

AmRest Holdings S.E.

Análisis, Valoración y Tesis

Alerce

Creado por: Pelayo J. Sol Fdez

BME: EAT · WSE: EAT

Datos a día: 31 de diciembre de 2025

Precio a cierre: 3,2€/acción · Capitalización bursátil: 693 millones de EUR

Número de acciones diluidas: 216.656.000

1. Introducción

AmRest Holdings SE es un **franquiciador y franquiciado**, que opera en 22 países con más de 2.000 restaurantes y emplea más de 40.000 trabajadores a través de 8 marcas. La historia de AmRest comienza en 1997 en Breslavia, Polonia bajo el nombre de American Retail Systems. La idea en su creación, era introducir **marcas de restauración occidentales en los países de Europa del Este**. El nombre es a causa de sus fundadores, dos claros representantes del sueño americano, **Henry McGovern y Donald Kendall Jr.** Probablemente el más conocido sea McGovern debido a que era el arquitecto de la estrategia de expansión por todo Europa, a través de varias franquicias y marcas propias, y estuvo en la empresa hasta su salida en 2019, que detallaremos más adelante cuando veamos la estructura accionarial actual. Donald Kendall Jr. no estuvo tanto tiempo dentro de la empresa; fue deshaciéndose de su posición gradualmente hasta la salida a la bolsa de Varsovia en 2005. El rol de Donald Kendall Jr. fue crucial durante los primeros años ya que hizo posible no solo la financiación durante las primeras rondas con fondos de capital riesgo estadounidenses, sino que también fueron cruciales los contactos que tenía en PepsiCo (su padre era el legendario CEO Donald Kendall Sr. que introdujo Pepsi en la Unión Soviética) para darles la credibilidad necesaria a la hora de negociar con YUM! Brands la operativa de los restaurantes Pizza Hut en Polonia.

En el año 2000 cambian el nombre de la empresa a AmRest Holdings SE y comienzan el camino hacia la institucionalización para más tarde salir a bolsa. Es justo después de esta salida a bolsa que comienza una expansión del negocio más agresiva, lo que le permite ser uno de los **grandes operadores de restauración en Europa a día de hoy**. Todo comienza con la **adquisición del contrato para operar Starbucks en 2008** en la República Checa. Hoy en día opera en más de 5 países en Europa Central y Europa del Este. La adquisición de Restauravia Food también fue clave. A través de esta adquisición se convirtieron en propietarios de la cadena de restaurantes italianos **La Tagliatella** y comenzaron a operar más de 30 restaurantes de **KFC en España (dos de las marcas con mejor margen a día de hoy)**. Esto se convierte en el comienzo de lo que es hoy AmRest; no solo un franquiciado, sino también un franquiciador. A lo largo de 2012 adquieren Blue Frog en China e intentan una expansión de La Tagliatella en EE.UU. y Asia que no acaba de funcionar, por lo que cierran todos los restaurantes y se enfocan en el mercado español y portugués. Esto muestra uno de los pilares de la cultura de AmRest: **la capacidad de tomar riesgos y cerrar líneas de negocio que no funcionan sin que les tiemble el pulso**. En 2015 es cuando entra **Finaccess** en el accionariado con una participación del 31,7%. No es hasta 2016 que lanzan una OPA y se hacen con el actual **67% de la compañía**. Ese mismo año también se hacen con 144 cafeterías Starbucks en Alemania, convirtiéndose en un socio estratégico clave para la multinacional en Europa Occidental. Un concepto clave que debemos saber por su relevancia a partir de 2017 es el de **Master Franquiciador**. En 2017, AmRest firma el *Pizza Hut Master Franchise Agreement*, un contrato que otorga a AmRest exclusividad para desarrollar y subfranquiciar locales Pizza Hut (específicamente en formatos *delivery* y *express*) en gran parte de Europa Central y Oriental. Al año siguiente ejecutan su mayor compra hasta el momento, adquiriendo Sushi Shop por 240 millones de euros por la cadena francesa líder de

comida japonesa en Europa. Además también adquieren Bacoa, una cadena de hamburgueserías premium en Cataluña.

En medio del Brexit, y con el objetivo de optimizar la estructura fiscal y regulatoria de la compañía, **trasladan el domicilio social de AmRest a Madrid en 2017**. En 2018 comienzan la cotización dual (*dual-listing*) al sacar a la bolsa de Madrid la compañía. A partir de 2020 comienza un lustro lleno de retos. Primero fue la Covid-19, lo cual obligó no solo a lidiar con el cierre de locales durante meses en prácticamente todos los países en los que operaba, sino también con las restricciones sanitarias que hubo durante los primeros meses o incluso año de apertura. Esto es algo que afectó a toda la industria por igual y la reacción fue relativamente parecida entre todos los competidores: **aceleración de unos canales digitales que ya existían pero que se encontraban poco desarrollados**. AmRest también llevó a cabo una estrategia de optimización de costes fijos, renegociando gran parte de los contratos por arrendamiento y haciendo uso (dentro de lo posible) de los mecanismos de protección al empleo gubernamentales. Cuando se consiguió volver a lo que todos conocemos como “la nueva normalidad”, aparece un nuevo bache: la **guerra de Ucrania y Rusia**. Históricamente Rusia siempre fue una de las geografías más rentables del grupo a través de KFC. El estallido de la guerra y las consecuentes sanciones al país hicieron que dejase de ser rentable la operativa de estos restaurantes, por lo que se llevó a cabo una **desinversión total de los locales rusos que se completó en mayo de 2023**. La venta se realizó por unos 100 millones de euros a Smart Service el cual adquirió un total de 213 restaurantes KFC. El último reto, y con el cual sigue lidiando AmRest, es la **presión inflacionaria y el debilitamiento del consumo en Europa**. A raíz de las grandes tasas de inflación de los últimos años, se ha debilitado el consumo en restaurantes como los que opera AmRest. Para hacer frente a este bache han decidido deshacerse de su posición del 51% de SCM (*Supply Chain Management*) en la cual tenía delegada la logística y la gestión de compras y que se encargaba de las compras de productos materias primas y la distribución de los restaurantes de AmRest. Esto representa una apuesta por el **control en el largo plazo de la cadena de suministro** ya que, en vez de tenerla delegada, han decidido integrarse totalmente en las operaciones del Holdings. Además están aumentando los precios de los productos y servicios que ofrecen, y variando la oferta a clientes usando la digitalización de los últimos años para poder ofrecer aquello que es más demandado.

