conocidas como compras apalancadas, se definen como una estructura de inversión, mediante la cual se adquiere el capital social, de manera total o parcial, de una compañía, usando para la compra un alto porcentaje de deuda. La financiación necesaria para la adquisición se consigue de dos fuentes principalmente: por un lado, se utiliza el capital comprometido por los inversores en el fondo de Private Equity; y, el resto, se financia con deuda. Además, en caso de que la compañía *target* disponga de caja, esta también se puede utilizar para financiar la operación.

La principal ventaja de este tipo de financiación es que permite hacer una mínima inversión inicial en comparación con el precio total de la compra. Por eso, se emplea un alto porcentaje de deuda, ya que así es como consiguen reducir al máximo posible la inversión de capital a realizar por el fondo, para que, cuando se venda la participación, se consiga maximizar la rentabilidad de la misma. Cuanto menos dinero se pague al principio, más posibilidades hay de que al vender se consiga aumentar la rentabilidad y conseguir una cantidad mucho más elevada de capital, teniendo en cuenta que antes tiene que hacer frente a la deuda que adquirió en el momento de la compra. Eso sí, normalmente la cantidad que se debe en el momento de la venta es menor porque la deuda se va pagando, en parte, con los flujos de caja que genera

⁵⁹ Casado, R. (2022). *La financiación alternativa duplica operaciones en España y crece hasta el 40%*. elEconomista. <https://www.economista.es/capital-riesgo/noticias/12092858/12/22/La-financiacion-alternativa-duplica-operaciones-en-Espana-y-crece-hasta-el-40.html>

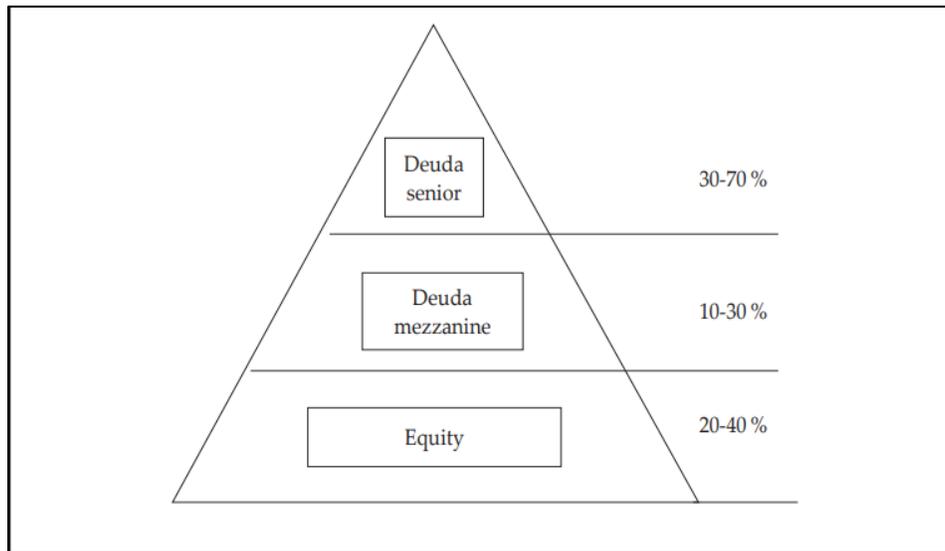
la empresa adquirida durante los años que el Private Equity la controla.

Hay ocasiones donde la financiación por medio de recursos ajenos puede llegar a ser más cara que con *equity* y, por tanto, no se cumpliría el requisito mencionado anteriormente. En momentos de crisis, donde, por ejemplo, los tipos de interés están muy altos, se puede dar la situación de que el coste de la deuda sea muy elevado. Por eso, la posibilidad de maximizar la rentabilidad con un LBO se cumple, siempre y cuando, que el coste de la deuda sea inferior al coste del *equity*. Esto es lo que se suele buscar al hacer una compra apalancada, pero eso no significa que siempre que se realice un LBO se consiga maximizar la rentabilidad, sino únicamente cuando se cumpla este requisito y cuando la operación salga según lo esperado. Otro aspecto que hay que tener en cuenta es la cantidad de deuda con la que se financie la operación.

La estructura financiera de un LBO en España suele estar formada por entre un 20%-40% de fondos propios (*equity*), entre un 30%-70% de deuda bancaria preferente (*senior*) y entre un 10%-30% de deuda subordinada (*mezzanine*)⁶⁰. Ahora bien, para determinar la estructura ideal hay que tener en cuenta una serie de factores, entre los que se encuentran: el tamaño de la operación, el sector donde opera la sociedad *target*, la previsibilidad de los flujos de caja y el grado de estacionalidad de la sociedad *target*, el nivel de flexibilidad operativa y los requisitos de gastos de capital.

⁶⁰ Serrano Acitores, A. (2014). Análisis financiero-económico de los leveraged buyouts, RCyT, núms. 377-378, pp. 159-196.

Gráfico 11: Detalle de la estructura financiera de las operaciones de LBO en España



Fuente: Serrano Acitores, A. (2014). *Análisis financiero-económico de los leveraged buyouts*.

El hecho de representar cada uno de los financiadores en distintos niveles no es casualidad, sino que refleja una de las características de los LBO, que es la jerarquización de la deuda. Esto se refiere a que hay unos financiadores que tienen preferencia sobre otros a la hora de recuperar la cantidad de dinero que han aportado. Para entender cómo funciona esta estructura, a continuación, se va a explicar en qué consiste cada uno de estos tipos de financiación⁶¹.

La deuda *senior* consiste en una financiación de carácter preferente otorgada por un sindicato de entidades financieras por un plazo entre cinco y diez años, que tiene prioridad sobre el resto para cobrar el principal y los intereses. El pago de esta deuda suele estar garantizado por los flujos de caja esperados por la sociedad *target* y por sus activos. Además, es la deuda más barata, con unos márgenes que oscilan entre EURIBOR más 2% y EURIBOR más 4%. Se suele dividir en tramos, entre los que se encuentran: tramo de financiación de adquisición, tramo de refinanciación de la deuda existente de la sociedad *target*, tramo para financiar las necesidades de circulante de la sociedad *target*, tramos puente, tramos *capital expenditure* y

⁶¹ Serrano Acitores, A. (2014). *Análisis financiero-económico de los leveraged buyouts*, RCyT, núms. 377-378, pp. 159-196.

tramo para financiar futuras adquisiciones permitidas por la sociedad *target*⁶².

Por otra parte, hay muchas modalidades de financiación *mezzanine* y ésta suele estar formada por capital de “*entidades de capital riesgo, compañías de seguros, fondos de inversión, fondos de deuda o fondos de pensiones que se agrupan bajo el mando de un banco de inversión con el fin de completar la financiación para realizar la adquisición de la compañía*”. El pago de esta deuda suele estar garantizado mediante hipotecas y prendas de segundo grado sobre los activos de la sociedad *target*. En este caso, el tipo de interés es más elevado y suele estar entre EURIBOR más 5% y EURIBOR más 14% y el plazo oscila entre ocho y diez años. Lo bueno que tiene este tipo de financiación es que no se amortiza el principal hasta el final de la vida del préstamo y que, como el retorno se obtiene también por el crecimiento de la empresa, al proveedor de la deuda *mezzanine* también le interesa el éxito de la compañía⁶³.

El *equity* se refiere a la porción del dinero del Private Equity que, en cada una de las operaciones, emplea, del total del capital aportado por los inversores al fondo, para adquirir esa sociedad en particular. Como se he explicado previamente, la gestora se compromete a alcanzar una rentabilidad sobre el capital aportado y esa cantidad es la que tienen que devolver a los inversores cuando finalice el periodo del fondo⁶⁴.

Otra de las ventajas que tienen los LBOs, además de poder maximizar la rentabilidad de la inversión, es que permite realizar operaciones de mayor tamaño que serían imposibles de hacer si sólo se pudiesen utilizar recursos propios. A su vez, reduce las potenciales pérdidas, en el sentido de que el capital invertido en la empresa *target* es menor. Por último, también tiene ventajas fiscales y hay un mayor control por parte del comprador, ya que puede revisar la operación y la estructura de costes en todo momento. Estas operaciones no están exentas de riesgo y al final el apalancamiento es un arma de doble filo, lo que significa que cuando

⁶² Serrano Acitores, A. (2014). Análisis financiero-económico de los leveraged buyouts, RCyT, núms. 377-378, pp. 159-196.

⁶³ Serrano Acitores, A. (2014). Análisis financiero-económico de los leveraged buyouts, RCyT, núms. 377-378, pp. 159-196.

⁶⁴ Serrano Acitores, A. (2014). Análisis financiero-económico de los leveraged buyouts, RCyT, núms. 377-378, pp. 159-196.

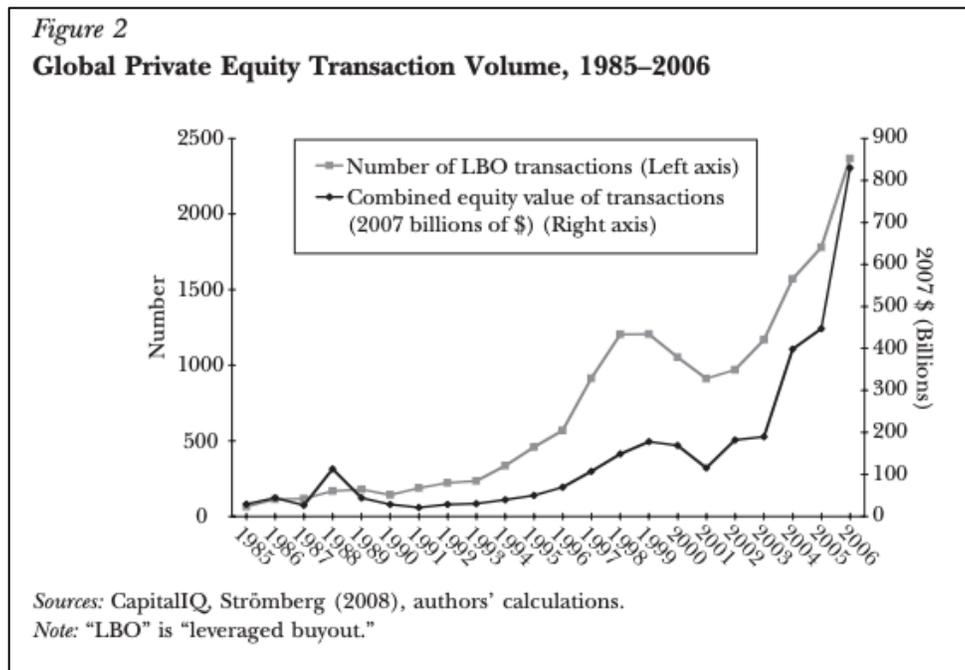
la operación va bien, se aumenta mucho la rentabilidad, pero, en el caso de que la operación no vaya como se espera, se puede destruir muy rápido el valor de la inversión. Además, hay que tener siempre en mente que se tiene que pagar la deuda y si no se generan flujos de caja suficientes o si la compañía no se vende por un valor superior al de compra, la deuda persiste y puede llevar a la empresa a entrar en concurso de acreedores⁶⁵.

A la hora de estudiar qué empresas cumplen los objetivos para ser adquiridas por un Private Equity, a través de un LBO, hay que ver que las cosas han cambiado desde que aparecieron este tipo de operaciones por primera vez en el mercado. Nacieron en la década de los años ochenta con el objetivo de permitir a las empresas hacer grandes adquisiciones sin arriesgar mucho capital. En esta época, se empleaba una gran cantidad de deuda para maximizar al máximo la rentabilidad de la inversión y eso hacía que las empresas objetivo fuesen aquellas que generasen flujos de caja constantes y en sectores estables con un crecimiento más lento, que permitiesen destinar gran parte del dinero a pagar la deuda, impidiendo que se reinvirtiese el capital en el crecimiento de la empresa. En cambio, hoy en día, ese enfoque ha cambiado y se centran más en el crecimiento y en la creación de valor. Los gestores se han convertido en propietarios activos y trabajan estrechamente con los equipos de gestión de las empresas en cartera. Como consecuencia de esto, la estrategia de los *buyouts* ha cambiado y ahora se utiliza un porcentaje de deuda inferior al de hace unos años. Aun así, sigue siendo muy importante la generación de flujos de caja⁶⁶.

⁶⁵ Serrano Acitores, A. (2014). Análisis financiero-económico de los leveraged buyouts, RCyT, núms. 377-378, pp. 159-196.

⁶⁶ (s.f). Goldman Sachs Asset Management. Recuperado el 15 de marzo de 2024, de <https://www.gsam.com/content/dam/gsam/pdfs/common/en/public/articles/2022/Intro-to-Private-Equity.pdf?sa=n&rd=n>

Gráfico 12: Detalle de la evolución de operaciones de LBO en el mundo entre 1985 y 2006



Fuente: *Journal of Economic Perspectives*. Extraído de <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.23.1.121>

En términos generales podemos enunciar una serie de características que deben tener las empresas objetivo de un Private Equity en una operación de LBO. Además de lo ya mencionado, es decir, que sea una empresa que genere flujos de caja y que sea estable, es necesario que haya un buen equipo de gestión, para ganarse la confianza de los inversores y para que los gestores, que trabajan mano a mano con ellos todo el tiempo, puedan implementar su plan de futuro y hacer crecer a la empresa. A su vez, es recomendable que cuente con una gran base de activos que puedan servir de aval o garantía para adquirir la deuda. En ocasiones es interesante también que se encuentre en sectores que estén muy diversificados y que haya muchas empresas pequeñas, porque eso les permite crecer por medio de la compra de todas esas empresas.

