Investment Club PUC
Papa John's

9 de junio, 2026

Índice

- Resumen Ejecutivo
- Tesis de Inversión
- Descripción General
  Descripción, Historia e Hitos y Contexto y Segmentos de Operación
- Análisis Industria
  Industria y su Oferta y Demanda
- Análisis Financiero
- Evaluación de Riesgo
- Competidores
- Valorización
- Conclusión

Resumen Ejecutivo

- Papa John's International (NASDAQ: PZZA) es la tercera cadena de pizza más grande del mundo, operando cerca de **6.000 restaurantes en más de 50 países**.
- Opera bajo un modelo *asset-light* centrado en franquicias. Sus ingresos provienen principalmente de regalías, una red propia de distribución de ingredientes críticos (Commissary/QCC) y restaurantes corporativos.
- **Market Cap (Jun 2026):** ~$1.05B.

Presentación:

José Tomás Alvear

Nicolás Valenzuela

Matías Veloso

Investment Club PUC

Papa John's International, Inc. (PZZA) ☆

31,77 -0,15 (-0,47 %)

A partir de las 11:09:03 GMT-4. Mercado abierto.





1 Tesis de Inversión

Tesis de Inversión

"Turnaround + Catalizador MsA en una marca global devaluada"

1. **Modelo de negocio asset-light en transformación:** El negocio de Papa Johns se financia mayoritariamente a través de regalías de franquicias y su red de distribución propia (QCC/Commissary). La mayor parte del revenue no viene de vender pizzas directamente, sino de su rol como franquiciador y operador de la cadena de suministro. Al acelerar el proceso de refranchising, Papa Johns está evolucionando hacia un modelo aún más liviano en capital, lo que debería mejorar sus márgenes a largo plazo.

2. **Catalizador de MsA activo (opcionalidad al alza):** Irth Capital Management, con respaldo de Brookfield Asset Management, ofreció $47 por acción — un premium de 44% — para tomar la compañía privada. Además, el mayor franquiciado de Papa Johns, Nadeem Bajwa (controla ~10% de los locales domésticos), se unió a la oferta de Irth Capital, haciendo una inversión significativa en el consorcio. Esto añade una capa de opcionalidad muy concreta.



2 Descripción General

Descripción General

- Papa John's fue fundada en 1984 por John Schnatter en Indiana, bajo el lema "Better Ingredients. Better Pizza." La cadena creció agresivamente durante los '90 y 2000, consolidándose como la tercera cadena de pizza más grande del mundo.

- En 2018 vivió una crisis reputacional severa ligada a su fundador, que provocó su salida y años de inestabilidad directiva.

- Desde 2024, con la llegada de Todd Penegor (ex-CEO de Wendy's), la empresa está ejecutando un turnaround estructural.



Modelo de Negocio — ¿Cómo gana dinero Papa Johns?



- Papa Johns **no vende directamente al consumidor final como fuente principal de ingresos**. Su modelo es una combinación de:
- **Commissary/QCC (quality control centers)**: 13 centros de distribución (11 en USA + 1 en Canadá + 1 en UK) que producen masa fresca y distribuyen ingredientes dos veces por semana a cada restaurante franquiciado. Fuente de mayor volumen de ingresos (~45% de revenues reportados en FY2025).
- **Regalías de franquicias (franchise royalties fees)**: ~5-6% sobre las ventas de franquiciados. Segmento de mayor margen. Los 2.664 restaurantes franquiciados NA en base comparable generaron AUV de $1.1M en FY2025 (fuente: 10-K).
- **Restaurantes corporativos (domestic company-owned)**: 462 locales al cierre FY2025 (ya refranchised 85 en Q4 2025). Los 428 en base comparable FY2025 generaron AUV de $1.3M. En proceso de refranchising para reducir por debajo del 10% del sistema.
- **Advertising fund revenue**: Contribuciones de franquiciados al fondo nacional de marketing (PJMF). Opera a breakeven.
- **Other revenues (digital/tech)**: Plataformas digitales y fees de tecnología. En FY2025: $90.5M (+8.2% YoY).