2. Segmentos de negocio.

Hay dos formas de dividir las diferentes ramas de negocio de la compañía. La primera es por marcas propias / franquiciadoras, donde AmRest opera y también delega la operativa de algunos restaurantes a terceros, y marcas franquiciadas, donde AmRest gestiona los restaurantes con el permiso de un tercero. De esta forma podemos ver que cuatro de las marcas son franquiciadas y cuatro son propias. **Las franquiciadas son: KFC, Burger King, Starbucks y Pizza Hut. Las propias son: La Tagliatella, Bacoa, Sushi Shop y Blue Frog.** La segunda opción es dividir los restaurantes por geografías y esta es la forma en la cual se reportan los resultados y se analiza el negocio a nivel interno para llevar a cabo la toma de decisiones. Hay cuatro geográficas bien definidas: **Europa Central y Este (CEE), Europa Occidental (WE), China y Otros.**

Cada geografía y marca tiene unos márgenes diferentes marcados principalmente por costes de energía y materias primas, además de diferentes regímenes fiscales. En mi opinión hay que tener en cuenta las dos distinciones del negocio ya que no podemos esperar el mismo crecimiento de beneficios de un KFC en Polonia que en Francia (especialmente hoy en día) ya que el consumidor es diferente y -sobre todo- los costes son diferentes, tanto de personal como de materias primas e incluso energía. Nuestro enfoque en este caso será partir de una **división por geografías como hace el management pero prestando especial atención a las marcas individuales cuando sea necesario y distinguiendo aquellas marcas QSR (Quick Service Restaurant) o de fast food de los que son casual dining debido a cómo se comportan en diferentes partes del ciclo.** Dentro de AmRest, es una gran ventaja el operar estos dos tipos de negocio. Las marcas QSR tienden a ser muy resistentes en épocas de “vacas flacas” o menos favorables del ciclo como la actual, donde la presión inflacionaria no hace que la cantidad de clientes que pasan por un Burger King o un KFC disminuya tanto como en restaurantes de cuchillo y tenedor como La Tagliatella o Blue Frog que sufren más. Por otro lado, cuando el ciclo mejora, el consumidor suele ir menos a restaurantes de *fast food* y prefiere los restaurantes como La Tagliatella donde normalmente el ticket medio (lo que gasta un cliente de media en el restaurante) es más alto que en locales de QSR.

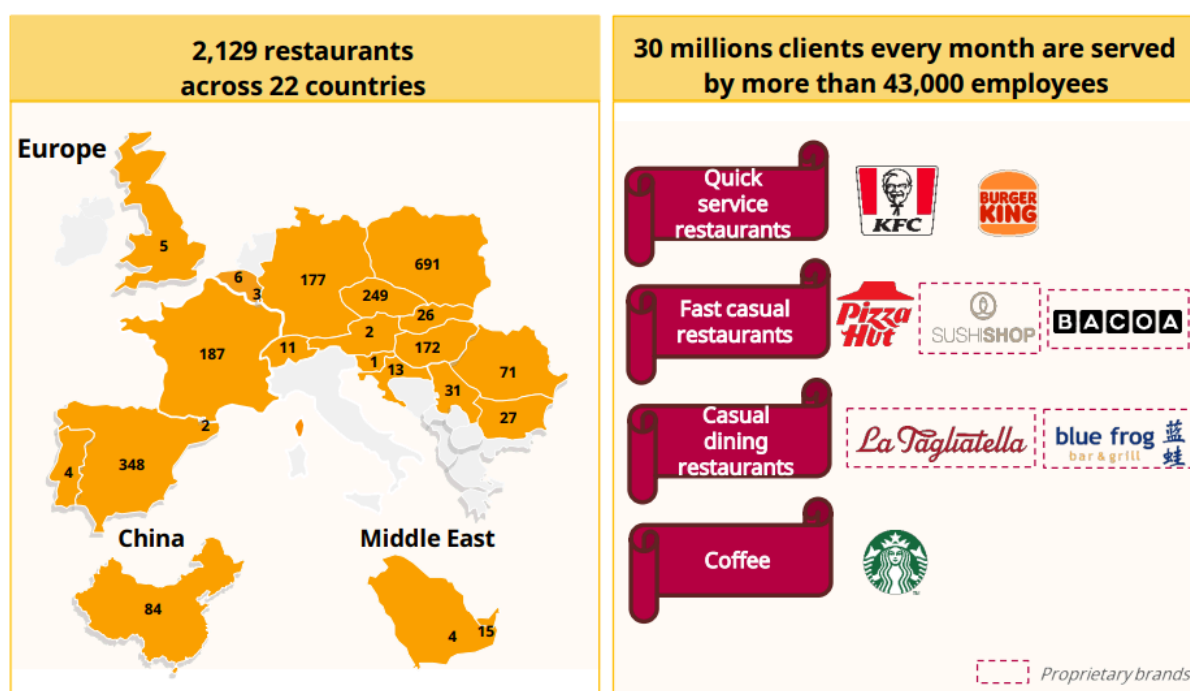
Estos son los datos de ingresos y márgenes para cada uno de los segmentos en 2024 y 2025:

Segmento	Año	Ventas (M€)	EBITDA (M€)	Margen EBITDA	EBIT (M€)	Margen EBIT
Europa Central y del Este (CEE)	2025	1.581,50	305,8	19,30%	140,7	8,90%
	2024	1.484,50	305,1	20,60%	157,2	10,60%
Europa Occidental (WE)	2025	869,5	128,7	14,80%	21,1	2,40%
	2024	898,5	135,4	15,10%	-9,4	-1,00%
China (Blue Frog)	2025	84,8	16,4	19,30%	-0,7	-0,90%
	2024	92,4	18,7	20,20%	0,3	0,20%
Otros*	2025	22,3	-44,1	-198,30%	-45,3	-203,50%
	2024	80,9	-28,8	-35,70%	-29,9	-36,90%
TOTAL GRUPO	2025	2.558,10	406,8	15,90%	115,8	4,50%
	2024	2.556,30	430,4	16,80%	118,2	4,60%

El segmento CEE está compuesto por 10 países de los cuales los tres más grandes (**Polonia, República Checa y Hungría**) representan el **55% de los ingresos totales**. Esta región produce el 61,8% de los ingresos de la compañía con un **márgen EBITDA del 19,3%** y