Las compras apalancadas fueron creadas por los directivos de las compañías, ya que cuando querían comprar la empresa no tenían liquidez suficiente para acometer la inversión. Por eso, empezaron a financiar estas operaciones con deuda. A partir de ahí han surgido otro tipo de operaciones, además del *management buy out*, que es la tipología descrita previamente, que

se pueden clasificar en función de los adquirentes de la operación. Entre ellas se encuentran:

- **Management Buy Out (MBO):** en estos casos son los directivos de la propia compañía quienes adquieren la sociedad target. Se suele dar en empresas que cuentan con un gran equipo directivo. La ventaja que tienen es que conocen plenamente la sociedad y, además, pueden comprar el negocio a un precio mejor que al que lo comprarían otros inversores. En España, estas son las operaciones más habituales.
- **Management Buy In (MBI):** la adquisición es realizado por un equipo profesional externo, seleccionado por los patrocinadores financieros. Una de las desventajas de esta operación, con respecto a la anterior, es que únicamente conocen la información pública de la sociedad.
- **Buy In Management Buy Out (BIMBO):** realizan la compra tanto los directivos de la sociedad como los profesionales externos de la empresa.
- **Leveraged Employee Buy Out (LEBO):** también puede darse que sean los propios empleados de la compañía quienes compren la empresa *target*. Esto incrementa la lealtad hacia el negocio y mejores resultados porque los empleados trabajan para ellos mismos.
- **Institutional Buy Out (IBO):** es un inversor institucional quien participa mayoritariamente en la compra de la empresa.
- **Owners Buy Out (OBO):** es uno de los socios de la sociedad quien realiza la compra de cada participación del resto de los socios.
- **Secondary Buy Out (SBO):** son aquellas operaciones en las que tanto el comprador como el vendedor son gestores de Private Equity.
- **Leveraged take-over bids:** son los LBO que se hacen en empresas cotizadas para

excluirla de cotización, una vez se adquieren. También se conocen como operaciones P2P (*public to private*).

Por otra parte, también se pueden distinguir dos modalidades de LBO: según el objeto, las adquisiciones apalancadas de activos (*assets LBO*) y las adquisiciones apalancadas de acciones o participaciones (*stocks LBO*); y según la estructura financiera, las adquisiciones apalancadas garantizadas (*secured LBO*), que son aquellas donde los activos de la sociedad *target* son utilizados para asegurar el pago de la financiación, y las adquisiciones apalancadas no garantizadas (*unsecured LBO*), que es cuando los activos no respaldan ningún tipo de garantía de la operación⁶⁷.

⁶⁷ Muñoz Tavella, J. (2023). *Qué es el LBO o Leverage Buy Out*. Agicap.com. Recuperado 16 de marzo de 2024, de <https://agicap.com/es/articulo/lbo-leverage-buy-out-definicion-metodos/>

3. ANÁLISIS ECONÓMICO Y FINANCIERO DE LA EMPRESA OBJETO DE ESTUDIO

3.1. INTRODUCCIÓN

La cadena de hamburgueserías Hundred Burgers es el resultado de la casual coincidencia y la pasión compartida de sus fundadores, Alex G. Urbón y Ezequiel Maldjian, por las emblemáticas hamburguesas americanas. Lo que comenzó como una aventura impulsiva para probar y compartir las quince mejores hamburguesas de Estados Unidos en 2017, se transformó rápidamente en una travesía global para descubrir las joyas ocultas de la comida rápida y compartir sus experiencias en Instagram. Estos viajes culinarios no solo enriquecieron su paladar, sino que también sembraron la semilla de un emprendimiento que más tarde rendiría homenaje a las numerosas variantes de hamburguesas que tanto disfrutaron⁶⁸.

En el Puerto de Sagunto, en el establecimiento de la madre de Alex, Singular & Co., comenzaron a experimentar con sus propias creaciones, lo que llevó a la concepción de la hamburguesa "Singular", galardonada en 2018 como la mejor hamburguesa de España. Este reconocimiento les brindó un valioso impulso y la confirmación de que tenían un lugar en el competitivo mercado de la restauración.

En 2019, con la inspiración obtenida de sus visitas a establecimientos notables y la confianza adquirida por su galardón, Alex y Ezequiel dieron vida a Hundred Burgers. Este emprendimiento fue el reflejo de una colección curada de influencias culinarias (desde un pan inspirado en una panadería parisina hasta una carne madurada al estilo de una reconocida hamburguesería de Brooklyn)⁶⁹.

⁶⁸ Cobos, J. (2023). *Álex González, cofundador de Hundred Burgers: «El crecimiento nos lo marca nuestra capacidad para garantizar la calidad»*, Restauracionnews.com. Recuperado 16 de marzo de 2024, de <https://restauracionnews.com/2023/05/hundred-burgers-alex-gonzalez/>

⁶⁹ Del Castillo, A. (2022). *Las burgers que ganaron el premio a la mejor de España en Valencia llegan a Madrid*. Madrid Secreto. <https://madridsecreto.co/hundred-burger-madrid/>

A pesar de su experiencia previa en el mundo de las startups, la llegada de la pandemia presentó desafíos imprevistos poco después de abrir su primer local en Valencia. No obstante, lejos de rendirse ante el temor y la incertidumbre, implementaron un servicio de entrega a domicilio que no solo salvó el negocio durante el confinamiento, sino que además duplicó sus ventas, proporcionando un impulso decisivo para la expansión futura. En agosto de 2023, su crecimiento les permitió abrir dos locales adicionales en Madrid, consolidándose aún más en el sector.

Los fundadores de Hundred Burgers tienen la ambición de continuar creciendo, planeando futuras aperturas en Barcelona y más allá, pero siempre con la cautela de no sacrificar la calidad por el crecimiento. El objetivo perenne de la marca es crear una oferta culinaria digna de figurar entre las mejores del mundo, siempre buscando mejorar y aportar al mundo gastronómico. La base de su filosofía y sus planes a futuro reside en una profunda pasión por las hamburguesas, que define tanto el presente como el destino de Hundred Burgers.

3.2. MODELO DE NEGOCIO

El fenómeno de Hundred Burgers es muy extraño porque el sector de las *burgers* tiene ya suficiente oferta como para satisfacer a toda la demanda de hamburguesas. Es un mercado muy competitivo y, por eso, este caso es todavía más interesante. Han conseguido convertirse en un negocio distinto al resto de hamburgueserías que nos encontramos normalmente por España y, eso, llama la atención de la sociedad.

A partir de aquí, es preciso analizar y estudiar el modelo de negocio y el entorno competitivo de la empresa, para conseguir encontrar una explicación al éxito de la misma. Para ello, se va a realizar un modelo Canvas (*Business Model Canvas*) y un análisis de las cinco fuerzas de Porter.

3.2.1. Modelo Canvas

Con el objetivo de explicar el modelo de negocio de Hundred Burgers, se van a analizar, a

continuación, los nueve componentes del modelo Canvas desde la perspectiva de la empresa objeto de estudio. Este estudio ayuda a responder a cuatro preguntas claves que siempre hay que hacerse cuando se analiza un negocio: ¿Cómo? (socios, actividades y recursos clave) ¿Qué? (propuesta de valor) ¿A quién? (relación con clientes, canales y segmento de mercado) y ¿Con qué? (fuentes de ingresos y estructura de costes).

1) Propuesta de valor

El valor añadido que ofrece el producto de Hundred Burgers se distingue en su proceso artesanal y cuidadoso de elaboración, como afirmó Alex en una entrevista: "*Todo lo hacemos nosotros: maduramos las carnes, picamos, elaboramos el pan, boleamos, amasamos, y hacemos todo a diario sin aditivos ni congelación*"⁷⁰. Este enfoque se traduce en la utilización de ingredientes de alta calidad y en un producto final excepcional.

La autenticidad y frescura del producto son el resultado del trabajo diario de un equipo comprometido que elabora la masa de los panes, pica la carne, prepara encurtidos, salsas y postres desde la mañana⁷¹. Este nivel de cuidado y atención ha sido reconocido y valorado por el jurado de The World's Best Burgers, destacando la armonía del conjunto, la potencia de sabor de la carne de vaca rubia gallega y la textura del pan demibrioche. Las numerosas distinciones, como el premio a la mejor hamburguesa de España en 2021 ("Paul Finch") y el reconocimiento como la tercera mejor hamburguesa del mundo en 2023 ("Singular"), subrayan la excelencia de Hundred Burgers en el ámbito internacional⁷².

Es crucial resaltar que la propiedad y dirección del negocio por parte de los dos socios fundadores, Alex y Ezequiel, son fundamentales para el éxito y la singularidad de Hundred Burgers. Su compromiso y experiencia son invaluable, y su ausencia haría que el negocio

⁷⁰ Del Castillo, A. (2022). *Las burgers que ganaron el premio a la mejor de España en Valencia llegan a Madrid*. Madrid Secreto. <https://madridsecreto.co/hundred-burger-madrid/>

⁷¹ Cobos, J. (2023). *Álex González, cofundador de Hundred Burgers: «El crecimiento nos lo marca nuestra capacidad para garantizar la calidad»*, Restauracionnews.com. Recuperado 16 de marzo de 2024, de <https://restauracionnews.com/2023/05/hundred-burgers-alex-gonzalez/>

⁷² *La hamburguesería valenciana que se ha colado entre las tres mejores del mundo*. (2023). Emprendedores. <https://emprendedores.es/casos-de-exito/hamburgueseria-hundred/>

fuera fácilmente reemplazable por cualquier otra opción en el mercado. La conexión personal y la dedicación de los socios son elementos esenciales que aportan un valor único e insustituible al negocio. En otras palabras, han conseguido crear una comunidad alrededor de Hundred Burgers que les hace únicos y necesarios para el éxito del negocio.

2) Segmento de mercado

En el sector actual de comida rápida y *delivery*, el público objetivo abarca todas las edades. Aunque los jóvenes son consumidores destacados, cada vez más familias optan por pedir hamburguesas durante el fin de semana, y las personas que viven solas recurren más al *delivery* en lugar de cocinar en casa. Las tendencias en el consumo de alimentos han cambiado, especialmente gracias al auge del *delivery*.

Hundred Burgers dirige su oferta principalmente a tres grupos: jóvenes en búsqueda de la mejor hamburguesa, familias que disfrutan de la experiencia en locales decorados al estilo americano, y aquellos que prefieren el servicio de *delivery*. A pesar de las diferentes experiencias, la esencia común es la búsqueda del disfrute de una de las mejores hamburguesas del sector ofrecidas por Hundred Burgers.

3) Canales

El canal de distribución de Hundred Burgers abarca cinco fases, desde la presentación del producto hasta el servicio postventa. La empresa cuida meticulosamente su mensaje y marca, utilizando Instagram como plataforma principal para compartir contenido diario de sus productos. Alex destaca la importancia de Instagram en la interacción con los clientes⁷³. La colaboración con *influencers*, especialmente el documental de "Joe Burgerchallenge", contribuyó significativamente a la popularidad nacional de Hundred Burgers⁷⁴.

⁷³ Cobos, J. (2023). *Álex González, cofundador de Hundred Burgers: «El crecimiento nos lo marca nuestra capacidad para garantizar la calidad»*, Restauracionnews.com. Recuperado 16 de marzo de 2024, de <https://restauracionnews.com/2023/05/hundred-burgers-alex-gonzalez/>

⁷⁴ Cobos, J. (2023). *Álex González, cofundador de Hundred Burgers: «El crecimiento nos lo marca nuestra capacidad para garantizar la calidad»*, Restauracionnews.com. Recuperado 16 de marzo de 2024, de <https://restauracionnews.com/2023/05/hundred-burgers-alex-gonzalez/>

Además, la empresa ofrece dos formas de consumo: en el local y a domicilio. En los locales físicos, los clientes disfrutaban de una experiencia agradable, con una atención excepcional y una decoración cuidada. La opción de entrega a domicilio se presenta con un *packaging* atractivo, considerando la importancia de la presentación en redes sociales. Las plataformas principales de servicio a domicilio son Glovo y Uber Eats. Este enfoque integral del canal de distribución refleja el compromiso de Hundred Burgers con la calidad y la accesibilidad para sus clientes.

4) Relación con clientes

La relación que Hundred Burgers mantiene con sus clientes es crucial para influir en su experiencia. La empresa se destaca en la captación y fidelización al centrarse en mantener la calidad constante de sus productos. La garantía de disfrutar de una hamburguesa de calidad en cualquier momento es un factor clave para atraer y retener clientes⁷⁵.

Además, implementan la estrategia de la "hamburguesa del mes", ofreciendo una creación exclusiva con ingredientes distintos que solo está disponible durante ese mes. Esta táctica estimula la visita regular de los clientes, y para fortalecer la conexión, permiten a sus seguidores de Instagram elegir el nombre de la hamburguesa. Un ejemplo es la "Paul Finch", elaborada con una carne única y cecina de wagyu premium⁷⁶.

El manejo efectivo de las redes sociales también desempeña un papel crucial en la estrategia de Hundred Burgers. A pesar de confiar en el poder del "boca a boca" de sus clientes, la empresa utiliza activamente plataformas como Instagram para mantener una conexión constante con su audiencia⁷⁷.