Escala y Presencia Global

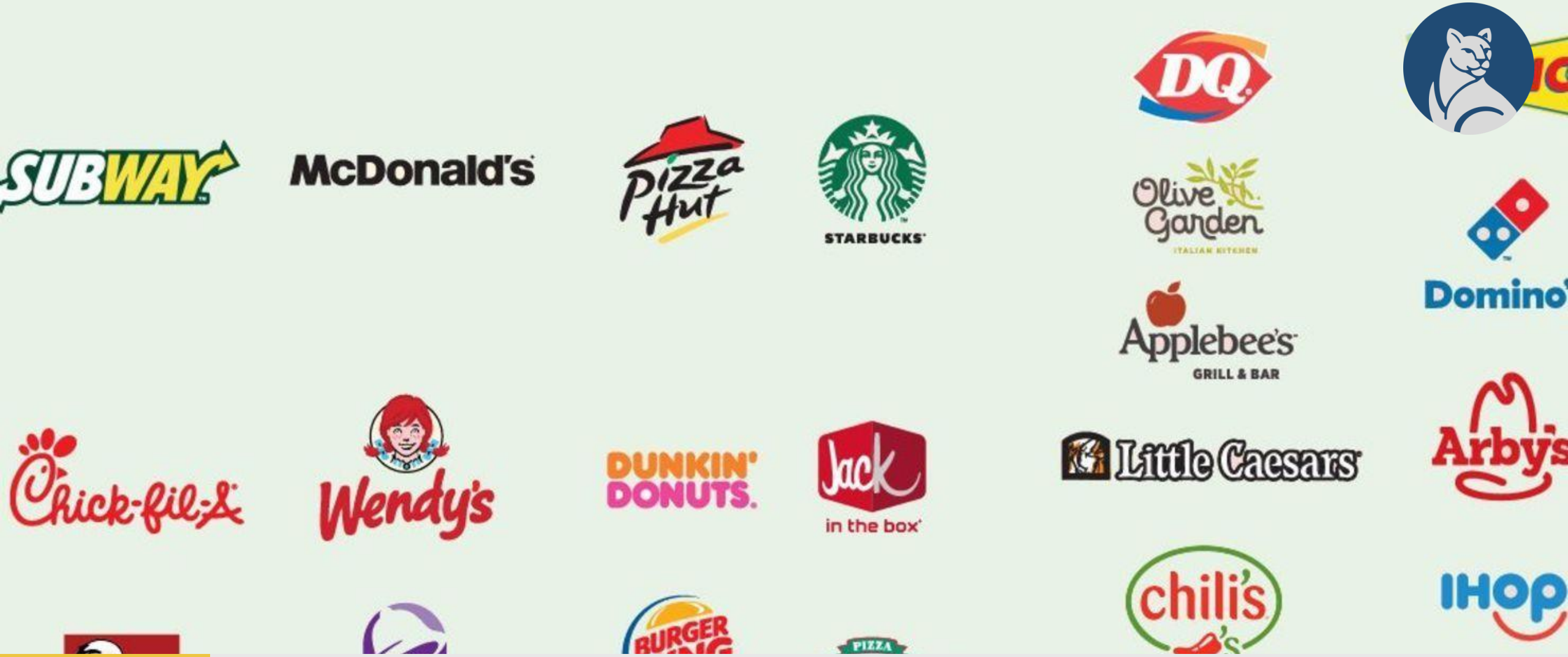
- Las ventas globales del sistema alcanzaron $4.92 billion en 2025, un incremento del 1% respecto al año anterior.
- Aproximadamente 6.000 restaurantes en 50+ países. El foco de crecimiento orgánico está en mercados internacionales donde las ventas comparables internacionales crecieron 5%, contrastando con la debilidad de Norteamérica.



Desglose de ingresos reportados — FY2025 (Fuente: 10-K)

Segmento	Ingresos FY2025	% del Total	Variación YoY
Commissary (QCC)	$929.9M	45.3%	+3.4%
Company-owned restaurants	$675.7M	32.9%	-6.8%
Franchise royalties fees	$191.0M	9.3%	+2.1%
Advertising funds revenue	$166.7M	8.1%	+1.5%
Other revenues (digital/tech)	$90.5M	4.4%	+8.2%
TOTAL REVENUES	$2,053.8M	100%	-0.3%

Nota clave sobre el sistema
Las ventas de los franquiciados no aparecen en los ingresos reportados pero son el motor que genera regalías y comisiones.