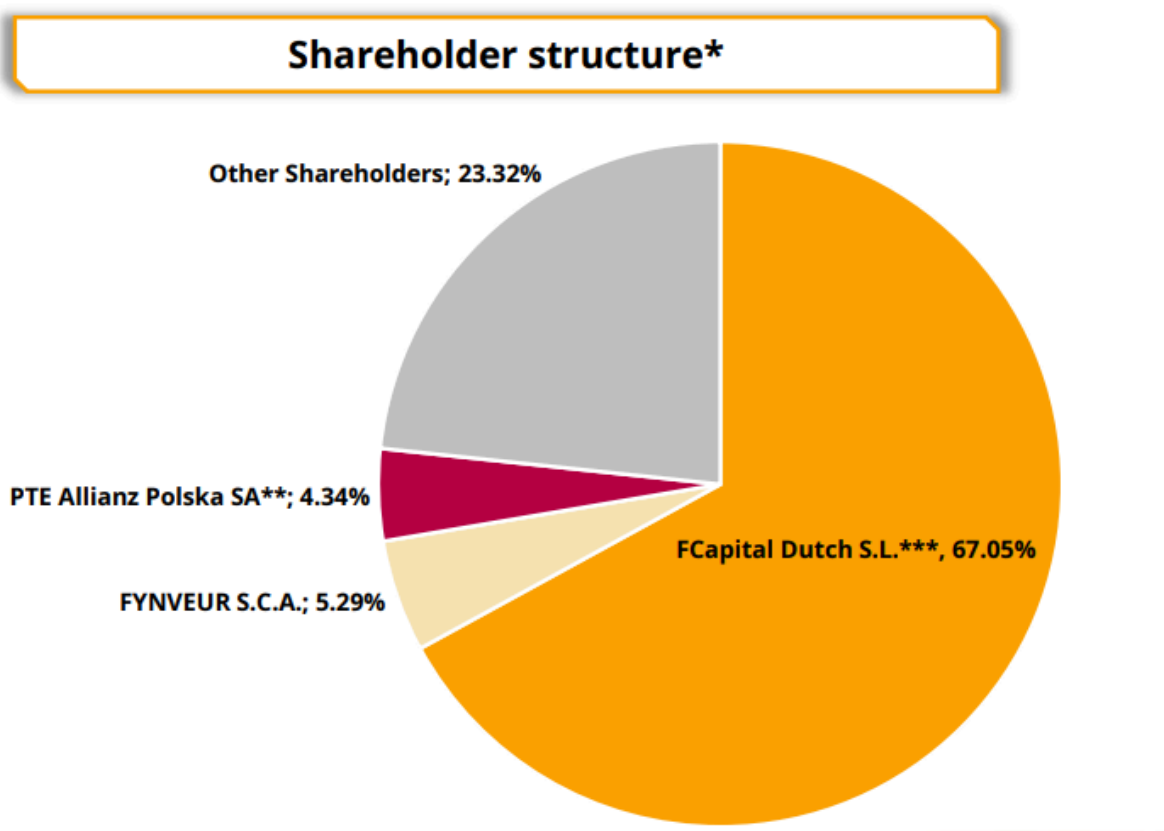
operan las marcas KFC, Burger King, Pizza Hut y Starbucks. **La región occidental (WE), aporta el 34% de los ingresos durante 2025 y está compuesto por España, Alemania y Francia** que contribuyen casi con el 33% de los ingresos por lo que prácticamente son el total de toda la región, aunque hay otros 8 países. Dentro de esta región, las marcas que se operan son KFC, Starbucks, La Tagliatella, Bacoa y Sushi Shop. **Blue Frog pertenece al segmento de China que aporta un 3,3% a los ingresos totales.**

Si entramos en el detalle de márgenes de WE vemos que ese 14,8% está lastrado principalmente por el margen del 5,2% de Francia donde el consumo es especialmente débil dentro del continente. **España se sitúa como el país que mejor margen tiene, con un 21,8%, por dos factores principales.** El primero es la importancia de **marcas propias**, como La Tagliatella y Bacoa, dentro de la península. Esto les permite tener total control sobre la operativa y por ende los costes. La segunda está en cierto modo relacionada con esta idea de control de costes, y me refiero a la **cocina central** que opera AmRest en España. Esta cocina central, produce y distribuye productos para todos los restaurantes de La Tagliatella, lo que permite conseguir una eficiencia imposible en otras regiones y para otras marcas. El segundo factor, prueba la importancia de las marcas propias como impulsores del beneficio de la empresa durante periodos de bonanza.



3. Directivos y accionistas

La dirección de una empresa siempre es importante, especialmente en negocios que operan en industrias como la de AmRest; donde no hay una gran diferencia entre un producto y otro y el manejo de los costes y la eficiencia operativa son cruciales. Es bien sabido en el mundo de la inversión que en casos especiales donde las ventajas competitivas son prácticamente indestructibles, la dirección y el accionariado de una empresa, por muy ineficientes que sean, pueden tardar décadas en destruir la empresa o incluso no conseguirlo nunca. En la mayoría, como es el caso de AmRest, la dirección sí que puede tanto llevar el negocio a la bancarrota como al estrellato. Además, una cúpula estable que pueda realizar planes a largo plazo y tener la paciencia del accionariado para llevarlos a cabo es también indispensable para conseguir crecimientos sostenidos a lo largo del tiempo. Veremos si AmRest cumple con estas cualidades y si es más probable que llegue al estrellato o a la bancarrota.



Carlos Fernández González

El principal propietario de la empresa es una compañía cuyo Holdings es el **Grupo Fiancess**. Éste grupo se dedica principalmente a la gestión de activos y capital privado, tiene su origen en México y está liderado por **Carlos Fernández González**. Carlos es el presidente de honor de la compañía y llega en 2017 con la entrada del grupo Finacess para formar parte del consejo de administración y supervisar el cambio de la compañía desde dentro. A lo largo

de su interesante y larga vida laboral destaca la venta del mítico grupo Modelo de cervezas a la multinacional AB InBev (propietaria de Corona, Stella y Budweiser). Carlos Fernández es ingeniero industrial de formación y comienza en su adolescencia a trabajar dentro del Grupo Modelo. Después de años y decenas de puestos dentro de la empresa, llega a CEO de ésta; puesto que conserva durante 15 años hasta su venta ya comentada. **El liderazgo y sistema de gestión e inversión en compañías de Carlos se caracteriza principalmente por la visión a largo plazo, la prudencia financiera y mejora continua.** Prueba de ello es que su brazo financiero, el Grupo Finacess, tiene inversiones que duran décadas donde la prioridad no es una beneficio rápido (aunque siempre es bienvenido) sino que se caracteriza por implementar un plan estratégico bien definido a largo plazo y por tener paciencia para comenzar a ver resultados. En este enlace se puede ver una entrevista a Carlos donde se detalla la venta del Grupo Modelo y también se describe como es la forma de gestionar negocios de este gran empresario: <https://www.youtube.com/watch?v=R80Vu8unp1I>