⁷⁵ Ospina, A. (2022). *Modelo Canvas: ¿qué es y cómo utilizarlo en tu negocio?* Blog de Inbound Marketing y Ventas | RD Station. <https://www.rdstation.com/blog/es/modelo-canvas-que-es/>

⁷⁶ García, A. (2022). *Hundred, la pequeña (gran) historia detrás de una de las mejores hamburguesas de España.* El mundo. <https://www.elmundo.es/metropoli/gastronomia/2022/08/30/630c91d421efa02e2f8b45cc.html>

⁷⁷ Cobos, J. (2023). *Álex González, cofundador de Hundred Burgers: «El crecimiento nos lo marca nuestra capacidad para garantizar la calidad»*, Restauracionnews.com. Recuperado 16 de marzo de 2024, de <https://restauracionnews.com/2023/05/hundred-burgers-alex-gonzalez/>

5) Actividades clave

El énfasis diferencial de Hundred Burgers radica en su propio obrador, donde diariamente preparan la carne y el pan que venden, garantizando así la calidad excepcional de sus hamburguesas. Los fundadores dedicaron meses para perfeccionar el producto, y ahora la prioridad es mantener ese estándar de calidad diariamente.

Aunque podrían haber optado por expandir el negocio a múltiples ciudades, han optado por no hacerlo para asegurar la consistencia en la calidad de productos, atención al cliente y experiencia general. Su compromiso principal es garantizar que cada elección de sus productos brinde a los clientes una experiencia excepcional⁷⁸.

6) Fuentes de ingresos

La venta de hamburguesas constituye la principal fuente de ingresos para Hundred Burgers, ya sea a través de pedidos en línea o consumiciones en el local. Además de las hamburguesas, las ventas se complementan con acompañamientos como patatas y bebidas, y ocasionalmente, con entrantes o postres. En resumen, estas diversas opciones contribuyen a la generación de ingresos para el negocio.

7) Recursos clave

Este módulo se enfoca en identificar los activos cruciales para garantizar la eficiencia de Hundred Burgers. La gestión adecuada de estos activos es vital para el logro de objetivos y la ejecución eficiente de las actividades esenciales⁷⁹.

⁷⁸ Cobos, J. (2023). *Álex González, cofundador de Hundred Burgers: «El crecimiento nos lo marca nuestra capacidad para garantizar la calidad»*, Restauracionnews.com. Recuperado 16 de marzo de 2024, de <https://restauracionnews.com/2023/05/hundred-burgers-alex-gonzalez/>

⁷⁹ Ospina, A. (2022). *Modelo Canvas: ¿qué es y cómo utilizarlo en tu negocio?* Blog de Inbound Marketing y Ventas | RD Station. <https://www.rdstation.com/blog/es/modelo-canvas-que-es/>

Los dos tipos principales de recursos son los materiales, que incluyen el obrador, locales y todo lo necesario para la elaboración de las hamburguesas; y los humanos, desde los fundadores hasta los empleados que atienden a los clientes y ofrecen un producto excepcional. Estos recursos son fundamentales para el crecimiento continuo de Hundred Burgers y su consolidación como uno de los mejores negocios de hamburguesas en el país.

8) Estructura de costes

Este módulo abarca todos los costes esenciales para iniciar y operar el modelo de negocio de Hundred Burgers. Se dividen en dos categorías: costes fijos, que incluyen la retribución salarial del personal, alquiler de locales y servicios como luz, gas y electricidad; y costes variables, que comprenden gastos relacionados con la producción, proveedores y comisiones de plataformas de pedidos a domicilio, entre otros.

9) Alianzas clave

Este módulo aborda los proveedores y socios que contribuyen al funcionamiento del modelo de negocio de Hundred Burgers. Las alianzas son fundamentales para optimizar la empresa, lograr economías de escala y mitigar riesgos⁸⁰.

Los proveedores de Hundred Burgers, seleccionados entre los mejores del mercado, son esenciales para asegurar la calidad del producto. Aunque la empresa elabora la carne y el pan en sus obradores, algunos productos e ingredientes provienen de proveedores nacionales. La colaboración constante con estos proveedores no solo garantiza calidad sino también posibles economías de escala.

La esencia del negocio radica en la pasión y ambición de los fundadores, Alex y Ezequiel, quienes aseguran que seguirán mejorando y ofreciendo la mejor hamburguesa del mundo. Su experiencia previa en una *start-up* les proporciona el conocimiento necesario para enfrentar

⁸⁰ Ospina, A. (2022). *Modelo Canvas: ¿qué es y cómo utilizarlo en tu negocio?* Blog de Inbound Marketing y Ventas | RD Station. <https://www.rdstation.com/blog/es/modelo-canvas-que-es/>

los desafíos y tomar decisiones fundamentadas.

La ausencia de otros accionistas, más allá de los dos creadores, es crucial para la toma de decisiones y facilita cualquier operación con Private Equity. La posibilidad de que los fundadores sigan involucrados, incluso en caso de adquisición por parte de Private Equity, destaca la importancia de su conocimiento y compromiso con el negocio. Sin ellos, Hundred Burgers no sería lo que es actualmente.

Gráfico 13: Resumen Modelo de negocio Canvas de Hundred Burgers

Modelo de Negocio Canvas				
Socios claves <ul style="list-style-type: none"> - Proveedores de ingredientes de alta calidad. - Plataformas de entrega a domicilio (Glovo, Uber Eats). - Influencers y colaboradores de redes sociales, como "Joe Burgerchallenge". 	Actividades claves <ul style="list-style-type: none"> - Elaboración artesanal diaria de ingredientes. - Mantenimiento de la alta calidad de los productos. - Marketing y promoción en redes sociales. - Gestión de las relaciones con los clientes. 	Propuesta de valor <ul style="list-style-type: none"> - Hamburguesas de calidad superior elaboradas artesanalmente. - Ingredientes frescos y de alta calidad sin aditivos ni congelación. - Reconocimiento nacional e internacional, premiada como una de las mejores hamburguesas. 	Relación con el cliente <ul style="list-style-type: none"> - Fomento de la fidelidad con la "hamburguesa del mes". - Participación de los clientes en redes sociales, como la votación para nombres de hamburguesas. - Enfoque en la calidad y el disfrute del cliente. 	Segmento de clientes <ul style="list-style-type: none"> - Jóvenes en búsqueda de las mejores hamburguesas. - Familias que disfrutan de una experiencia de comida estadounidense. - Consumidores que optan por el <i>delivery</i>.
Estructura de coste <ul style="list-style-type: none"> - Costes fijos: salarios, alquiler de locales, servicios básicos. - Costes variables: ingredientes, <i>packaging</i>, comisiones de plataformas de <i>delivery</i>. 		Fuentes de Ingreso <ul style="list-style-type: none"> - Venta de hamburguesas, tanto en locales como por <i>delivery</i>. - Venta de acompañamientos, bebidas, entrantes y postres. 		

Fuente: elaboración propia, a partir de una plantilla extraída de <https://asesorias.com/empresas/modelos-plantillas/canvas/>

3.2.2. Análisis Porter

A continuación, es preciso estudiar las características de la industria de las hamburguesas y del *delivery*, que es donde opera Hundred Burgers, por medio de un análisis de las cinco fuerzas de Porter. Como se ha visto anteriormente, es una industria que lleva creciendo mucho estos últimos años y que promete seguir aumentando la facturación total en España y la cantidad de dinero invertida por los inversores en negocios de este tipo.

1) Rivalidad entre competidores: ALTO

La medición de la intensidad y ritmo del mercado se realiza a través de la rivalidad entre competidores. En el sector de comida rápida y *delivery*, la presencia de numerosos negocios y opciones para los consumidores, especialmente en ciudades como Madrid, crea una competencia significativa. Ejemplos de competidores directos de Hundred Burgers en Madrid incluyen Five Guys, New York Burger, Fitzgerald y Goiko.

En este entorno dinámico y competitivo, la empresa se esfuerza constantemente por innovar, diferenciar sus productos y construir relaciones sólidas con los clientes. Esta estrategia busca obtener una ventaja competitiva en un mercado saturado, enfocándose en una creativa estrategia de marketing y la adaptación ágil a las tendencias del mercado como elementos clave para sobrevivir y destacar.

2) Poder de negociación con los clientes: BAJO

El mercado de hamburguesas presenta desafíos significativos, ya que los clientes buscan no solo calidad en la comida, sino también experiencias culinarias únicas. Aunque atraer a los clientes puede ser más difícil en este entorno, la captación y fidelización son elementos cruciales. La lealtad del cliente y la creación de experiencias excepcionales son estrategias clave para contrarrestar el poder de negociación de los clientes y mantener atraktividad en el mercado.

La diferenciación, tanto a través del producto como de la experiencia brindada al cliente, es fundamental. En este sentido, Hundred Burgers ha logrado destacar, aprovechando el respaldo de las redes sociales y la influencia de los creadores de contenido, quienes orientan a la población hacia nuevas experiencias culinarias. La capacidad de ofrecer servicios tanto en el local como a domicilio beneficia a Hundred Burgers al mantener estándares elevados de servicio al cliente y adaptarse ágilmente a las cambiantes preferencias de los consumidores.

3) Poder de negociación con los proveedores: BAJO

En la industria de la comida rápida, el poder de negociación con los proveedores es esencial para la viabilidad y rentabilidad de un negocio. En el caso de Hundred Burgers, la calidad y disponibilidad de ingredientes clave, como la carne y el pan, influyen directamente en la singularidad de sus hamburguesas. La gestión estratégica de relaciones con proveedores y la diversificación de fuentes son fundamentales para mantener el control sobre costes y asegurar la calidad del producto.

Hundred Burgers ha alcanzado su posición actual al garantizar la calidad en la materia prima utilizada diariamente. Inicialmente, la limitada demanda afectaba su poder de negociación con proveedores. No obstante, con el crecimiento constante de la empresa, la necesidad de más ingredientes para sus hamburguesas posiciona a Hundred Burgers para negociar costes más favorables. A medida que la empresa se consolide, se anticipa una mejora en la capacidad para obtener precios más competitivos y acceder a productos de mayor calidad.

4) Barreras de entrada de nuevos competidores: BAJO

En el dinámico sector de comida rápida, las barreras de entrada desempeñan un papel crucial al evaluar la accesibilidad al mercado y la estabilidad potencial para negocios como Hundred Burgers. El desafío principal radica en el inicio, donde establecerse en un mercado saturado implica ganarse la preferencia del consumidor y alcanzar la atención de proveedores de calidad a precios ventajosos.

Los considerables costes iniciales, la fidelidad del cliente hacia marcas consolidadas y las economías de escala constituyen obstáculos para nuevos competidores. Además, las empresas ya establecidas pueden consolidar su posición, dificultando aún más el ingreso de otras compañías. En el caso de Hundred Burgers, mantener su posición implica la construcción de una sólida presencia de marca y la constante calidad de sus productos. Con el difícil paso inicial superado, su enfoque reside en mantenerse y continuar su trayectoria de

crecimiento.

5) Amenaza de productos sustitutos: ALTO

En un sector donde la creación de hamburguesas es accesible para muchos, la competencia es intensa, y productos como la pizza o los tacos se consideran sustitutos. Mantener la singularidad y calidad del producto es crucial para empresas como Hundred Burgers.

La dinámica cambiante de las preferencias del consumidor requiere una constante actualización para evitar la percepción de obsolescencia. La amenaza de productos sustitutos plantea desafíos y oportunidades estratégicas. Hundred Burgers ha destacado al ofrecer una calidad de producto incomparable, lo que les ha permitido atraer clientes. Sin embargo, a medida que buscan aumentar su cuota de mercado, podrían enfrentar desafíos al competir por la fidelidad de los clientes y expandirse en un mercado ya saturado. La estrategia futura se centrará en consolidar la lealtad de los clientes y captar nuevos, gestionando hábilmente la competencia en el sector de la comida rápida.

3.3. RESULTADOS FINANCIEROS

El análisis de una empresa también incluye el estudio de los resultados financieros históricos de la misma, para ver cómo ha ido evolucionando la compañía y, en particular, el negocio en sí. Además, si se comparan los datos con otras métricas, se puede llegar a predecir cómo se espera que se comporte la empresa, el sector o la industria durante los siguientes años. Para el presente trabajo, se van a utilizar las cuentas anuales de los tres últimos ejercicios disponibles de Hundred Burgers, que son 2020, 2021 y 2022.

Gráfico 14: Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Burger Pursuit, S.L. (2020-2022)

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2020	2021	2022
Ingresos de explotación	1.473.863,39	4.503.621,28	8.487.786,60
Coste de ventas	-645.474,36	-1.481.409,80	-2.888.140,46
Margen bruto	828.389,03	3.022.211,48	5.599.646,14
% Ventas	56%	67%	66%
OPEX	-560.568,76	-1.836.763,10	-4.052.047,94
Resultado bruto de Explotación / EBITDA	267.820,27	1.185.448,38	1.547.598,20
% Ventas	18%	26%	18%
Amortización y Depreciación	-28.685,05	-91.520,42	-198.907,34
Resultado neto de Explotación / EBIT	239.135,22	1.093.927,96	1.348.690,86
% Ventas	16%	24%	16%
Resultado financiero	-64,60	-573,05	-1.359,16
Resultados antes de Impuestos/EBT	239.070,62	1.093.354,91	1.347.331,70
Impuestos sobre sociedades	-36.574,38	-165.636,08	-392.377,10
Resultado del Ejercicio	202.496,24	927.718,83	954.954,60

Fuente: elaboración propia

En primer lugar, destaca el gran incremento de ingresos que acompaña a Hundred Burgers desde su creación, llegando a alcanzar unas ventas cercanas a los ocho millones y medio de euros (8.500.000 €) en el último año y con un crecimiento compuesto (CAGR), desde 2020, de un 140%. Los ingresos por *delivery* han llegado a representar hasta un cuarenta y cinco por ciento (45%) de las ventas. A partir de aquí, el margen bruto de la compañía es superior al sesenta y cinco por ciento (> 65%), lo que nos demuestra el gran negocio que tiene Hundred Burgers y la capacidad que tiene el mismo de generar ingresos. La media de los tres años se sitúa en el sesenta y tres por ciento (63%). El margen EBITDA también es bastante bueno, situándose en torno al veinte por ciento (20%).