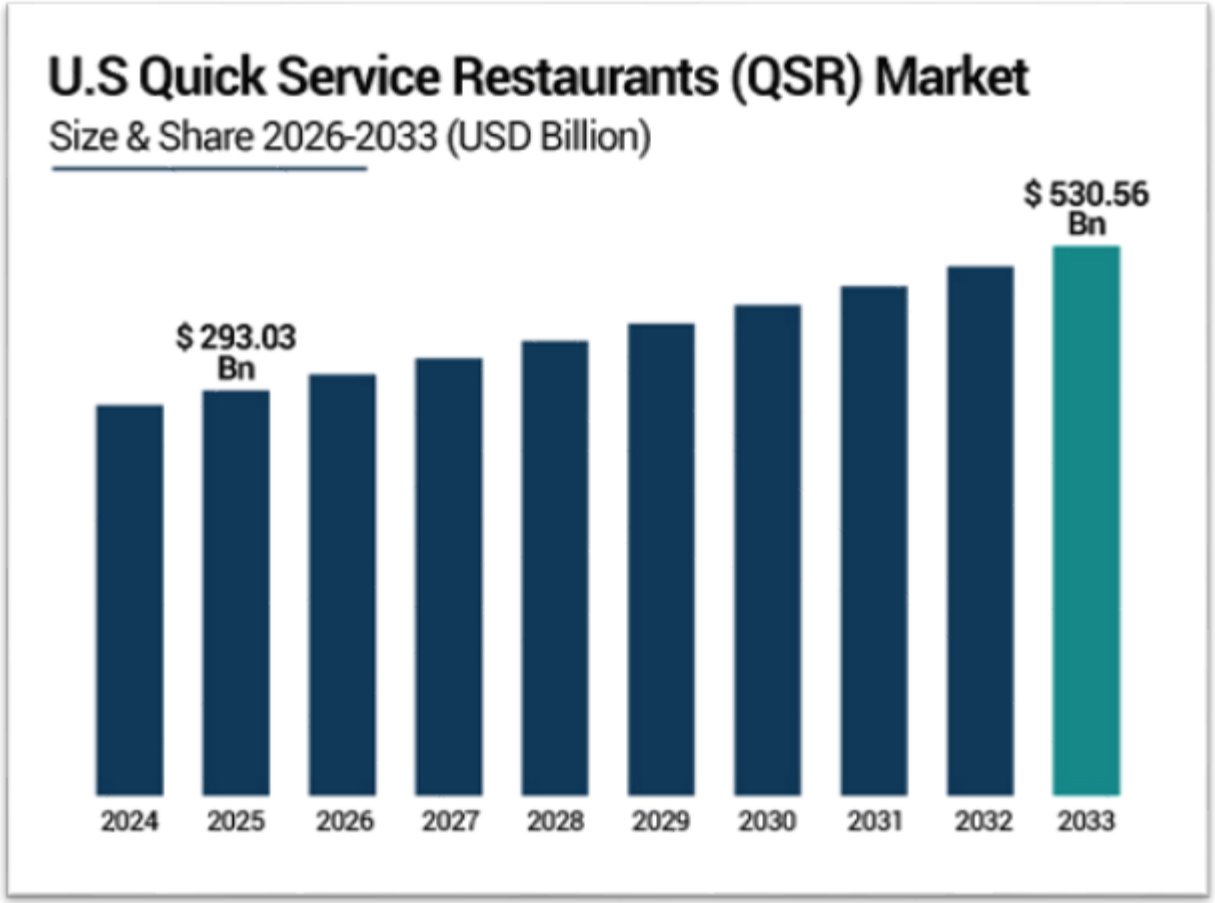
3 Análisis Industria

Industria

- Tamaño del mercado de Quick-Service Restaurant (QSR) en EE.UU. a 2025: **US$293,03B** con un CAGR proyectado de **7.7%.** De estos **US$43.4B** corresponden a pizza.

- Cuota por ingresos 2025: Domino's Pizza (DPZ) **23%**, Pizza Hut **15%**, Little Caesars **14%** y **Papa John's 12%.**

- Cuatro cadenas dominan el ~65% del mercado, mientras que el restante está fragmentado.



Demanda de QSR



- **Delivery y takeaway** concentran la mayor parte del revenue en mercados desarrollados y el gasto en pedidos online crece varias veces más rápido que el dine-in, impulsado por apps de marca y agregadores.
- La demanda de QSR es discrecional y se caracteriza por un gran **componente cíclico.**
- **Foco en value:** durante 2025-2026 la industria QSR vive una guerra de valor intensa. Esto presiona a Papa John's, que tiene un **posicionamiento premium**.
- **Digital y fidelización:** personalización tech y loyalty omnicanal elevan recurrencia y ticket promedio.

Oferta de QSR

Barreras de entrada frente a posibles competidores de gran tamaño:

- **Densidad y economías de escala:** ganar terreno exige miles de locales, logística de delivery y poder de compra.
- **Cadena de suministro:** replicar una red propia de producción y distribución de masa e ingredientes requiere CapEx, años y alianzas claves.
- **Marca y fidelización:** loyalty programs y reconocimiento son difíciles de construir desde cero.
- **Infraestructura de delivery propia + tecnología:** ventaja histórica de las cadenas de pizza frente a otros QSR.
- **Contracara - baja diferenciación del producto:** la pizza es cercana a un commodity, los costos de cambio del consumidor son bajos y la competencia en precio es feroz.

Ventajas Competitivas

Modelo franquicia: ingresos recurrentes por regalías con bajo capital empleado; márgenes mejoran al acelerar el refranchising.

Integración vertical: 13 centros que controlan calidad de ingredientes y generan ingresos estables del sistema. Esto es un activo difícil de replicar.

Posicionamiento premium ("Better Ingredients. Better Pizza."): diferenciación y posicionamiento de marca que permite ofrecer precios mayores.

Delivery propio: menor dependencia de agregadores de terceros, que cobran comisiones elevadas mientras los consumidores rechazan precios más altos por comida a domicilio.