José Parés Gutierrez

Nacido en Ciudad de México en 1970, se forma en finanzas tanto en México, en la universidad Panamericana de México, como en Wharton años más tarde en un Executive Program. Es considerado la mano derecha de Carlos Fernández González, ya que trabajó durante 19 años en Grupo Modelo siendo su último puesto el de Director Comercial para más tarde pasar a ser Director General de Finacess Capital y a partir de 2020 Presidente Ejecutivo de AmRest. Como podemos ver, llegó a AmRest en el momento más crítico de la historia de la compañía con el objetivo de implementar la disciplina financiera necesaria para reestructurar el negocio y ponerlo rumbo a la rentabilidad que Finacess buscaba cuando entró. **Ejemplos de estrategias que llevó a cabo** fueron principalmente i) **renegociar las condiciones de financiación** con los bancos para poder reducir los costes de deuda de la compañía, ii) **priorizar la generación de flujo de caja libre** que se consigue debido al enfoque en aquellos restaurantes que son rentables y cerrando o vendiendo los que no aportan beneficios a la compañía, iii) la compleja desinversión del segmento de negocio Ruso, la cual fue tan complicada que se vió frustrada en 2022 por dificultades regulatorias y sanciones al país y que se consiguió llevar a cabo en 2023 por 100 millones de euros al Grupo Almira.

Luis Comas

Nacido en Almería en 1967, estudia derecho en la Universidad de Málaga. Pasó por varios puestos de director en Burger King España, YUM! Brands y M.H. Alshaya hasta que llega a AmRest en 2020 como presidente de la marcas Tagliatella y Bacoa. Justo un año después y a causa de la jubilación del anterior CEO, Luis Comas pasa a ser el Director General de AmRest Holdings. El perfil de Luis se caracteriza por el enfoque en la eficiencia operativa, de hecho en las llamadas trimestrales acostumbra a explicar de forma relativamente detallada las estrategias que se están llevando a cabo en las diferentes marcas y geografías en las que opera el grupo, lo cual prueba no solo que ha hecho los deberes pero también que **está directamente involucrado con uno de los principales valores de la compañía; la eficiencia operativa.** Respecto a esto, probablemente en lo que más se está enfocando en los últimos años sea en la eficiencia de costes (lo cual realmente es una constante en el grupo) y

en la oferta 100% online que está en auge especialmente en el último año y que está haciendo que surja una nueva competencia; las Marcas Virtuales. Estas marcas son exclusivamente de delivery y no tienen un lugar físico, lo cual hace que solo se puedan obtener sus productos a través de aplicaciones como Glovo o Uber Eats. Están muy especializadas no solo en la manufactura del producto sino también en estrategias de precios online y descuentos especiales o incluso en el envoltorio de la propia comida que se envía a casa (más importante de lo que muchos puedan pensar). Esta nueva competencia hace que una de las principales oportunidades se convierta también en una amenaza por lo que se ha convertido en un tema a priorizar en los últimos años.

4. Deuda y estructura de capital

AmRest Holdings es lo que se conoce como un negocio intensivo en capital. Este tipo de negocios requieren una gran suma de dinero invertida para poder comenzar y continuar operando el negocio. Hay negocios que son más intensivos en capital que otros por el tipo de activos necesarios para llevar la operativa del día a día a cabo. Algunos negocios necesitan poco más que los trabajadores y las oficinas donde estos trabajan (poco intensivos en capital) mientras que otras compañías requieren de maquinaria pesada y costosa o grandes terrenos para llevar a cabo su operativa diaria (muy intensivos en capital). Dentro de la categoría de negocios poco intensivos en capital entran franquicias como McDonalds o Burger King. Estas franquicias ceden los derechos de marca a terceros y estos operan los restaurantes por las multinacionales, a las cuales pagan una cuota periódica en base al beneficio o a lo que estipule el contrato. De esta forma, toda la inversión queda en manos del franquiciado y el franquiciador consigue convertirse en un negocio poco intensivo en capital. En el caso de AmRest, se podría dividir el negocio (como comentamos al principio) entre marcas propias y marcas de terceros, pero debemos destacar que la cantidad de restaurantes en los que AmRest actúa como franquiciador es mínima en comparación con el resto. Para que nos hagamos una idea, a finales de 2025 **AmRest operaba una total de 2.139 restaurantes de los cuales en alrededor del 11% (238) la compañía actuaba como franquiciador o master-franquiciado (con capacidad de subfranquiciar marcas de terceros).** Esto es importante dado que al analizar la estructura de capital y sobre todo la deuda de la empresa, debemos de entender como de intensiva en capital es y que se está financiando con ella.

En la siguiente tabla podemos observar los diferentes instrumentos de deuda con los cuales se ha financiado AmRest en los últimos años, la cantidad de financiación que aportan a la compañía y su fecha de vencimiento:

Tipo de Deuda / Instrumento	Importe (M€)	Vencimiento
Tramo corriente Préstamo Sindicado	87,5	2026
Líneas de crédito / Préstamos bilaterales	6,4	2026
Préstamos con aval estatal (SSL) - Francia y España	6,3	2026
Préstamos bancarios / Sobregiros (Alemania)	1,9	2026
Préstamo Sindicado 2023 (Tramo en Euros)	486,9	2028
Préstamo Sindicado 2023 (Tramo en Eslotis Polacos)	157,7	2028
TOTAL DEUDA FINANCIERA (Préstamos)	659,2	
Efectivo y equivalentes de efectivo	145,6	
Deuda Neta	513,6	

Datos a 31 de diciembre de 2025

Esta tabla nos indica que **la compañía acude principalmente a los bancos para conseguir su financiación en vez del al mercado de capitales (bonos), que tiene una posición de caja relativamente alta en comparación con el total de deuda (alrededor de un 22%) y que la mayor parte de la deuda vence a finales de 2028 (11 de diciembre).** En la siguiente tabla podemos ver algo un poco más interesante que nos permite analizar cómo ha

evolucionado la deuda a lo largo del tiempo y nos permite entender como la dirección de la empresa moldea la posición de deuda en base a las necesidades presentes y futuras:

Año	Deuda Total	Caja y Equivalentes	Deuda Neta
2025	659,2	145,6	513,6
2024	621,3	153	468,3
2023	624,9	227,5	397,4
2022	655	229,6	425,4
2021	666,3	198,7	467,6
2020	772,8	204,8	568
2019	722,6	106,2	616,4
2018	661,8	131,2	530,6

Datos a 31 de diciembre de 2025

Como podemos ver la **Deuda Total de la empresa se mantiene relativamente estable a lo largo del tiempo**, variando entre el pico de 2020 con 772,8 M€ y el valle de 2024 donde llegó a tener 621,3 M€. **No tan estable es la deuda neta**, que oscila desde el pico de 616,4 M€ hasta los 397,4 M€ de 2023. Estas **oscilaciones se deben a cambios estratégicos tanto de inversión, de remuneración al accionista (como ha ocurrido en el último año) y de picos y valles de ingresos de la compañía por cambios en la demanda del consumidor**. En 2019 la compañía aumentó drásticamente la inversión en un movimiento de digitalización y cambio de rumbo de la compañía poco después de la entrada del nuevo accionariado y directiva. Los siguientes años se pasó a un manejo más prudente de la deuda debido a peores dinámicas en la industria. Durante 2023, es cuando se salió definitivamente de Rusia lo que se tradujo en una reducción del efectivo disponible al tener que desconsolidarlo, lo cual provocó un aumento de la deuda neta en 2024, y en 2025 continuó este aumento debido a tres razones que explican la **situación de la compañía en estos momentos**: i) **Retribución al Accionista** - se devolvieron aproximadamente 54 M€ al accionista a través de pago de dividendos y recompras de acciones entre 2024 y 2025, lo cual nos deja un sabor agri dulce (la recompra de acciones es acertada dado que claramente cotiza con una gran descuento pero la política de dividendos es relativamente errática, fiscalmente menos eficiente que las recompras y más difícil de proyectar debido a que no es clara como si puede ser la recompra ya que se suele llevar a cabo en épocas de claro descuento en mercado) ii) **Inversión en Crecimiento** - en los últimos tres años la compañía se ha embarcado en un considerable crecimiento de la inversión debido a diferentes razones entre las cuales destacan a) el aprovechamiento de mayores beneficios en 2023 para invertir en crecimiento y digitalización y b) un enfoque en crecimiento eficiente y sostenible en 2024 y 2025 para hacer frente y aprovecharse de una industria que, aunque débil, se encuentra en proceso de transformación con nuevos competidores, mercados y dinámicas de consumo y iii) **Reducción del efectivo disponible** - se pasa de una posición de caja de 227,5 M€ a 145,6 M€ que causó un aumento de la posición de deuda neta, pero la directiva argumenta que así se conseguía llegar a una posición de apalancamiento más eficiente de 2,3x (se encontraba en 1,8x en 2023) lo cual hace claramente aumentar el riesgo de la compañía pero nos parece sensato teniendo en

cuenta que ese ratio se da con unos beneficios en la parte baja del ciclo y con una gestión del capital conservadora dadas también las líneas de crédito disponibles que tiene para 2026 de hasta 142,4 M€ disponibles (130 M€ del préstamo sindicado del 2023 y el resto de líneas de crédito en Polonia, Alemania y España).

5. Industria y competidores

Ahora que entendemos mejor cómo funciona AmRest desde dentro, tenemos claras las líneas de negocio que opera y su rentabilidad, los accionistas y directivos y la estructura de la compañía vamos a pasar a analizar la industria (dinámicas del pasado y situación actual) y los principales competidores (ardua tarea).

INDUSTRIA.

La industria de la restauración en Europa ha evolucionado mucho desde la aparición del modelo "fast casual" en 2002, con pioneros como Vapiano (cadena internacional de restaurantes de cocina italiana fresca originalmente alemana), hasta convertirse en un **ecosistema digitalizado y resiliente**. Durante la crisis de 2008, el sector demostró su fortaleza gracias al fenómeno del "trading-down", donde los consumidores mantuvieron su frecuencia de visitas a locales de comida rápida mientras reducían su gasto en restaurantes de mesa. Esta etapa culminó con una revolución digital entre 2015 y 2019, periodo en el que el mercado de delivery en el continente se duplicó hasta alcanzar los 14.300 millones de dólares. Como recordarás, es en 2019 cuando vemos ese aumento de la inversión en digitalización; esto fue una consecuencia de demanda por parte de los clientes por una experiencia más rápida y moderna, y presión por parte de la competencia, donde nuevos actores comenzaron a ofrecer soluciones más eficientes y ágiles.

En la actualidad, el mercado se enfrenta a una reducción de la brecha de valor, ya que el aumento de precios en la comida rápida ha llevado a los clientes a preferir la calidad de la restauración "casual dining" (como Tagliatella) por un coste similar (el ticket medio de Hundred está por encima de los 20€, ¿cuesta mucho más una cena en la Tagliatella?. Los operadores lidian con una presión extrema en los márgenes, con un 52% identificando la inflación de los alimentos como su mayor reto, sumado a una crisis de personal con tasas de rotación proyectadas del 61,7% para 2025. A pesar de esto, la omnicanalidad se consolida, y el servicio de entrega a domicilio mantiene un crecimiento sostenido superior al 8% anual. No confundir omnicanalidad con multicanalidad. La diferencia radica principalmente en el tratamiento de datos del cliente y la experiencia de este con el restaurante. La multicanalidad consiste simplemente en la oferta de productos o servicios al cliente a través de diferentes medios, como puede ser la app del propio local, la app de un tercero (como Glovo), el restaurante físico a través de drive-through, de servicio en mesa con camarero o escaneando un QR y pidiendo con el móvil, o con el kiosko digital del propio restaurante (esa pantalla grande desde donde puedes escoger tu menú en el Burger King). La omnicanalidad llega un poco más lejos y además de permitirte pedir a través de diferentes canales, unifica la base de datos del cliente. De esta manera, el cliente se puede identificar y puede obtener diferentes beneficios como ofertas personalizadas y más beneficios. Esto es posible gracias a algo de lo que se habla mucho últimamente, el *Client Management Service* (CRM) que detallaremos en otro momento de forma más dilatada, pero que básicamente permite al negocio analizar cómo se comportan los clientes, lo cual permite ofrecer estos servicios personalizados y además operar de forma más eficiente. **En la siguiente imagen vemos los principales detractores de rentabilidad en la industria**, siendo la **inflación de la comida y los costes laborales**

prácticamente los únicos problemas a los que se tuvieron que enfrentar los últimos años los negocios de restauración:

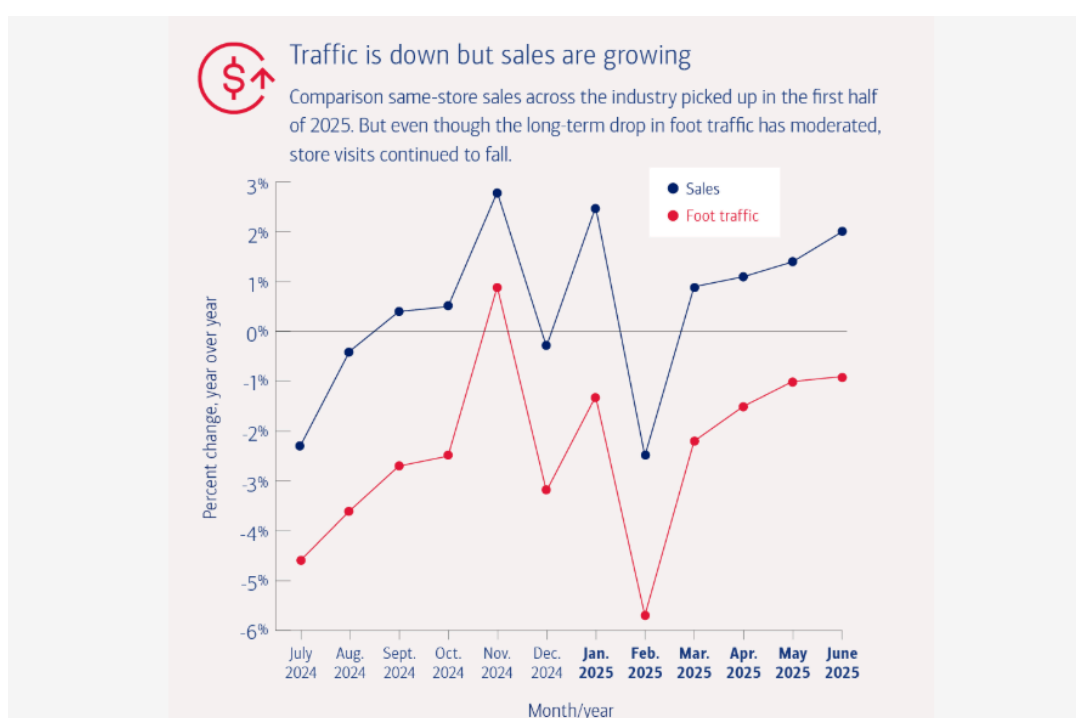
Principales desafíos afectando rentabilidad por restaurante



Porcentaje de restaurantes que ponen estos desafíos como problema #1

7Shifts - 2025

Es importante destacar que para contrarrestar un menor volumen de tráfico en los restaurantes se están aumentando los precios, estrategia que de momento parece estar funcionando sobre todo para los principales actores de la industria. Esto provoca una clara necesidad de diferenciación por calidad en cuanto al servicio y producto que se ofrece al cliente, el cual espera una mejora de estos para compensar la subida de precio.



Fuente: Bank of America - Restaurant Industry Report 2025.

Las denominadas “cloud kitchens” (las cocinas centrales que comentamos antes que usan La Tagliatella) proyectan un crecimiento anual del 16,6% anual hasta 2034, y una consolidación de las grandes cadenas organizadas, lo cual será primordial para la reducción de costes que necesita la industria si quiere mantener la rentabilidad hasta que el poder adquisitivo de los clientes y las tasas de inflación se normalicen. La sostenibilidad también será un punto operativo clave en Europa debido a normativas como el Reglamento de Envases y Residuos

de Envases (PPWR), que prohibirá los envases de un solo uso para consumo en el local en 2030 en Europa. Como último apunte, la inteligencia artificial afectará (y realmente ya está afectando) a la industria a través de los servicios CRM. Estos servicios, de momento, no son tan fáciles de internalizar para las compañías que no son necesariamente tecnológicas como AmRest, aunque el tiempo dirá si acaba siendo posible, de qué forma y cuales serán los beneficios reales que aportarán al negocio. Yo no me considero capaz de prever cual es la respuesta a todas estas preguntas y a pesar de haber visto varias teorías relativamente racionales no se cual de ellas será la más acertada. Detallaré mi opinión sobre cómo de importantes son estos factores tecnológicos para la empresa en la sección de riesgos.

Añado varios links a fuentes de las cuales he sacado prácticamente la totalidad de la información con la cual he analizado la industria de la restauración europea:

<https://business.bofa.com/en-us/content/restaurant-industry-report.html>

https://www.datawrapper.de/_/Wr7l7/

<https://aaronallen.com/blog/european-fast-food>

<https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/europe-foodservice-market>

<https://marcasderestauracion.es/observatorio2025/>

<https://www.7shifts.com/restaurant-labor-costs-playbook>

COMPETIDORES.

El proceso de definición de competidores de una compañía siempre es complejo, especialmente para empresas cotizadas, porque los negocios suelen tener diferentes segmentos y geografías que nunca coinciden exactamente con otras. Además, también hay diferencias de tamaño, tanto en ingresos, como en costes, balance, empleados, etc. La mejor forma de comenzar a analizar los competidores de una compañía es preguntarse ¿qué opciones sustitutivas tiene un cliente potencial de la compañía (en este caso AmRest)? Como podemos ver, la respuesta a esta pregunta nos daría decenas de opciones contra las cuales AmRest tiene que competir. Una vez que tengamos claro que debemos mirar a la industria de restauración, podemos reducir el universo de empresas que operen en la misma geografía y con los mismos segmentos de negocio. Aquí ya reducimos la búsqueda a empresas que operan principalmente en Europa o a una escala parecida y que además lo hagan a través de franquicias (principalmente como franquiciados). Después de pensar en otros filtros como empresas cotizadas nos encontramos con dos nombres contra los cuales claramente AmRest compite tanto por conseguir nuevos contratos con franquiciadores como para conseguir clientes en las geografías en las que opera: **Ibersol y Alsea.**