El negocio de Hundred Burgers es muy rentable, como se puede ver en sus resultados, dado que los costes de materias primas, necesarias para elaborar las hamburguesas, no son muy altos. Esto les permite sacar una gran rentabilidad del producto, lo que se ve traducido en el gran margen bruto que tienen. Por otro lado, aunque sigue siendo muy bueno, el margen EBITDA disminuye por la gran cantidad de dinero que pagan por los alquileres de locales y el sueldo del personal.

Además, desde su creación, y hasta 2022, no ha tenido una gran inversión en inmovilizado, al contrario, ha sido bastante controlada y eso ha hecho que la amortización represente únicamente un poco más del uno por ciento (1%) del EBITDA. Por eso, el margen EBIT de Hundred Burgers es muy similar a su margen EBITDA, situándose en torno al veinte por ciento (20%), de media entre los tres años, confirmando así los grandes resultados operativos

de la compañía desde que la crearon sus socios.

La deuda también ha sido prácticamente inexistente, desde los inicios de Hundred Burgers, ya que únicamente han necesitado, en 2021, doscientos cincuenta mil euros (250.000 €). El principal de la deuda lo repagan el 13% anual y pagan unos intereses anuales que no llegan a representar ni un uno por ciento (1%) de las ventas de la sociedad.

Todo esto, unido al privilegio fiscal del que han disfrutado durante los dos primeros ejercicios con resultados positivos, que les han hecho pagar sólo un quince por ciento (15%) de impuestos, es lo que les ha permitido obtener grandes beneficios durante los tres años. El margen neto medio es del quince por ciento (15%), siendo esta una cifra excepcional que habla increíblemente bien del gran trabajo que están haciendo los socios de Hundred Burgers.

Por último, como se puede ver en el balance proyectado a continuación, gracias a estos buenos resultados, Hundred Burgers ha sido capaz de generar caja durante los tres ejercicios, llegando a disponer en el último ejercicio de casi un millón y medio de euros (1.500.000 €).

Gráfico 15: Balance de situación de Burger Pursuit, S.L. (2020-2022)

BALANCE DE SITUACIÓN	2020	2021	2022
Activo no corriente	213.936,63	918.032,92	1.526.103,90
Inmovilizado inmaterial	12.259,17	38.404,39	400.997,21
Inmovilizado material	192.571,55	863.202,78	1.072.280,34
Otros activos fijos	9.105,91	16.425,75	52.826,35
Activo corriente	369.282,00	905.933,17	1.614.419,25
Existencias	22.000,00	322.596,73	140.902,38
Deudores	77.512,67	129.389,54	53.604,14
Tesorería	269.769,33	453.946,90	1.419.912,73
TOTAL ACTIVO	583.218,63	1.823.966,09	3.140.523,15
Fondos propios	431.478,49	1.359.197,32	1.828.627,42
Capital suscrito	187.310,00	187.310,00	187.310,00
Prima de emisión	53.690,00	53.690,00	53.690,00
Resultados acumulados de ejercicio	-12.017,75	190.478,49	632.672,82
Resultados del ejercicio	202.496,24	927.718,83	954.954,60
Pasivo fijo	0,00	250.000,00	218.750,00
Acreedores a L. P.	0,00	250.000,00	218.750,00
Pasivo líquido	151.740,14	214.768,77	1.093.145,73
Acreedores comerciales	66.479,44	37.987,65	231.932,77
Otros pasivos líquidos	85.260,70	176.781,12	861.212,96
TOTAL PASIVO Y CAPITAL PROPIO	583.218,63	1.823.966,09	3.140.523,15

Fuente: elaboración propia

4. OPERACIÓN DE LBO

4.1. HIPÓTESIS Y DATOS DE LA OPERACIÓN

A continuación, se va a estudiar la posibilidad de que un Private Equity decidiese adquirir el 100% del capital social de Hundred Burgers por medio de una compra apalancada (LBO). Dada la importancia de los socios en este negocio, estos, a pesar de vender todas sus acciones de la compañía, mantendrían sus puestos de dirección, ya que serían imprescindibles para el éxito de la operación. A partir de aquí, para plantear la posible operación ha sido necesario realizar un modelo financiero, con una serie de hipótesis que se pueden dividir en dos grupos: por un lado, aquellas relacionadas con la evolución de la empresa y sus resultados financieros en los siete años que dura la operación: y, por otro lado, las hipótesis propias de la compra por medio de un LBO.

La operación se ha planteado teniendo en cuenta que el Private Equity entró en el capital de Hundred Burgers el 1 de enero de 2024, lo cual ha hecho que haya sido necesario proyectar los resultados de 2023 primero. Este año es especial porque ya se ha dado y, a pesar de no disponer de las cuentas oficiales, se puede llegar a predecir qué ha sucedido exactamente, dado que es conocido que Hundred Burgers ha aterrizado en la capital y que su éxito sigue en aumento. Al intentar replicar al máximo la realidad que ha podido vivir la empresa en 2023, se han utilizado unas estimaciones mucho más favorables que las de los años siguientes. A partir de 2024, y hasta 2030, se espera que la situación se normalice y que la empresa, a pesar de seguir creciendo, lo haga a un ritmo mucho más controlado.

En concreto, los datos a destacar de las proyecciones de 2023 respecto de la cuenta de resultados son que se espera que las ventas sigan creciendo en un 70%, con respecto a 2022; que la inversión en CAPEX, como porcentaje de ventas, sea del 7% (que es la misma cantidad que el último año); y que el porcentaje de deuda financiera, sobre EBITDA, sea del 21%, por la expansión a Madrid. Unos datos que para los años siguientes serán menores, siendo el crecimiento de ventas a partir de 2024 de un 15%, y reduciéndose en un 1% cada año, que la inversión en CAPEX, después de expandirse a Madrid y con la idea de hacer algo similar en

el futuro en Barcelona, pero de forma más controlada y con más tiempo, sea del 4% sobre ventas, y que la deuda sobre EBITDA se estabilice sobre el 18%.

Además, se espera que el margen bruto se estabilice, durante los años proyectados, en torno al 63% el margen bruto, mientras al margen EBITDA, aunque parte del 20%, crecerá en un 1% cada año. Los intereses financieros, que tiene que pagar cada año, serán del 13% respecto del EBITDA.

En cuanto al balance, hay que destacar tres cosas: la deuda, el activo circulante y la generación de caja de la sociedad. En primer lugar, el porcentaje de deuda bajará con respecto a 2023, dado que la cantidad era mayor por la inversión que ha acometido el negocio, para situarse en torno a 0,17x veces EBITDA durante los siguientes años. En cuanto al activo circulante, los periodos medios de cobro e inventario, que parten del valor medio de los tres años, y son 11 y 13 días respectivamente, se espera que aumenten en un día cada año, mientras que el periodo medio de pago, que se sitúa de media sobre los 10 días, se espera que lo haga en medio día cada ejercicio, todo ello con el objetivo de acercarse a la media del mercado, obtenida gracias al estudio de los competidores⁸¹. Por último, se espera que Hundred Burgers genere una gran cantidad de caja, como viene haciendo hasta ahora, dada la gran rentabilidad que obtienen del negocio puro, y la reducida financiación e inversión que piensa realizar en los años siguientes.

Por último, otros datos generales de la operación son que el año tiene 365 días, sin tener en cuenta los años bisiestos, y que el porcentaje de impuestos que paga la compañía se mantiene constante en un 25% todos los años.

A partir de aquí, el segundo paquete de hipótesis se centra en la operación de LBO. La información financiera utilizada para obtener el valor de la compañía y el valor de las acciones son los resultados proyectados a 31 de diciembre de 2023, a partir de las hipótesis previamente mencionadas. Con la deuda, se da una situación similar, ya que se ha planteado

⁸¹ Los competidores utilizados para realizar el análisis han sido: Burger King, Goiko Grill, Juancho's BBQ y Vicio.

que la operación se financia con una deuda senior, que representa el 55% del Enterprise value (“EV”) de Hundred Burgers en 2023. Una deuda que tiene una duración de 7 años, con repagos anuales del 10%, y la parte restante se paga al final del plazo de la misma, y un coste de EURIBOR⁸² más 3,50%, situando el coste total de la deuda en un 6,50% anual.

Gráfico 16: Detalle de las hipótesis utilizadas para la operación de LBO

Assumptions			
Plazo de la operación		Información de financiación	
Año de entrada	2024	Características	
Año de salida	2030	Capacidad de deuda (x EBITDA)	3,8x
Información financiera 2023 (.000€)		% Deuda senior	55%
Ingresos	14.429.237	Años de la deuda	7
EBITDA	1.807.326	Repagos de deuda anuales	5%
Caja	1.343.420	Porcentaje de deuda bullet	65%
EV	12.456.863	Coste de la deuda	
Hipótesis de valoración		Intereses (EURIBOR + 2,5%)	6,50%
Multiplo de entrada (EV/EBITDA)	7x	EURIBOR	3,00%
Multiplo de salida (EV/EBITDA)	7x	Interés marginal	3,50%
Capacidad de deuda (x EBITDA)	3,8x	Información extra	
% Deuda senior bruta (sobre EV)	55%	Fees totales	5,00%
		Impuestos	25%

Fuente: elaboración propia

4.2. DESEMPEÑO DE LA EMPRESA TRAS LA ENTRADA DEL PRIVATE EQUITY

El EV de Hundred Burgers, a partir de los resultados proyectados de 2023 y de un múltiplo EV/EBITDA de 7 veces, obtenido a partir de una valoración de la compañía a 31 de diciembre de 2023, sería de casi doce millones y medio de euros (12.456.863 €), a lo que habría que quitarle la deuda financiera neta para obtener el Equity value (“Equity value”). Este valor representa el coste de las acciones, que es lo que compraría el Private Equity, y que se mantiene sobre esos casi doce millones de euros y medio (12.408.642 €).

Gráfico 17: Detalle de la valoración de entrada y salida de Hundred Burgers

Entry and exit assumptions			
Valoración actual		Hipótesis de salida	
	€M		€M
EBITDA 2023	1.807.326	EBITDA 2030	5.407.064
EV/EBITDA	7x	EV/EBITDA	7x
Enterprise Value	12.456.863	Enterprise Value	37.267.792
(-) Deuda	(1.391.641)	(-) Deuda	(4.784.501)
(+) Caja	1.343.420	(+) Caja	5.394.940
(-) Deuda neta	(48.221)	(+) Caja neta	610.440
Equity Value	12.408.642	Equity Value	37.878.231

⁸² Atendiendo a la posible evolución del EURIBOR, pero sin ser demasiado optimista, se ha tomado de referencia un EURIBOR del 3%.

Fuente: elaboración propia

Para obtener el coste total de la operación, habría que sumarle al Equity value, la deuda existente de la sociedad, previa a la operación, y los fees totales. La forma de pagar esta cantidad total sería por medio de la caja que tenía hasta entonces Hundred Burgers (9% del total), de la deuda que adquiere para realizar el LBO (que representaría un 44% neto del total) y del *equity* que aportaría el Private Equity (49% del total).

Gráfico 18: Detalle de la obtención y utilización de fondos para la operación

Sources and uses				
Sources of funds			Uses of funds	
	€M	%		€M
Equity	7.468.978	48%	Equity value	12.408.642
Deuda	6.851.275	44%	Deuda existente	1.391.641
Caja	1.343.420	9%	Fees Totales	1.863.390
Total	15.663.672,80	100%	Total	15.663.672,80

Fuente: elaboración propia

Cuando el Private Equity controle la compañía, la intención que estos tendrían sería desarrollar una política de expansión controlada, que se basaría en seguir fortaleciendo el negocio en la Comunidad Valenciana y Madrid, y dando posteriormente el salto a Cataluña, para aumentar el valor de la compañía. Todo ello con el objetivo de obtener una gran rentabilidad al finalizar el periodo de la operación. Como se ha explicado anteriormente en las hipótesis, se espera que el negocio siga creciendo de manera constante y de forma controlada, manteniendo unos muy buenos márgenes y buscando generar beneficios y caja año tras año.