Alta **presencia internacional.**

Ecosistema digital y costo de adquisición de clientes: su programa de fidelización (*Papa Rewards*) y su plataforma de *first-party delivery* concentran la inmensa mayoría de sus transacciones, lo que permite conocer más a los clientes y promover la lealtad de los mismos.



4 Análisis Financiero

Liquidez

- **Razón corriente (0.82x):** Si bien es menor a 1, esto es común en empresas de comida rapida, donde la eficiencia comercial permite cobrar de forma muy rápida y pagar a los proveedores en un plazo mayor.

$$RC = \frac{AC}{PC}$$

- **Test ácido (0.49x):** Debido a que los inventarios de una empresa de comida rápida son alimentos frescos estos se rotan rápidamente, por lo que nuevamente es un námero sujeto a la eficiencia operativa, más que a un peligro inminente.

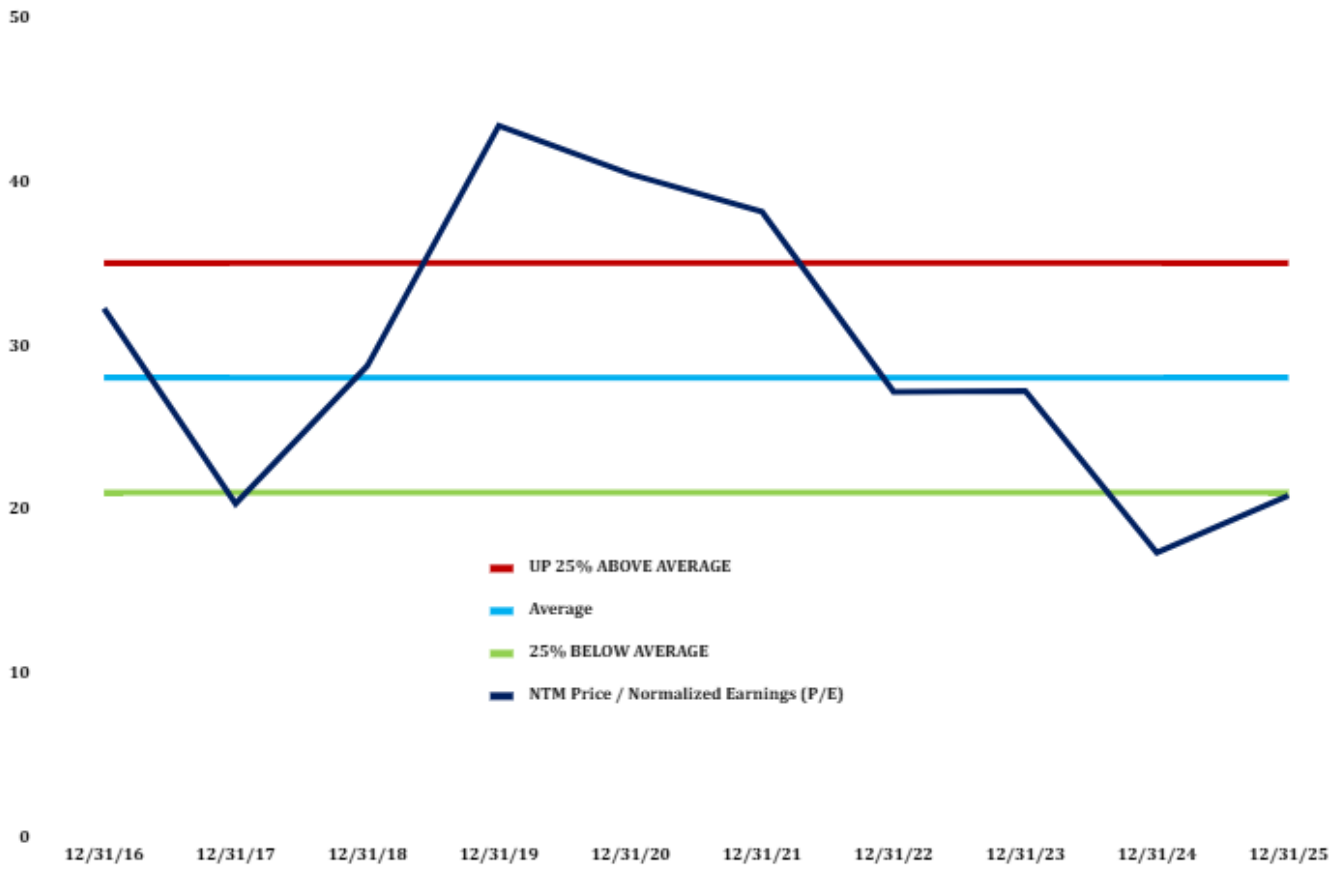
$$PA = \frac{AC - Inv}{PC}$$

- **Caja disponible: US$36.95M**, nuevamente hace sentido con el negocio asset-light el mantener niveles reducidos de caja en el balance.