Ibersol comenzó su andadura con estructura que continúa en la actualidad alrededor de 1989. **Aunque opera solo en Portugal y España, el gran apogeo que ha vivido su cotización en los últimos años la posiciona en una capitalización similar a la de AmRest.** Posee más marcas que AmRest de operar en muchas menos geografías. **Las franquiciadas son KFC, Pizza Hut, Taco Bell, Pret A Manger, Burger King y Go Natural y las propias Pans &**

Company, Ribs, Fresco, Dehesa Santamaria, Pizza Movil, Miit, SantaMaría además de otras para servicios de catering o marcas específicas de aeropuertos en España. Durante el ejercicio de 2025, Ibersol ingresó un total de 529,5 M€ y consiguió un beneficio neto de 15,2 M€. Por otro lado, **Alsea opera Starbucks, Domino's Pizza, Burger King, Vips, Foster's Hollywood, Ginos, Chili's, Italianni's, P.F. Chang's, The Cheesecake Factory y Archies en América Latina y Europa.** Es bastante más grande que AmRest tanto por ingresos como por número de restaurantes (ingresó 4.457 M€ en 2025 convirtiéndolos en 117,5 M€ netos y opera 3.695 restaurantes entre Europa y América Latina), además está controlada por una familia (al igual que Ibersol) lo cual difiere ligeramente de AmRest cuyo control es más institucional aunque igualmente con control mayoritario. De los 4.820 restaurantes que Alsea posee, 3.695 son operados directamente por la compañía mientras que en los otros 1.125 actúa como franquiciador o master-franquiciador. El 45% de los ingresos provienen de Europa.

Ahora que conocemos mejor las compañías, veamos cómo se diferencian los fundamentales de cada compañía:

Métrica	Alsea	AmRest	Ibersol
Número de Acciones	801.137.184	219.554.183	40.899.126
Precio / Acción (€)	2,84	3,61	9,90
Capitalización (M€)	2271,40	792,60	404,90
Efectivo (M€)	299,80	145,60	119,90
Deuda Total (M€)	2678,70	663,90	288,40
EV (Enterprise Value) (M€)	4650,30	1310,90	573,40
FCF (Free Cash Flow)	-62,10	209,20	89,80
EV / FCF	-74,88	6,27	6,39
Net Debt / FCF	-38,31	2,48	1,88
P/E (PER)	19.3	49.2	26.7
P/S (Price/Sales)	0.51	0.31	0.76
P/B (Price/Book)	4.92	2.13	1.28
ROA	2.77%	0.77%	2.20%
ROE	25.5%	4.33%	4.80%
ROCE	18.2%	10.98%	7.0%

Datos a 31 de diciembre de 2025

Hay varios datos que resaltan por estar fuera de lo común así que repasemoslos uno por uno. Primero el dato de flujo de caja negativo que desvirtúa ratios como el de Net debt/FCF o EV/FCF. 2025 fue un año en el que **Alsea** aumentó su deuda duplicando el pago de intereses de ésta, con el objetivo de financiar nuevas aperturas de negocios (en concreto 127 nuevos restaurantes). La consecuencia fue un FCF que sorprende, teniendo en cuenta que venía de realizar unos 330 M€ en el ejercicio anterior. También destaca el alto ROE, que si lo comparamos con el ROA nos hace intuir un **apalancamiento operativo relativamente alto** de casi 10 veces. Además, la gran diferencia que hay entre el retorno sobre el patrimonio de

Alsea y el de AmRest disminuye considerablemente cuando nos vamos al retorno sobre el capital empleado lo cual también sugiere una **mayor prudencia de balance de AmRest en comparación con Alsea**. En cuanto a valoración, lo ideal sería normalizar los ingresos de Alsea para poder compararlos con los ingresos normalizados de AmRest, si nos fijamos en la media de los últimos años de FCF veríamos que Alsea genera de media unos 450 millones de euros al año, lo cual si lo dividimos entre los 4.650 millones de valor de la empresa (capitalización bursátil más deuda neta) nos dejaría un múltiplo de un poco menos de 10 veces, lo cual está claramente por encima de las valoraciones de AmRest e Ibersol. En resumen, **Alsea es un negocio sobrevalorado en comparación con AmRest, con mayor apalancamiento, mayor tamaño y mayor diversidad de segmentos geográficos**. En cuanto a Ibersol, los números describen una compañía más pequeña que AmRest, tanto por generación de flujo de caja, como por capitalización. Tiene una cantidad de efectivo incluso más prudente que AmRest (prácticamente la misma cantidad pero con menos deuda total). Por último, las dos tienen un múltiplo de valoración por FCF similar, lo cual es interesante teniendo en cuenta que AmRest es más eficiente generando rentabilidad con un mayor capital empleado (un ROCE de 11% frente al 7% de Ibersol).

6. Valoración

A continuación tenemos la valoración del valor de empresa (Enterprise Value) de AmRest Holdings en millones de euros y el potencial en cada uno de los escenarios:

		CRECIMIENTO DE INGRESOS				
		-1,50%	0,00%	1,50%	3,00%	4,50%
EV / FCF	8x	1.427	1.527	1.629	1.733	1.841
	9x	1.541	1.649	1.761	1.875	1.993
	10x	1.654	1.772	1.893	2.017	2.145
	11x	1.767	1.894	2.025	2.159	2.297
	12x	1.881	2.017	2.157	2.301	2.449

		CRECIMIENTO DE INGRESOS				
		-1,50%	0,00%	1,50%	3,00%	4,50%
EV / FCF	8x	22%	31%	39%	48%	58%
	9x	32%	41%	51%	61%	71%
	10x	42%	52%	62%	73%	84%
	11x	51%	62%	73%	85%	97%
	12x	61%	73%	85%	97%	110%