Con todos estos datos e hipótesis, la proyección de la cuenta de pérdidas y ganancias y la generación de flujos de caja se daría de la siguiente manera:

Gráfico 19: Detalle de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias y del Estado de Flujos de Caja durante la operación

Estados Financieros							
Income Statement	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Revenue	16.737.915,18	19.081.223,30	21.752.594,56	24.797.957,80	28.269.671,89	32.227.425,96	36.739.265,59
EBITDA	2.148.910,72	2.509.508,42	2.928.954,82	3.416.659,86	3.983.514,79	4.642.122,57	5.407.063,64
Depreciation & Amortization	(135.039,44)	(153.944,96)	(175.497,26)	(200.066,87)	(228.076,24)	(260.006,91)	(296.407,88)
EBIT	2.013.871,28	2.355.563,46	2.753.457,57	3.216.592,99	3.755.438,56	4.382.115,66	5.110.655,76
Financial Expenses	(650.973,98)	(663.214,92)	(682.200,75)	(708.776,29)	(743.930,91)	(788.820,40)	(844.792,33)
EBT	1.362.897,29	1.692.348,53	2.071.256,81	2.507.816,69	3.011.507,65	3.593.295,26	4.265.863,44
Corporate Tax	(452.057,54)	(528.853,69)	(618.292,43)	(722.408,49)	(843.558,51)	(984.471,34)	(1.148.306,00)
Net Income	910.839,76	1.163.494,84	1.452.964,38	1.785.408,21	2.167.949,14	2.608.823,93	3.117.557,43
Cashflow Statement	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBITDA	2.148.910,72	2.509.508,42	2.928.954,82	3.416.659,86	3.983.514,79	4.642.122,57	5.407.063,64
Amortización	(135.039,44)	(153.944,96)	(175.497,26)	(200.066,87)	(228.076,24)	(260.006,91)	(296.407,88)
EBIT	2.013.871,28	2.355.563,46	2.753.457,57	3.216.592,99	3.755.438,56	4.382.115,66	5.110.655,76
Intereses	(650.973,98)	(663.214,92)	(682.200,75)	(708.776,29)	(743.930,91)	(788.820,40)	(844.792,33)
EBT	1.362.897,29	1.692.348,53	2.071.256,81	2.507.816,69	3.011.507,65	3.593.295,26	4.265.863,44
Impuestos	(452.057,54)	(528.853,69)	(618.292,43)	(722.408,49)	(843.558,51)	(984.471,34)	(1.148.306,00)
Net Income	910.839,76	1.163.494,84	1.452.964,38	1.785.408,21	2.167.949,14	2.608.823,93	3.117.557,43
Amortización	135.039,44	153.944,96	175.497,26	200.066,87	228.076,24	260.006,91	296.407,88
Cambio WC	(71.669,31)	(45.394,62)	(51.749,86)	(58.994,84)	(67.254,12)	(76.669,70)	(87.403,45)
CAPEX	(627.671,82)	(715.545,87)	(815.722,30)	(929.923,42)	(1.060.112,70)	(1.208.528,47)	(1.377.722,46)
CF operativo	346.538,07	556.499,32	760.989,48	996.556,82	1.268.658,56	1.583.632,67	1.948.839,40
Caja del ejercicio anterior	0,00	3.974,33	235.038,10	686.863,81	1.389.715,04	2.379.353,29	3.697.916,67
CF pre-deuda	346.538,07	560.473,65	996.027,58	1.683.420,63	2.658.373,60	3.962.985,96	5.646.756,07
Mandatory repayment	(342.563,74)	(325.435,55)	(309.163,77)	(293.705,59)	(279.020,31)	(265.069,29)	(251.815,83)
CF post deuda	3.974,33	235.038,10	686.863,81	1.389.715,04	2.379.353,29	3.697.916,67	5.394.940,24
Dividendos	0	0	0	0	0	0	0
CF post dividendos	3.974,33	235.038,10	686.863,81	1.389.715,04	2.379.353,29	3.697.916,67	5.394.940,24

Fuente: elaboración propia

Por otra parte, en cuanto a la financiación, el cuadro resumen de la misma, con los repagos de deuda obligatorios de un 5% anual sobre la deuda viva pendiente, y la cantidad *bullet*, que se pagará al final del periodo, que representa un 65% de la deuda total, quedaría de la siguiente manera:

Gráfico 20: Detalle del pago y la evolución de la financiación de la operación

Debt Schedule							
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
CF pre-deuda							
Deuda Inicial	6.851.274,77	6.508.711,03	6.183.275,48	5.874.111,71	5.580.406,12	5.301.385,81	5.036.316,52
Repago de deuda	(342.563,74)	(325.435,55)	(309.163,77)	(293.705,59)	(279.020,31)	(265.069,29)	(251.815,83)
Deuda Final	6.851.275	6.508.711,03	6.183.275,48	5.874.111,71	5.580.406,12	5.301.385,81	5.036.316,52
Tipo de interes total	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Intereses	(445.332,86)	(423.066,22)	(401.912,91)	(381.817,26)	(362.726,40)	(344.590,08)	(327.360,57)

Fuente: elaboración propia

4.3. SALIDA DEL PRIVATE EQUITY DEL CAPITAL DE LA EMPRESA: RENTABILIDAD PARA LOS INVERSORES

Por último, al finalizar los siete años, el Private Equity vendería su participación en Hundred Burgers, y repagaría la deuda pendiente, quedándole una cantidad de casi treinta y ocho millones de euros (37.878.231 €) para repartir entre sus inversores, según la cantidad aportada por cada uno y la rentabilidad prometida por el fondo. Lo restante se distribuiría

entre el Private Equity y los gestores del fondo.

Gráfico 21 (17): Detalle de la valoración de entrada y salida de Hundred Burgers

Entry and exit assumptions					
Valoración actual		€M	Hipótesis de salida		€M
EBITDA 2023		1.807.326	EBITDA 2030		5.407.064
EV/EBITDA		7x	EV/EBITDA		7x
Enterprise Value		12.456.863	Enterprise Value		37.267.792
(-) Deuda		(1.391.641)	(-) Deuda		(4.784.501)
(+) Caja		1.343.420	(+) Caja		5.394.940
(-) Deuda neta		(48.221)	(+) Caja neta		610.440
Equity Value		12.408.642	Equity Value		37.878.231

Fuente: elaboración propia

Para obtener el EV de la compañía en 2030, se ha utilizado el mismo múltiplo que al entrar y se ha multiplicado por el EBITDA de ese año, que da como resultado un poco más de treinta y siete millones y medio de euros (37.267.792 €). Al repagar la deuda pendiente y sumarle la caja que tendría en ese momento, el valor de las acciones de Hundred Burgers sería mayor, llegando casi a los treinta y ocho millones de euros (37.878.231 €) mencionados en el párrafo anterior.

Gráfico 22: Detalle de la rentabilidad obtenida por el Private Equity tras la operación

PE Returns Calculations										
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030			
Equity	(7.468.978,03)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	37.878.231,25		
Total										
TIR	31%									
Cash on Cash	5,07x									

Fuente: elaboración propia

Teniendo en cuenta que no se plantearía la posibilidad de pagar dividendos en ningún ejercicio, la rentabilidad se mediría en función del *equity* aportado al principio y el obtenido al final de la operación. Haciendo este cálculo, la Tasa Interna de Retorno (TIR) de la operación sería de un treinta y un por ciento (31%), multiplicándose la cantidad de dinero aportada al principio (*Cash on Cash*) en más de cinco (5) veces.

En términos generales, la operación planteada sería un éxito para el Private Equity, ya que, en un periodo de siete años, Hundred Burgers incrementaría su valor en más de un 100% y, eso, otorgaría al fondo una gran rentabilidad y unos muy buenos resultados. Todo esto sería gracias a la gran capacidad de generación de caja que tiene el negocio, ya que estas es una de

las primeras cosas en las que se fija un Private Equity a la hora de acometer una inversión. El dinero que genera la compañía es utilizado para repagar la deuda adquirida y para invertir en el negocio y conseguir que ésta incremente su valor, mientras los inversores consiguen aumentar su retorno.

5. CONCLUSIONES

La operación de adquisición de Hundred Burgers por parte de un fondo de Private Equity esboza un escenario prometedor, donde el éxito no solo es posible, sino que se proyecta como una consecuencia lógica del acertado enfoque estratégico y financiero adoptado. El marco operativo de los *leveraged buyouts* (LBO) aplicado en este contexto revela un método que no solo preserva, sino que potencia la identidad y los valores de la empresa. El meticuloso diseño de la operación sugiere que el PE está en posición de duplicar el valor de Hundred Burgers, asegurando un retorno significativo sobre la inversión inicial, al tiempo que respeta la integridad cultural y operativa que la distingue en el mercado.

Este potencial éxito se inscribe en el amplio y floreciente sector del Private Equity en España, que ha experimentado un auge significativo. Los Private Equity se han revelado como impulsores vitales de la innovación y el crecimiento económico, aprovechando las ventajas del apalancamiento financiero y la gestión experta para transformar empresas con promesa en líderes de sus sectores. La tendencia ascendente en el número y la magnitud de las operaciones de LBO refleja una confianza renovada en este enfoque de inversión, que combina la prudencia financiera con la ambición estratégica.

Asimismo, el tejido empresarial de España, dominado por las PYMES, presenta un campo fértil para la inversión de Private Equity, subrayando la capacidad única de estas entidades para identificar y nutrir el potencial de crecimiento. Las PYMES, al ser omnipresentes en la economía española y desempeñar un papel crucial en la generación de empleo y en el Producto Interior Bruto (PIB), ofrecen oportunidades de inversión robustas que los fondos de Private Equity están cada vez más dispuestos a explorar. Este enfoque no solo amplía el horizonte de las PYMES para el desarrollo y la expansión, sino que también contribuye a la diversificación y fortaleza de la economía nacional.

Dentro de este panorama, Madrid se destaca como un centro de actividad para los Private Equity, aunque su mención en el análisis es puntual, refleja la vitalidad y la relevancia de la capital como microcosmo del dinamismo del país. La proyección de Hundred Burgers hacia

la expansión en Madrid es una muestra de cómo las estrategias de Private Equity y la vibrante economía de las PYMES convergen para generar crecimiento y consolidación en los centros urbanos de alta actividad económica.

En conclusión, la inversión del Private Equity en Hundred Burgers y en empresas similares encarna la sinergia entre visión financiera y compromiso con la excelencia operativa. El crecimiento sostenido del sector del Private Equity y su alineación con las PYMES en España es indicativo de un futuro en el que el capital riesgo se perfila no solo como una fuente de financiación vital sino como un catalizador del progreso económico. El potencial de las operaciones de LBO para catalizar el éxito de empresas consolidadas y emergentes, particularmente en un país de PYMES como España, pone de manifiesto la importancia de estrategias de inversión bien fundamentadas y ejecutadas con pericia.

Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial Generativa en Trabajos Fin de Grado

ADVERTENCIA: Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

Por la presente, yo, Alberto Pertejo Crespo, estudiante del doble grado en Derecho y Administración y Dirección de Empresas (E-3) de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "**OPERACIONES DE M&A: LOS LBO COMO MÉTODO DE ESTUDIO Y VALORACIÓN ALTERNATIVO**", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

1. **Brainstorming de ideas de investigación:** Utilizado para idear y esbozar posibles áreas de investigación.
2. **Constructor de plantillas:** Para diseñar formatos específicos para secciones del trabajo.
3. **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
4. **Revisor:** Para recibir sugerencias sobre cómo mejorar y perfeccionar el trabajo con diferentes niveles de exigencia.
5. **Traductor:** Para traducir textos de un lenguaje a otro.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 20 de marzo de 2024

Firma: **Alberto Pertejo Crespo**

6. BIBLIOGRAFÍA

LIBROS, ARTÍCULOS E INFORMES

Alcalá Olid, F. (1995). *El capital riesgo en España: análisis del procedimiento de actuación*. España: Cívitas.

Alfárez, A. (2023). *Informe de actividad: Venture Capital & Private Equity activity en España*, SpainCap.

Alves, P., Delgado, J., Garrido, J., Lavín, N., & Pérez Montes, C. (2023). Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero. Segundo semestre de 2022. *Boletín económico*, 2023/T1. <https://doi.org/10.53479/29513>

ASCRI (2004). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España.

ASCRI (2005). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España.

ASCRI (2006). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España.

ASCRI (2007). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España.

ASCRI (2008). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España.

ASCRI (2009). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España.

ASCRI (2010). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España.

ASCRI (2011). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España.

ASCRI (2012). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España.

ASCRI (2013). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España.

ASCRI (2014). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España.

ASCRI (2015). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España.

ASCRI (2016). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España.

ASCRI (2017). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España.

ASCRI (2018). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España.

ASCRI (2019). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España.

ASCRI (2020). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España.

ASCRI (2021). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España.

ASCRI (2022). Informe Capital Riesgo & Private Equity en España.

Banco Central Europeo. (2015). *Evolución reciente del acceso de las pymes españolas a la financiación*, Frankfurt.

Banco de España (2007). *El capital riesgo en España: Evolución reciente y comparación internacional*, Boletín Económico.

Banco de España (2023). *Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero. Segundo semestre de 2022*, Boletín Económico.

- Balboa, M. y Martí, J. (2001). Determinants of Private Equity Fundraising in Western Europe. *European Financial Management Association (EFMA)*. Vol. 5, núm. 2364, pp. 1-25.
- Beraza Garmendia, J. M. (1992). *El Capital Riesgo: una fuente de financiación para las PYMEs*. pp. 65-99.
- Boletín Oficial del Estado (2014). *Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado*.
- Capital & Corporate (2024). *Informe anual de Private Equity & Venture Capital en España 2023*.
- Cendrowski, H., Petro, L. W., Martín, J. P. & Wadecki, A. A. (2012). *Private Equity: History, Governance and Operations*. Wiley Finance.
- Confederación Española de Organizaciones Empresariales (CEOE) (2017). *Evolución de la financiación empresarial desde la crisis. El proceso de desapalancamiento y los cambios en la composición de los pasivos*, Departamento de Asuntos Económicos y Europeos.
- Dávila, L. y Fernández, C. (2013). *Private Equity y Venture Capital*, en *Revello de Toro, J.M. Manual de Corporate Finance y Banca de Inversión*. Delta Publicaciones Universitarias.
- EVCA (actualmente Invest Europe) (2007), *Reporting Guidelines*. *European Private Equity and Venture Capital Association*.
- Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros (2012). *El sector del capital riesgo y su influencia clave en la recuperación de la economía española*. España: Thomson.