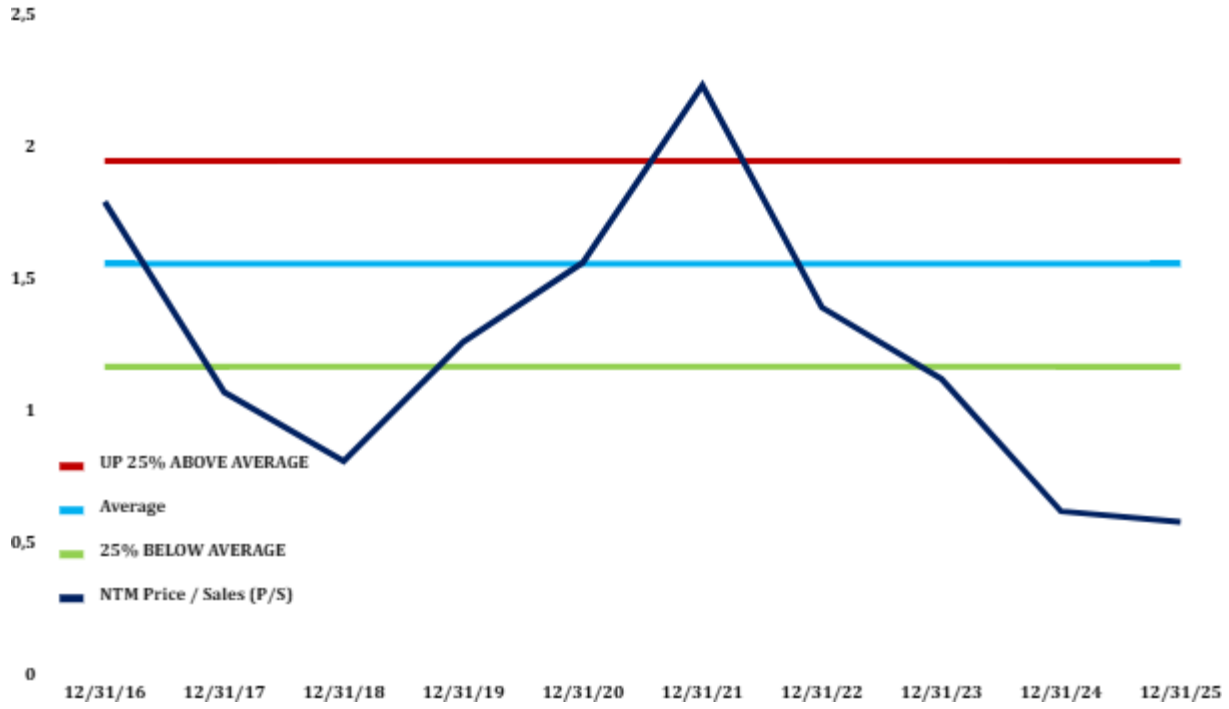
Endeudamiento

- **Razón de endeudamiento (1.52x):** Razón mayor a 1 debido a que la empresa tiene un patrimonio neto negativo, explicado principalmente por recompras de acciones en el pasado y a contracciones de mercado. Además, el cambio en su estrategia de franquicias ha implicado la venta de sus locales propios, implicando una caída en los activos fijos que amplifica este número.