Las estimaciones que más afectan a la valoración son el crecimiento de los ingresos y el margen EBIT ya que desde el EBIT es desde donde partimos para calcular el flujo de caja durante los siguientes tres años. La estimación de crecimiento de los ingresos los siguientes tres años rondan el **1,5% anual**, en línea con la media de crecimiento del PIB por geografía en donde opera en AmRest. Teniendo en cuenta que la disponibilidad de rentas para ocio es una la de las principales métricas que afectan al nivel de ingresos de la compañía, el PIB es una buena aproximación para estimar el crecimiento de los ingresos de la compañía a no ser que se esperen mejoras o empeoramientos extraordinarios del negocio (el cual no es nuestro caso). En segundo lugar para la proyección del **margen EBIT** he decidido usar el rango bajo de la media histórica de los últimos 5 años (**4,5%**) el cual ha oscilado entre el 4,3% y el 5,4%, principalmente por la estabilidad de este y porque no espero cambios drásticos en lo que se refiere a mejora operativa, aunque si hubiese una sorpresa es probable que fuese al alza dado que estamos cogiendo la parte baja de una periodo que no ha sido catastrófico pero definitivamente no ideal. Las **métricas que más afectan a la valoración dentro del modelo son tanto el múltiplo de salida (EV / FCF) como el crecimiento de los ingresos**. En nuestro escenario base, descontamos los flujos de caja de la compañía al 12% anual por que es la rentabilidad que esperamos tener por una inversión en una compañía con los riesgos que expondremos en la siguiente sección. El **múltiplo de salida, estimo que es alrededor de 10 veces el flujo de caja** ya que no es un negocio de una calidad extraordinaria pero una vez se normalice el ciclo creo que es a donde más o menos debería volver un gigante europeo de la comida fast casual como es AmRest. Con estas estimaciones, destaca el escenario en el que los ingresos descienden un punto porcentual y medio al año y la inversión todavía aportaría una rentabilidad esperada del 20%. Esto realmente tiene una explicación, y es que poniendo de escenario negativo un múltiplo de 8 veces estamos asumiendo que en el peor de los casos todavía se expande algo el múltiplo. Que cuesten 6 veces unos flujos que han demostrado ser resilientes incluso en partes del ciclo muy difíciles y sobreviviendo a pandemias, shocks energéticos y de inflación, es poco probable que continúe sucediendo durante más tiempo.

7. Tesis de inversión.

Para analizar la viabilidad de una inversión no solo debemos valorarla e invertir si tiene suficiente margen de seguridad, debemos además entender qué riesgos estamos comprando y porque pensamos que nos parece barato comprarlos por el precio que nos ofrecen. En el caso de AmRest hay tres riesgos claros y bien diferenciados:

i) **La industria de fast casual y restauración efectivamente nunca se recupera en europa** y los problemas de la industria se mantienen más tiempo del estimado o incluso empeoran: Este es el riesgo más importante y por el que tanto AmRest como otras compañías de la industria cotizan en estos momentos con tanto descuento. Puede que ocurra pero lo creo muy improbable; realmente ni los ingresos de AmRest ni la caja que generan decrecen durante los últimos años a pesar de la gran inflación. Además, constantemente son preguntados en conferencias y llamadas trimestrales sobre este tema y siempre dicen que aunque es verdad que la gente está siendo más reticente a comer fuera, estrategias como la subida de precios de algunos menús están haciendo que las cuentas se mantengan estables o incluso crezcan. En el caso de que este escenario empeore, AmRest sería la última afectada ya que otros mucho más pequeños caerían antes y, lo más importante: el mercado está descontando un escenario tan catastrofista que es muy improbable que suceda.

ii) **El Grupo Finaccess sale del accionariado:** este es un riesgo importante porque una de las grandes fortalezas de AmRest es la estabilidad del accionariado, lo cual le permite llevar a cabo planes estratégicos que no se podrían realizar de otra forma o sería más complicado. El Grupo Finaccess entró en el accionariado en 2017 cuando la acción valía más del doble de lo que vale ahora. Han aguantado durante todos estos años porque realmente creen en el proyecto y están para el largo plazo, como han comentado en varias ocasiones. Por esta razón, veo poco probable que Grupo Finaccess venda su posición en AmRest en el corto/medio plazo.

iii) **Son incapaces de mantenerse al día con la implementación de canales digitales eficientes y el uso de la IA:** desde finales de 2018 se ha vuelto crucial conocer mejor a los clientes y digitalizar de alguna forma el servicio que se le da a estos. AmRest ha conseguido mantenerse al día hasta el momento y todavía continúa realizando cuantiosas inversiones para mejorar esta parte del negocio. La IA y los servicios de CRM han hecho que aparezcan tanto oportunidades como nuevas amenazas. La posibilidad de mejorar la operativa y el servicio a los clientes aumentando el ahorro en ciertas áreas es una oportunidad que AmRest está explotando, pero también hay otros competidores que las están explotando como las *Ghost Brands* que son menos intensivas en capital porque solo hacen servicio a domicilio y no tiene local físico lo cual les convierte, por pura necesidad, en expertos de la digitalización de los servicios fast food y fast casual online. Es un riesgo que de momento no parece afectar prácticamente nada a AmRest pero al que debemos estar atentos.

Tesis de inversión

La tesis de inversión de AmRest Holdings se basa principalmente en dos aspectos: **i) la bondad cualitativa de la empresa y ii) el descuento al que cotiza**. Con bondad cualitativa me refiero a que tiene tres factores que le hacen la mejor compañía dentro de la industria europea de franquiciador/franquiciado fast casual en Europa: **i) la alineación de intereses entre los directivos y los accionistas** gracias al Grupo Finaccess que tiene un horizonte temporal a largo plazo para sus inversiones con directivos dentro de la compañía que llevan a cabo la estrategia para que la compañía sigue creciendo y fortaleciendo el negocio, **ii) la escala a la que opera es la más grande si nos fijamos en otros comparables puramente europeos** (incluso si analizamos la parte europea de Alsea, Amrest es mayor) lo cual le permite tener economías de escala y llevar a cabo proyectos como la cocina central de La Tagliatella o firmar contratos como master-franquiciado con marcas como Pizza Hut que sería imposible con menor tamaño y **iii) la calidad de las marcas que opera es de gran importancia**: cuando alguien viaja a un país que conoce muy poco y quiere un café piensa en Starbucks, si quiere pollo frito piensa en KFC y si quiere comida rápida piensa en el Burger King. En cualquier caso, AmRest estará ahí con una marca global y profesional que ofrece el mismo buen servicio en cualquier parte del mundo lo cual el dinero difícilmente podría replicar (esas son las mejores ventajas competitivas). Además, nos están ofreciendo todo esto al menor precio de los últimos 5 años, con un claro descuento respecto a nuestra estimación conservadora del precio objetivo y que “solo” requiere de paciencia hasta que el precio de la acción converja con su valoración objetiva. **Finalmente, en el peor de los casos, si el ciclo continúa deteriorándose y AmRest se estanca en estos niveles de ingresos, tienen un balance saneado y han demostrado una excelente capacidad de dinamismo en cuanto apertura y cierre de restaurantes para liberar capital de aquellos negocios poco rentables y desplegarlo en los de mayor margen. Por eso creo que es una gran oportunidad de compra.**