- García Ferrer, F. (2007). Fases de desarrollo de un proyecto de private equity, *Estrategia Financiera*, nº 244, pp. 59-63.
- Gobierno de España, Ministro de Industria, Comercio y Turismo. (2022). *Retrato de la PYME*, Gob.es. Recuperado 16 de marzo de 2024, de <https://industria.gob.es/es-es/estadisticas/RetratoPYME/Retrato-PYME-DIRCE-1-enero-2022.pdf>
- Haro, José (1993). Consideraciones en torno al Capital-Riesgo en EE.UU., Francia y España, *Boletín del Instituto de Estudios Almerienses Ciencias*. Núm. 11-12, pág. 161-180.
- Kaplan, S. N. (1989). The effects of management buyouts on operations and value, *Journal of Financial Economics*, nº 24, pp. 217-54.
- Kaplan, S. N., & Sensoy, B. A. (2015). Private equity performance: A survey. *Annual Review of Financial Economics*, nº 7, pp. 597-614.
- Kaplan, S.N., & Stromberg (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity, *Journal of Economic perspectives*, nº23, p.121-146.
- Magazine Capital & Corporate* (Diciembre, 2023). Nº66, pp. 50-56. Recuperado el 15 de marzo de 2024, de <https://online.flippingbook.com/view/804565642/>
- Manzano, M. C. (2007). La evolución de las operaciones de leveraged buy out y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera, *Revista de Estabilidad Financiera*, nº 13, pp. 35-52, Banco de España.
- Martí Pellón, J. (1999). *Pasado, presente y futuro del capital-riesgo en España*. Perspectivas del Sistema Financiero, nº 67, pp. 21-36.
- Martín, C. (1999). Adquisiciones apalancadas, *Estrategia financiera*, nº149, pp. 29-36.

- Martín Mendoza, J. L. (1988). *El Capital-Riesgo: un sistema innovador de financiación*. España: Ediciones Fausí.
- Martínez-Echevarría y García de Dueñas, A. (2012). *El Capital-Riesgo: su Operativa*. España: Aranzadi.
- Mascareñas, J. (2011). *Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas*, Editorial del *Economista*, Madrid.
- Mergermarket (2024). *Global Private Equity Outlook*.
- Peña, I. y Mañueco, P. (2018). Evolución del capital riesgo en la economía española, Cuadernos de información económica, nº 264, pp. 37-43.
- Serrano Acitores, A. (2013). Leveraged buyouts: El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo. *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 40.
- Serrano Acitores, A. (2014). Análisis financiero-económico de los leveraged buyouts, RCyT, núms. 377-378, pp. 159-196.
- Wood, G., & Wright, M. (2009). Private equity: A review and synthesis. *International Journal of Management Reviews*, nº 11(4), pp. 361-380.
- Wright Robbie, M. K. (1998). Venture capital and private equity: A review and synthesis. *Journal of Business Finance & Accounting*, nº 25(5-6), pp. 521-570.
- (s.f). Goldman Sachs Asset Management. Recuperado el 15 de marzo de 2024, de <https://www.gsam.com/content/dam/gsam/pdfs/common/en/public/articles/2022/Intro-to-Private-Equity.pdf?sa=n&rd=n>

SITIOS WEB

Abad Sagrado, A. (2022). *El efecto de la inversión de private equity en España*, Universidad Pontificia Comillas. Recuperado de <https://repositorio.comillas.edu/rest/bitstreams/507752/retrieve>

Aumentan un 25% los restaurantes de hamburguesas. (2023). Infohoreca.com. <https://www.infohoreca.com/noticias/20230822/restaurantes-hamburguesas-crecimiento-espana>

Cambios en las condiciones de acceso a la financiación bancaria. (2023). Funcas; Funcas - Fundación de las Cajas de Ahorros. <https://www.funcas.es/articulos/cambios-en-las-condiciones-de-acceso-a-la-financiacion-bancaria/>

Campanillas Picón, P. R. (2021). *Capital riesgo y LBO: regulación, funcionamiento e implicaciones concursales*, Universidad Pontificia Comillas. Recuperado de <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/bitstream/handle/11531/47995/TFG-Campanillas%20Picon%2c%20Pablo.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Casado, R. (2022). *La financiación alternativa duplica operaciones en España y crece hasta el 40%.* elEconomista. <https://www.eleconomista.es/capital-riesgo/noticias/12092858/12/22/La-financiacion-alternativa-duplica-operaciones-en-Espana-y-crece-hasta-el-40.html>

Cobos, J. (2023). *Álex González, cofundador de Hundred Burgers: «El crecimiento nos lo marca nuestra capacidad para garantizar la calidad»*, Restauracionnews.com. Recuperado 16 de marzo de 2024, de <https://restauracionnews.com/2023/05/hundred-burgers-alex-gonzalez/>

Communications. (2015). *Euribor: qué es, cómo se calcula y cuándo se publica.* BBVA. <https://www.bbva.com/es/salud-financiera/que-es-el-euribor/>.

De la Esperanza Riesco, C. (2018). *El funcionamiento del mercado de private equity español: un estudio empírico*, Universidad Pontificia de Comillas. Recuperado de <https://repositorio.comillas.edu/rest/bitstreams/145863/retrieve>

Del Castillo, A. (2022). *Las burgers que ganaron el premio a la mejor de España en Valencia llegan a Madrid*. Madrid Secreto. <https://madridsecreto.co/hundred-burger-madrid/>

Del Río Fontanillo, A. (2015). *La importancia del private equity como mecanismo dinamizador de financiación*, Universidad Pontificia Comillas. Recuperado 16 de marzo de 2024, de <https://repositorio.comillas.edu/jspui/bitstream/11531/6314/1/TFM000171.pdf>

Efeagro, P. P. (2023). *Las hamburgueserías lideran el crecimiento de comida rápida con el 60% de las ventas*. EFEAgro. <https://efeagro.com/crecimiento-comida-rapida-hamburgueserias/>

El capital riesgo se come al sector de la restauración. (2023). Crónica Global. https://cronicaglobal.elespanol.com/business/20231018/el-capital-riesgo-se-come-sector-restauracion/802919884_0.html

Euribor a 12 meses. (s/f). euribor-rates.eu. Recuperado el 15 de marzo de 2024, de <https://www.euribor-rates.eu/es/tipos-euribor-actualmente/4/euribor-valor-12-meses/>

García, A. (2022). *Hundred, la pequeña (gran) historia detrás de una de las mejores hamburguesas de España*. El mundo. <https://www.elmundo.es/metropoli/gastronomia/2022/08/30/630c91d421efa02e2f8b45cc.html>

García, M. (2023). Invertir en Fast Food - El imparable crecimiento de la comida rápida. *Mapesa Inversiones y Expansión*. <https://mapesainversiones.com/invertir-en-fast-food-imparable-crecimiento/>

Gracia, M. (2023). *Las pymes encuentran más dificultad para acceder a la financiación bancaria*. El Independiente. <https://www.elindependiente.com/economia/2023/01/07/las-pymes-encuentran-mas-dificultad-para-acceder-a-la-financiacion-bancaria/>

Hervás, L. V. (2022). *¿Cómo son las pymes en España?* Ediciones EL PAÍS S.L. https://cincodias.elpais.com/cincodias/2022/06/24/pyme/1656070303_778210.html

Hundred. (s. f.). Hundredburgers.com. Recuperado 17 de marzo de 2024, de <https://hundredburgers.com/story/>

Jordá, A. E. A. (2018). *Leveraged buyouts y operaciones public to private*. Universidad Pontificia Comillas. Recuperado el 15 de marzo de 2024, de <https://repositorio.comillas.edu/rest/bitstreams/146389/retrieve>

KPMG Tendencias (2021). *El Private Equity, un mercado en pleno auge*. KPMG Tendencias. <https://www.tendencias.kpmg.es/2021/12/private-equity-mercado-pleno-auge/>

Las hamburgueserías valencianas que se quieren comer el mundo, (2023), elEconomista. Recuperado 17 de marzo de 2024, de <https://revistas.economista.es/valencia/2023/mayo/las-hamburgueserias-valencianas-que-se-quieren-comer-el-mundo-KN14195582>

La hamburguesería valenciana que se ha colado entre las tres mejores del mundo. (2023). Emprendedores. <https://emprendedores.es/casos-de-exito/hamburgueseria-hundred/>

Merladet Servera, M. (2017). Análisis del capital riesgo en España, Universidad Pontificia Comillas. Recuperado de <https://repositorio.comillas.edu/jspui/bitstream/11531/25465/1/TFM000913.pdf>

Munguira, R.C. (2015). *Evolución de las operaciones de capital riesgo en España*. Universidad Pontificia Comillas. Recuperado el 15 de marzo de 2024, de <https://repositorio.comillas.edu/jspui/bitstream/11531/4252/1/TFG001185.pdf>

Muñoz Tavella, J. (2023). *Qué es el LBO o Leverage Buy Out*. Agicap.com. Recuperado 16 de marzo de 2024, de <https://agicap.com/es/articulo/lbo-leverage-buy-out-definicion-metodos/>

Ospina, A. (2022). *Modelo Canvas: ¿qué es y cómo utilizarlo en tu negocio?* Blog de Inbound Marketing y Ventas | RD Station. <https://www.rdstation.com/blog/es/modelo-canvas-que-es/>

Palancas de creación de valor en el Private Equity - FundsPeople España. (2023). FundsPeople España. <https://fundspeople.com/es/insights/palancas-de-creacion-de-valor-en-el-private-equity/>

Plaza, A. (2023). *La guerra del “delivery”: radiografía de un sector en plena ebullición*. El Periódico de España. <https://www.epe.es/es/activos/20231201/guerra-delivery-radiografia-sector-plena-ebullicion-95296533>

Private Equity vs Venture Capital - 5 diferencias. (s. f.). Baker Tilly M&A Global Deal Advisory. Recuperado 16 de marzo de 2024, de <https://bakertillygda.com/diccionario/private-equity-vs-venture-capital/>

¿Qué es el “Private Equity” y qué ventajas ofrece? (2020). Abante. Recuperado el 15 de marzo de 2024, de <https://www.abanteasesores.com/blog/que-es-el-private-equity-y-que-ventajas-ofrece/>

¿Qué es el Private Equity? (2021). Afiescueladefinanzas.es. Recuperado el 15 de marzo de 2024, de <https://www.afiescueladefinanzas.es/que-es-el-private-equity>

Recarte Iguaz (2015). *Los leveraged buyouts como método de adquisición por las firmas de capital riesgo: El caso RJR Nabisco*, Universidad Pontificia Comillas. Recuperado de <https://repositorio.comillas.edu/jspui/bitstream/11531/6884/1/TFG000693.pdf>

Sardina Pereira, C. (2023). *Private Equity en España*, Universidad de Cantabria. Recuperado el 15 de marzo de 2024, de <https://repositorio.unican.es/xmlui/bitstream/handle/10902/28487/>

Sarría, I. (2013). *El top 10 de las gestoras de 'private equity'*. El Confidencial. https://www.elconfidencial.com/mercados/secretos-del-private-equity/2013-05-07/el-top-10-de-las-gestoras-de-private-equity_523/

Tipos del BCE - Banco Central Europeo 2023. (s/f). Datosmacro.com. Recuperado el 15 de marzo de 2024, de <https://datosmacro.expansion.com/tipo-interes/zona-euro>

UEStudio. (2023). *Radiografía de las pymes españolas: preocupaciones, retos y oportunidades en 2023*. Compartiendo Conocimiento. <https://compartiendoconocimiento.elmundo.es/radiografia-de-las-pymes-espanolas-preocupaciones-retos-y-oportunidades-en-2023>

Viñas Piris, A. (2016). *Estudio de las operaciones LBO*, Universidad Pontificia Comillas. Recuperado de <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/bitstream/handle/11531/15483/TFM000552.pdf?sequence=1>

ANEXOS

Anexo 1: Detalle del Balance de Situación, Cuenta de Pérdidas y Ganancias y Estado de Flujos de Caja de Hundred Burgers (2020-2022)

BURGER PURSUIT, S.L. (HUNDRED BURGERS)			
BALANCE DE SITUACIÓN	2020	2021	2022
Activo no corriente	213.936,63	918.032,92	1.526.103,90
Inmovilizado inmaterial	12.259,17	38.404,39	400.997,21
Inmovilizado material	192.571,55	863.202,78	1.072.280,34
Otros activos fijos	9.105,91	16.425,75	52.826,35
Activo corriente	369.282,00	905.933,17	1.614.419,25
Existencias	22.000,00	322.596,73	140.902,38
Deudores	77.512,67	129.389,54	53.604,14
Tesorería	269.769,33	453.946,90	1.419.912,73
TOTAL ACTIVO	583.218,63	1.823.966,09	3.140.523,15
Fondos propios	431.478,49	1.359.197,32	1.828.627,42
Capital suscrito	187.310,00	187.310,00	187.310,00
Prima de emisión	53.690,00	53.690,00	53.690,00
Resultados acumulados de ejercicio	-12.017,75	190.478,49	632.672,82
Resultados del ejercicio	202.496,24	927.718,83	954.954,60
Pasivo fijo	0,00	250.000,00	218.750,00
Acreeedores a L. P.	0,00	250.000,00	218.750,00
Pasivo líquido	151.740,14	214.768,77	1.093.145,73
Acreeedores comerciales	66.479,44	37.987,65	231.932,77
Otros pasivos líquidos	85.260,70	176.781,12	861.212,96
TOTAL PASIVO Y CAPITAL PROPIO	583.218,63	1.823.966,09	3.140.523,15
<i>Check</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2020	2021	2022
Ingresos de explotación	1.473.863,39	4.503.621,28	8.487.786,60
Coste de ventas	-645.474,36	-1.481.409,80	-2.888.140,46
Margen bruto	828.389,03	3.022.211,48	5.599.646,14
<i>% Ventas</i>	<i>56%</i>	<i>67%</i>	<i>66%</i>
OPEX	-560.568,76	-1.836.763,10	-4.052.047,94
Resultado bruto de Explotación / EBITDA	267.820,27	1.185.448,38	1.547.598,20
<i>% Ventas</i>	<i>18%</i>	<i>26%</i>	<i>18%</i>
Amortización y Depreciación	-28.685,05	-91.520,42	-198.907,34
Resultado neto de Explotación / EBIT	239.135,22	1.093.927,96	1.348.690,86
<i>% Ventas</i>	<i>16%</i>	<i>24%</i>	<i>16%</i>
Resultado financiero	-64,60	-573,05	-1.359,16
Resultados antes de Impuestos/EBT	239.070,62	1.093.354,91	1.347.331,70
Impuestos sobre sociedades	-36.574,38	-165.636,08	-392.377,10
Resultado del Ejercicio	202.496,24	927.718,83	954.954,60
<i>Check</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
ESTADO DE FLUJOS DE CAJA	2020	2021	2022
Resultado del ejercicio	202.496,24	927.718,83	954.954,60
Amortización & Depreciación	28.685,05	91.520,42	198.907,34
Variación WK	17.948,93	-380.965,39	451.424,87
<i>Existencias</i>	<i>-22.000,00</i>	<i>-300.596,73</i>	<i>181.694,35</i>
<i>Deudores</i>	<i>-26.530,51</i>	<i>-51.876,87</i>	<i>75.785,40</i>
<i>Acreeedores comerciales</i>	<i>66.479,44</i>	<i>-28.491,79</i>	<i>193.945,12</i>
Flujo de caja operativo	249.130,22	638.273,86	1.605.286,81
Inmovilizado	-152.308,41	-704.096,29	-608.070,98
Flujo de caja de inversión	-152.308,41	-704.096,29	-608.070,98
Acreeedores a L.P.	0,00	250.000,00	-31.250,00
Capital suscrito	24.310,00	0,00	0,00
Dividendos	0,00	0,00	0,00
Flujo de caja de financiación	24.310,00	250.000,00	-31.250,00
Tesorería al inicio del ejercicio	148.637,52	269.769,33	453.946,90
Cash flow	121.131,81	184.177,57	965.965,83
Tesorería al final del ejercicio	269.769,33	453.946,90	1.419.912,73