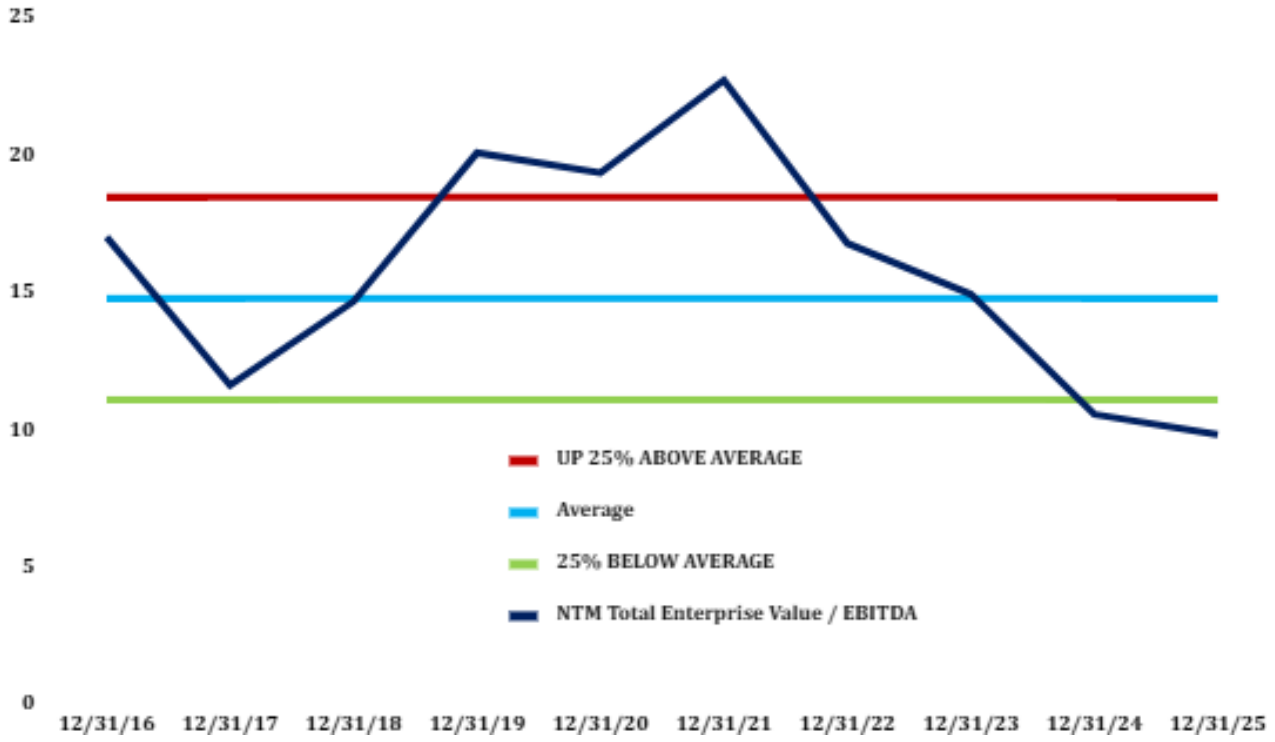
Ratio PER


50
40
30
20
10
0
12/31/16
12/31/17
12/31/18
12/31/19
12/31/20
12/31/21
12/31/22
12/31/23
12/31/24
12/31/25
UP 25% ABOVE AVERAGE
Average
25% BELOW AVERAGE
NTM Price / Normalized Earnings (P/E)

PRICE/SALES


2,5
2
1,5
1
0,5
0
UP 25% ABOVE AVERAGE
Average
25% BELOW AVERAGE
NTM Price / Sales (P/S)
12/31/16
12/31/17
12/31/18
12/31/19
12/31/20
12/31/21
12/31/22
12/31/23
12/31/24
12/31/25

EV/EBITDA


25
20
15
10
5
0
12/31/16
12/31/17
12/31/18
12/31/19
12/31/20
12/31/21
12/31/22
12/31/23
12/31/24
12/31/25
UP 25% ABOVE AVERAGE
Average
25% BELOW AVERAGE
NTM Total Enterprise Value / EBITDA

Planificación Financiera

- **Deuda:** Con una deuda de $679 millones, la empresa ha frenado la recompra de acciones agresivas, para enfocarse en el pago de esta.

- **Dividendo:** Mantiene el pago trimestral de $0.46 por acción, al precio actual de mercado, esto se traduce en un Dividend Yield del 5.7% (superior a sus competidores).

$$\text{Dividend Yield (\%)} = \frac{\text{Dividend Per Share (DPS)}}{\text{Share Price}}$$

- **CAPEX:** Controlado entre los $70M - $80M. Dedicados a inversión en tecnología y plataformas digitales, mantención de locales propios (~7.5% del total y enfocados en EE.UU.), mantención de los centros de distribución (claves en su esquema de ingresos) y para expansión internacional.



5 Riesgos

Evaluación de Riesgos

Dependencia de Norteamérica: ALTO. Aun con la diversificación, la gran mayoría de sus ingresos dependen de USA y Canadá (aprox. 60% de locales). Una contracción económica de estos países generaría un debilitamiento de ingresos.

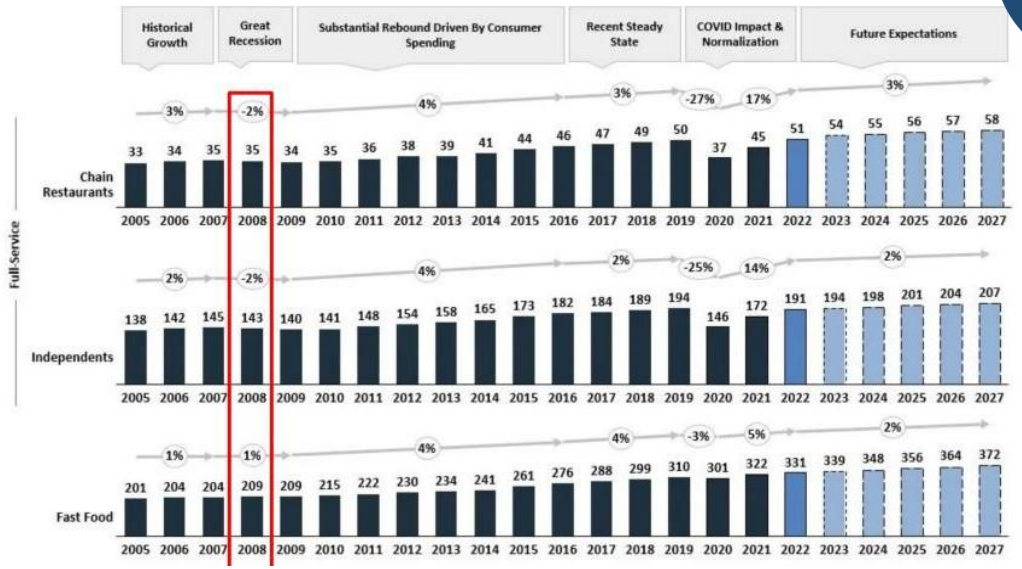
Ciclicidad: MEDIO. Cuando hay crisis el sector comida tiende a ser el primero en caer, aunque QSR se ve menos afectado. Lo que sí afecta es que dentro de ese sector Papa John's tiene un precio premium.