Anexo 2: Análisis detallado del Balance de Situación de Hundred Burgers (2020-2022)

BALANCE DE SITUACIÓN	2019	2020	2021	2022
Activo no corriente	61.628,22	213.936,63	918.032,92	1.526.103,90
<i>% Crecimiento</i>			329%	66%
Inmovilizado inmaterial	0,00	12.259,17	38.404,39	400.997,21
<i>% sobre Activo no corriente</i>	0%	6%	4%	26%
Inmovilizado material	57.622,31	192.571,55	863.202,78	1.072.280,34
<i>% sobre Activo no corriente</i>	93%	90%	94%	70%
Otros activos fijos	4.005,91	9.105,91	16.425,75	52.826,35
<i>% sobre Activo no corriente</i>	7%	4%	2%	3%
Activo corriente	199.619,68	369.282,00	905.933,17	1.614.419,25
Existencias	0,00	22.000,00	322.596,73	140.902,38
<i>Periodo medio de inventario</i>		5	26	6
<i>% sobre Activo corriente</i>	0%	6%	36%	9%
Deudores	50.982,16	77.512,67	129.389,54	53.604,14
<i>Periodo medio de cobro</i>		19	10	2
<i>% sobre Activo corriente</i>	26%	21%	14%	3%
Tesorería	148.637,52	269.769,33	453.946,90	1.419.912,73
<i>% sobre Activo corriente</i>	74%	73%	50%	88%
TOTAL ACTIVO	261.247,90	583.218,63	1.823.966,09	3.140.523,15
<i>Activo no corriente/Total activo</i>	24%	37%	50%	49%
<i>Activo corriente/Total activo</i>	76%	63%	50%	51%
Fondos propios	150.982,25	431.478,49	1.359.197,32	1.828.627,42
Capital suscrito	163.000,00	187.310,00	187.310,00	187.310,00
Prima de emisión	0,00	53.690,00	53.690,00	53.690,00
Resultados acumulados de ejercicio	0,00	-12.017,75	190.478,49	632.672,82
Resultados del ejercicio	-12.017,75	202.496,24	927.718,83	954.954,60
Pasivo fijo	0,00	0,00	250.000,00	218.750,00
Acreedores a L. P.	0,00	0,00	250.000,00	218.750,00
<i>% de repago sobre el total de deuda</i>				13%
<i>Deuda financiera/EBITDA</i>	0,00x	0,00x	0,21x	0,14x
Pasivo líquido	110.265,65	151.740,14	214.768,77	1.093.145,73
Acreedores comerciales	0,00	66.479,44	37.987,65	231.932,77
<i>Periodo medio de pago</i>		16	3	10
<i>% sobre Pasivo líquido</i>	0%	44%	18%	21%
Otros pasivos líquidos	110.265,65	85.260,70	176.781,12	861.212,96
<i>% sobre Pasivo líquido</i>	100%	56%	82%	79%
<i>Otros pasivos líquidos/EBITDA</i>	6,99x	0,32x	0,15x	0,56x
TOTAL PASIVO Y CAPITAL PROPIO	261.247,90	583.218,63	1.823.966,09	3.140.523,15
<i>Fondos propios/Total pasivo y capital propio</i>	58%	74%	75%	58%
<i>Total pasivo/Total pasivo y capital propio</i>	42%	26%	25%	42%
<i>Pasivo fijo/Total pasivo y capital propio</i>	0%	0%	14%	7%
<i>Pasivo líquido/Total pasivo y capital propio</i>	42%	26%	12%	35%
<i>Pasivo fijo/Total pasivo</i>	0%	0%	54%	17%
<i>Pasivo líquido/Total pasivo</i>	100%	100%	46%	83%

Anexo 3: Análisis detallado de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Hundred Burgers (2020-2022)

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2019	2020	2021	2022
Ingresos de explotación	0,00	1.473.863,39	4.503.621,28	8.487.786,60
<i>% Crecimiento</i>			<i>206%</i>	<i>88%</i>
Coste de ventas	-865,79	-645.474,36	-1.481.409,80	-2.888.140,46
<i>% Crecimiento</i>			<i>130%</i>	<i>95%</i>
Margen bruto	-865,79	828.389,03	3.022.211,48	5.599.646,14
<i>% Ventas</i>	<i>-</i>	<i>56%</i>	<i>67%</i>	<i>66%</i>
OPEX	-14.912,88	-560.568,76	-1.836.763,10	-4.052.047,94
<i>% Crecimiento</i>			<i>228%</i>	<i>121%</i>
Resultado bruto de Explotación / EBITDA	-15.778,67	267.820,27	1.185.448,38	1.547.598,20
<i>% Ventas</i>	<i>-</i>	<i>18%</i>	<i>26%</i>	<i>18%</i>
Amortización y Depreciación	0,00	-28.685,05	-91.520,42	-198.907,34
<i>% sobre Inmovilizado</i>	<i>0%</i>	<i>13%</i>	<i>10%</i>	<i>13%</i>
Resultado neto de Explotación / EBIT	-15.778,67	239.135,22	1.093.927,96	1.348.690,86
<i>% Ventas</i>	<i>-</i>	<i>16%</i>	<i>24%</i>	<i>16%</i>
Resultado financiero	-244,99	-64,60	-573,05	-1.359,16
<i>% Ventas</i>	<i>1,55%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,05%</i>	<i>0,09%</i>
<i>EBITDA/Resultado financiero</i>	<i>0x</i>	<i>4146x</i>	<i>2069x</i>	<i>1139x</i>
<i>Resultado financiero/Deuda</i>			<i>0,13%</i>	<i>0,13%</i>
Resultados antes de Impuestos/EBT	-16.023,66	239.070,62	1.093.354,91	1.347.331,70
<i>% Ventas</i>	<i>-</i>	<i>16%</i>	<i>24%</i>	<i>16%</i>
Impuestos sobre sociedades	4.005,91	-36.574,38	-165.636,08	-392.377,10
<i>% Impuestos</i>	<i>25%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	<i>29%</i>
Resultado del Ejercicio	-12.017,75	202.496,24	927.718,83	954.954,60
<i>% Ventas</i>	<i>-</i>	<i>14%</i>	<i>21%</i>	<i>11%</i>

Anexo 5: Proyección del Estado de Flujos de Caja de Hundred Burgers (2020-2030)

ESTADO DE FLUJOS DE CAJA	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Resultado del ejercicio	202.496,24	927.718,83	954.954,60	1.056.830,92	1.356.172,62	1.586.561,06	1.854.877,29	2.167.225,47	2.530.675,54	2.953.414,01	3.444.918,01
Amortización & Depreciación	28.685,05	91.520,42	198.907,34	217.304,85	135.039,44	153.944,96	175.497,26	200.066,87	228.076,24	260.006,91	296.407,88
Variación WK	17.948,93	-380.965,39	451.424,87	-290.004,19	-71.669,31	-45.394,62	-51.749,86	-58.994,84	-67.254,12	-76.669,70	-87.403,45
Existencias	-22.000,00	-300.596,73	181.694,35	-355.260,79	-102.314,76	-83.786,91	-95.517,08	-108.889,47	-124.133,99	-141.512,75	-161.324,54
Deudores	-26.530,51	-51.876,87	75.785,40	-91.755,28	-54.514,35	-27.982,33	-31.899,85	-36.365,83	-41.457,05	-47.261,04	-53.877,58
Acreedores comerciales	66.479,44	-28.491,79	193.945,12	157.011,88	85.159,79	66.374,62	73.667,07	86.260,46	98.336,92	112.104,09	127.798,67
Flujo de caja operativo	249.130,22	638.273,86	1.605.286,81	984.131,58	1.419.542,75	1.695.111,41	1.978.624,69	2.308.297,50	2.691.497,65	3.136.751,22	3.653.922,43
Inmovilizado	-152.308,41	-704.096,29	-608.070,98	-1.010.046,61	-627.671,82	-715.545,87	-815.722,30	-929.923,42	-1.060.112,70	-1.208.528,47	-1.377.722,46
Flujo de caja de inversión	-152.308,41	-704.096,29	-608.070,98	-1.010.046,61	-627.671,82	-715.545,87	-815.722,30	-929.923,42	-1.060.112,70	-1.208.528,47	-1.377.722,46
Acreedores a L.P.	0,00	250.000,00	-31.250,00	160.788,48	-1.073,69	63.508,24	73.872,63	85.894,30	99.834,13	115.993,58	134.720,93
Capital suscrito	24.310,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendos	0,00	0,00	0,00	-211.366,18	-271.234,52	-317.312,21	-370.975,46	-433.445,09	-506.135,11	-590.682,80	-688.983,60
Flujo de caja de financiación	24.310,00	250.000,00	-31.250,00	-50.577,71	-272.308,22	-253.803,98	-297.102,82	-347.550,79	-406.300,98	-474.689,22	-554.262,67
Tesorería al inicio del ejercicio	148.637,52	269.769,33	453.946,90	1.419.912,73	1.343.420,00	1.862.982,71	2.588.744,27	3.454.543,84	4.485.367,13	5.710.451,10	7.163.984,63
Cash flow	121.131,81	184.177,57	965.965,83	-76.492,73	519.562,71	725.761,56	865.799,57	1.030.823,29	1.225.083,98	1.453.533,53	1.721.937,30
Tesorería al final del ejercicio	269.769,33	453.946,90	1.419.912,73	1.343.420,00	1.862.982,71	2.588.744,27	3.454.543,84	4.485.367,13	5.710.451,10	7.163.984,63	8.885.921,93

Anexo 6: Detalle de la valoración por DCF de Hundred Burgers a 31 de diciembre de 2023

Assumptions							
Hipótesis sobre la tasa de descuento							
WACC	19%						
Hipótesis sobre el valor terminal							
Múltiplo de salida (EV/EBITDA)	6x						
Discounted Cash Flow							
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBITDA	2.148.910,72	2.509.508,42	2.928.954,82	3.416.659,86	3.983.514,79	4.642.122,57	5.407.063,64
D&A	-135.039,44	-153.944,96	-175.497,26	-200.066,87	-228.076,24	-260.006,91	-296.407,88
EBIT	2013871,28	2355563,46	2753457,57	3216592,99	3755438,56	4382115,66	5110655,76
Taxes	-452.057,54	-528.853,69	-618.292,43	-722.408,49	-843.558,51	-984.471,34	-1.148.306,00
CAPEX	-627.671,82	-715.545,87	-815.722,30	-929.923,42	-1.060.112,70	-1.208.528,47	-1.377.722,46
Variación de WC	-71.669,31	-45.394,62	-51.749,86	-58.994,84	-67.254,12	-76.669,70	-87.403,45
Flujo de caja libre	862472,61	1065769,3	1267693	1505266,2	1784513,2	2112446,2	2497223,8
Valor terminal							32442382
Total	862472,61	1065769,3	1267693	1505266,2	1784513,2	2112446,2	34939606
Tasa de descuento	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Total valor descontado	724766,9	752608,77	752269,06	750629,24	747799,15	743881,71	10339256
Valoración	€M						
Enterprise value	14811210,37						
(-) Deuda	952.288,60						
(+) Caja	8.885.921,93						
Equity value	24649420,90						
EV/EBITDA 2024	7x						

Anexo 7: Detalle de los competidores de Hundred Burgers (Burger King, Goiko, Juancho's BBQ y Vicio)

Competidores																			
MÉTRICAS COMPARABLES	BURGER KING			GOIKO			JUANCHOS BBQ			VICIO			HUNDRED BURGERS			MEDIA (sin HB)	HB	MEDIA (con HB)	
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022				
Crecimiento ventas (%)		31%	26%		29%	16%		80%	80%		1502%	412%		0%	206%	88%	272%	98%	225%
Margen bruto (% sobre ventas)	75%	74%	73%	69%	71%	73%	60%	58%	60%	41%	50%	47%	56%	67%	66%	63%	63%	63%	63%
Margen EBITDA (% sobre ventas)	12%	9%	13%	9%	7%	3%	31%	15%	12%	-14%	10%	0%	18%	26%	18%	9%	9%	21%	11%
Amortización (% sobre inmovilizado)	11%	10%	6%	8%	10%	12%	8%	9%	8%	3%	3%	7%	13%	10%	13%	8%	8%	12%	9%
Resultado financiero (x sobre EBITDA)	9x	5x	5x	7x	12x	1x	278x	1038x	-2440x	-989x	71x	2x	4146x	2069x	1139x	-167x	3%	2451x	357x
Margen neto (% sobre ventas)	0%	-2%	2%	3%	1%	-4%	22%	10%	8%	-13%	8%	-1%	14%	21%	11%	3%	3%	15%	5%

MEDIA MÉTRICAS COMPARABLES	BURGER KING	GOIKO	JUANCHOS BBQ	VICIO	HB
Crecimiento ventas (%)	28%	23%	80%	957%	98%
Margen bruto (% sobre ventas)	74%	71%	59%	46%	63%
Margen EBITDA (% sobre ventas)	11%	6%	19%	-1%	21%
Amortización (% sobre inmovilizado)	9%	10%	8%	4%	12%
Resultado financiero (x sobre EBITDA)	6x	7x	-375x	-306x	2451x
Margen neto (% sobre ventas)	0%	0%	13%	-2%	15%

MEDIA MÉTRICAS COMPARABLES	BURGER KING	GOIKO	JUANCHOS BBQ	VICIO	HB	MEDIA SIN HB	MEDIA CON HB
Periodo medio de cobro (días)	9	10	2	56	2	19	16
Periodo medio de pago (días)	26	15	0	19	10	15	14
Periodo medio de inventario (días)	16	19	-	8	6	14	12

Anexo 8: Detalle del Balance de Situación y de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Burger King (2020-2022)

BURGER KING SPAIN, SLU			
BALANCE DE SITUACIÓN	2020	2021	2022
Activo no corriente	484.096,49	552.583,00	909.670,00
Inmovilizado inmaterial	136.083,96	122.509,00	128.959,00
Inmovilizado material	304.765,20	321.274,00	361.099,00
Otros activos fijos	43.247,34	108.800,00	419.612,00
Activo corriente	125.733,41	71.634,00	72.629,00
Existencias	6.325,94	6.953,00	9.603,00
Deudores	15.224,90	20.552,00	21.010,00
Tesorería	104.182,56	44.129,00	42.016,00
TOTAL ACTIVO	609.829,90	624.217,00	982.299,00
Fondos propios	35.519,69	23.060,00	47.085,00
Capital suscrito	4.487,00	4.487,00	4.487,00
Prima de emisión			
Resultados acumulados de ejercicio	30.710,93	30.949,00	27.357,00
Resultados del ejercicio	321,75	-12.376,00	15.241,00
Pasivo fijo	466.122,24	511.401,00	823.759,00
Acreedores a L. P.	458.058,47	503.977,00	808.372,00
Otros pasivos fijos	8.063,77	7.424,00	15.387,00
Pasivo líquido	108.187,97	89.756,00	111.455,00
Deudas financieras	23.355,31	100,00	25,00
Acreedores comerciales	23.050,33	54.167,00	57.499,00
Otros pasivos líquidos	61.782,34	35.489,00	53.931,00
TOTAL PASIVO Y CAPITAL PROPIO	609.829,90	624.217,00	982.299,00
<i>Check</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2020	2021	2022
Ingresos de explotación	494.703,93	646.846,00	814.536,00
Coste de ventas	-121.758,64	-166.369,00	-220.657,00
Margen bruto	372.945,29	480.477,00	593.879,00
% Ventas	75%	74%	73%
OPEX	-311.237,12	-424.204,00	-489.484,00
Resultado bruto de Explotación / EBITDA	61.708,17	56.273,00	104.395,00
% Ventas	12%	9%	13%
Amortización y Depreciación	-53.358,98	-55.449,00	-58.087,00
Resultado neto de Explotación / EBIT	8.349,20	824,00	46.308,00
% Ventas	2%	0%	6%
Resultado financiero	-6.842,54	-12.306,00	-22.567,00
Resultados antes de Impuestos/EBT	1.506,66	-11.482,00	23.741,00
Impuestos sobre sociedades	-1.184,90	-894,00	-8.500,00
Resultado del Ejercicio	321,75	-12.376,00	15.241,00
<i>Check</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>

Anexo 9: Detalle del Balance de Situación y de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Goiko (2019-2022)

GOIKO GOURMET SLU				
BALANCE DE SITUACIÓN	2019	2020	2021	2022
Activo no corriente	37.489.561,00	40.716.529,00	37.395.302,00	42.294.484,00
Inmovilizado inmaterial	1.908.896,00	1.685.538,00	1.730.106,00	1.293.314,00
Inmovilizado material	33.399.737,00	35.538.141,00	32.522.202,00	38.738.306,00
Otros activos fijos	2.180.928,00	3.492.850,00	3.142.994,00	2.262.864,00
Activo corriente	11.004.143,00	16.389.848,00	14.552.220,00	12.100.169,00
Existencias	1.212.350,00	1.176.558,00	1.101.550,00	1.767.223,00
Deudores	5.273.891,00	5.216.913,00	3.672.297,00	3.286.391,00
Tesorería	4.517.902,00	9.996.377,00	9.778.373,00	7.046.555,00
TOTAL ACTIVO	48.493.704,00	57.106.377,00	51.947.522,00	54.394.653,00
Fondos propios	16.667.131,00	18.540.291,00	18.401.177,00	12.415.413,00
Capital suscrito	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00
Prima de emisión				
Resultados acumulados de ejercicio	7.026.706,00	16.443.400,00	17.541.314,00	17.520.653,00
Resultados del ejercicio	9.637.425,00	2.093.891,00	856.863,00	-5.108.240,00
Pasivo fijo	15.127.619,00	22.246.376,00	17.370.928,00	18.866.083,00
Acreeedores a L. P.	14.656.297,00	21.814.563,00	16.979.618,00	18.491.652,00
Otros pasivos fijos	471.322,00	431.813,00	391.310,00	374.431,00
Pasivo líquido	16.698.954,00	16.319.710,00	16.175.417,00	23.113.157,00
Deudas financieras	6.882.842,00	8.445.054,00	5.609.207,00	7.641.127,00
Acreeedores comerciales	6.000.251,00	4.512.409,00	6.551.909,00	4.945.491,00
Otros pasivos líquidos	3.815.861,00	3.362.247,00	4.014.301,00	10.526.539,00
TOTAL PASIVO Y CAPITAL PROPIO	48.493.704,00	57.106.377,00	51.947.522,00	54.394.653,00
<i>Check</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2019	2020	2021	2022
Ingresos de explotación	94.291.420,00	81.345.340,00	105.060.730,00	122.176.999,00
Coste de ventas	-30.172.597,00	-25.370.442,00	-30.655.820,00	-33.342.581,00
Margen bruto	64.118.823,00	55.974.898,00	74.404.910,00	88.834.418,00
% Ventas	68%	69%	71%	73%
OPEX	-48.285.801,00	-48.821.867,00	-66.986.217,00	-85.001.484,00
Resultado bruto de Explotación / EBITDA	15.833.022,00	7.153.031,00	7.418.693,00	3.832.934,00
% Ventas	17%	9%	7%	3%
Amortización y Depreciación	-2.798.945,00	-3.132.735,00	-3.866.308,00	-5.132.583,00
Resultado neto de Explotación / EBIT	13.034.077,00	4.020.296,00	3.552.385,00	-1.299.649,00
% Ventas	14%	5%	3%	-1%
Resultado financiero	-360.041,00	-1.088.559,00	-603.053,00	-4.162.313,00
Resultados antes de Impuestos/EBT	12.674.036,00	2.931.737,00	2.949.332,00	-5.461.962,00
Impuestos sobre sociedades	-3.036.611,00	-837.846,00	-2.092.469,00	353.722,00
Resultado del Ejercicio	9.637.425,00	2.093.891,00	856.863,00	-5.108.240,00
<i>Check</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>

**Anexo 10: Detalle del Balance de Situación y de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de
Juancho's BBQ (2020-2022)**

JUANCHOS BBQ CATERING, S.L.			
BALANCE DE SITUACIÓN	2020	2021	2022
Activo no corriente	229.484,15	864.001,24	1.148.410,51
Inmovilizado inmaterial	729,30	469,92	35.210,54
Inmovilizado material	177.754,85	681.392,67	908.395,84
Otros activos fijos	51.000,00	182.138,65	204.804,13
Activo corriente	815.651,19	488.126,66	325.418,96
Existencias	0,00	0,00	0,00
Deudores	10.699,28	24.024,89	28.826,18
Tesorería	804.951,91	464.101,77	296.592,78
TOTAL ACTIVO	1.045.135,34	1.352.127,90	1.473.829,47
Fondos propios	607.444,24	641.526,91	1.055.117,57
Capital suscrito	101.708,00	101.708,00	101.708,00
Prima de emisión			
Resultados acumulados de ejercicio	137.315,41	255.736,24	539.818,91
Resultados del ejercicio	368.420,83	284.082,67	413.590,66
Pasivo fijo	100.000,00	84.679,20	65.102,74
Acreedores a L. P.	100.000,00	75.248,93	53.393,19
Otros pasivos fijos	0	9430,27	11709,55
Pasivo líquido	337.691,10	625.921,79	353.609,16
Acreedores comerciales	53.845,27	44.676,73	1.699,64
Otros pasivos líquidos	283.845,83	581.245,06	351.909,52
TOTAL PASIVO Y CAPITAL PROPIO	1.045.135,34	1.352.127,90	1.473.829,47
<i>Check</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2020	2021	2022
Ingresos de explotación	1.650.265,14	2.976.436,03	5.358.494,46
Coste de ventas	-665.364,18	-1.249.415,01	-2.161.009,38
Margen bruto	984.900,96	1.727.021,02	3.197.485,08
<i>% Ventas</i>	<i>60%</i>	<i>58%</i>	<i>60%</i>
OPEX	-473.721,57	-1.283.318,43	-2.549.162,50
Resultado bruto de Explotación / EBITDA	511.179,39	443.702,59	648.322,58
<i>% Ventas</i>	<i>31%</i>	<i>15%</i>	<i>12%</i>
Amortización y Depreciación	-18.114,60	-76.778,78	-97.134,04
Resultado neto de Explotación / EBIT	493.064,79	366.923,81	551.188,54
<i>% Ventas</i>	<i>30%</i>	<i>12%</i>	<i>10%</i>
Resultado financiero	-1.837,01	-427,59	265,67
Resultados antes de Impuestos/EBT	491.227,78	366.496,22	551.454,21
Impuestos sobre sociedades	-122.806,95	-82.413,55	-137.863,55
Resultado del Ejercicio	368.420,83	284.082,67	413.590,66
<i>Check</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>

**Anexo 11: Detalle del Balance de Situación y de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de
Vicio (2020-2022)**

COMERCONLASMANOS, S.L.			
BALANCE DE SITUACIÓN	2020	2021	2022
Activo no corriente	63.523,47	1.112.235,28	2.918.049,32
Inmovilizado inmaterial	5.095,24	36.348,44	342.804,14
Inmovilizado material	50.205,13	1.024.796,84	2.248.719,74
Otros activos fijos	8.223,10	51.090,00	326.525,44
Activo corriente	171.221,88	1.133.165,36	3.828.046,55
Existencias	30.037,72	49.877,74	224.542,22
Deudores	112.749,79	708.826,28	2.909.313,44
Tesorería	28.434,37	374.461,34	694.190,89
TOTAL ACTIVO	234.745,35	2.245.400,64	6.746.095,87
Fondos propios	146.960,63	875.996,69	2.560.321,39
Capital suscrito	5.307,00	6.238,00	6.815,00
Prima de emisión			
Resultados acumulados de ejercicio	170.718,00	588.722,63	2.704.181,69
Resultados del ejercicio	-29.064,37	281.036,06	-150.675,30
Pasivo fijo	0,00	487.633,11	1.141.649,28
Acreedores a L. P.	0,00	487.633,11	1.141.649,28
Pasivo líquido	87.784,72	881.770,84	3.044.125,20
Deudas financieras	0,00	136.802,78	389.276,74
Acreedores comerciales	84.369,50	352.256,41	1.008.783,83
Otros pasivos líquidos	3.415,22	392.711,65	1.646.064,63
TOTAL PASIVO Y CAPITAL PROPIO	234.745,35	2.245.400,64	6.746.095,87
<i>Check</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	1	2	3
Ingresos de explotación	231.470,64	3.709.169,64	18.979.488,23
Coste de ventas	-136.392,28	-1.871.937,70	-10.017.278,33
Margen bruto	95.078,36	1.837.231,94	8.962.209,90
% Ventas	41%	50%	47%
OPEX	-127.421,14	-1.454.551,75	-8.874.441,49
Resultado bruto de Explotación / EBITDA	-32.342,78	382.680,19	87.768,41
% Ventas	-14%	10%	0%
Amortización y Depreciación	-1.771,98	-38.425,00	-199.652,73
Resultado neto de Explotación / EBIT	-34.114,76	344.255,19	-111.884,32
% Ventas	-15%	9%	-1%
Resultado financiero	-32,71	-5.424,01	-53.087,00
Resultados antes de Impuestos/EBT	-34.147,47	338.831,18	-164.971,32
Impuestos sobre sociedades	5.083,10	-57.795,12	14.296,02
Resultado del Ejercicio	-29.064,37	281.036,06	-150.675,30
<i>Check</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>