Economías emergentes: MEDIO. Papa John's cobra sus royalties en dólares, una devaluación en las monedas extranjeras (apreciación del dólar) reduce el valor real de los flujos de caja.

Restaurant Progression	Three Months Ended	
	March 29, 2026	March 30, 2025
North America Company-owned:		
Beginning of period	462	539
Opened	—	1
Closed	(5)	(1)
End of period	457	539
North America franchised:		
Beginning of period	3,061	2,975
Opened	8	17
Closed	(39)	(15)
End of period	3,030	2,977
International Company-owned:		
Beginning of period	13	13
End of period	13	13
International franchised:		
Beginning of period	2,547	2,503
Opened	20	29
Closed	(47)	(42)
End of period	2,520	2,490
Total restaurants – end of period	6,020	6,019
Trailing four quarters net restaurant growth	1	105

Comportamiento en Crisis

- Caída de beneficios durante crisis, hoy en día USA y Canadá están en un debilitamiento económico lo que explica la caída de 2024 a 2025, las caídas suelen durar 2 años y luego se tienden a recuperar.
- Vemos que dentro del sector restaurante, el fast food es el menos perjudicado en crisis llegando a incluso crecer en estos períodos.





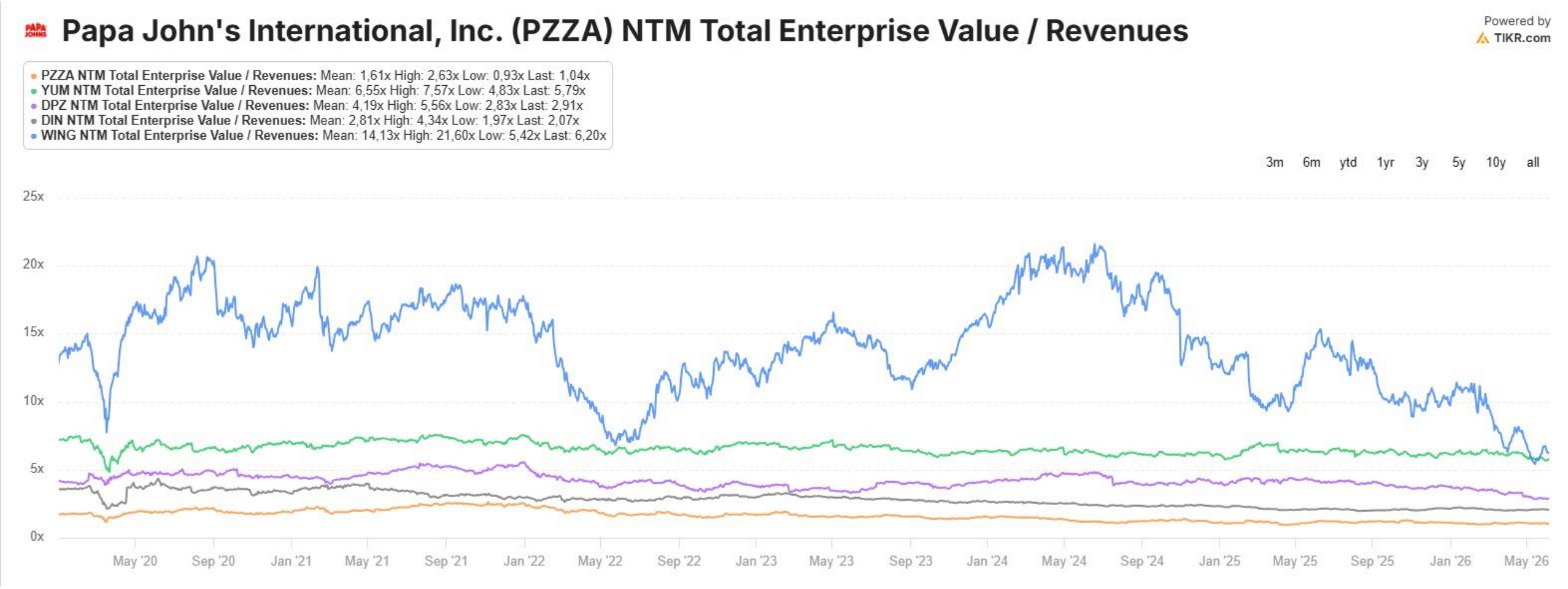




6

PZZA vs Competidores

EV/REVENUES

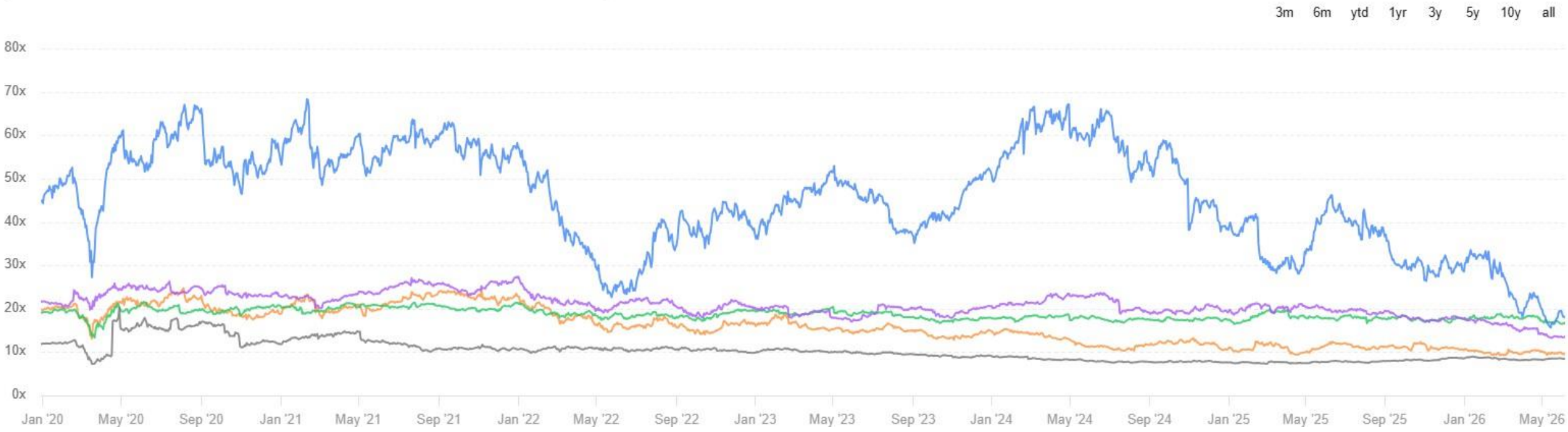

Papa John's International, Inc. (PZZA) NTM Total Enterprise Value / Revenues
Powered by TIKR.com
PZZA NTM Total Enterprise Value / Revenues: Mean: 1,61x High: 2,63x Low: 0,93x Last: 1,04x
YUM NTM Total Enterprise Value / Revenues: Mean: 6,55x High: 7,57x Low: 4,83x Last: 5,79x
DPZ NTM Total Enterprise Value / Revenues: Mean: 4,19x High: 5,56x Low: 2,83x Last: 2,91x
DIN NTM Total Enterprise Value / Revenues: Mean: 2,81x High: 4,34x Low: 1,97x Last: 2,07x
WING NTM Total Enterprise Value / Revenues: Mean: 14,13x High: 21,60x Low: 5,42x Last: 6,20x
3m 6m ytd 1yr 3y 5y 10y all
25x
20x
15x
10x
5x
0x
May '20 Sep '20 Jan '21 May '21 Sep '21 Jan '22 May '22 Sep '22 Jan '23 May '23 Sep '23 Jan '24 May '24 Sep '24 Jan '25 May '25 Sep '25 Jan '26 May '26

EV/EBITDA

Papa John's International, Inc. (PZZA) NTM Total Enterprise Value / EBITDA

Powered by TIKR.com

- **PZZA NTM Total Enterprise Value / EBITDA:** Mean: 15,85x High: 24,75x Low: 9,23x Last: 9,56x
- **YUM NTM Total Enterprise Value / EBITDA:** Mean: 18,70x High: 21,59x Low: 13,38x Last: 16,83x
- **DPZ NTM Total Enterprise Value / EBITDA:** Mean: 21,02x High: 27,41x Low: 13,26x Last: 13,60x
- **DIN NTM Total Enterprise Value / EBITDA:** Mean: 10,23x High: 20,28x Low: 7,26x Last: 8,48x
- **WING NTM Total Enterprise Value / EBITDA:** Mean: 45,62x High: 68,34x Low: 15,69x Last: 17,97x

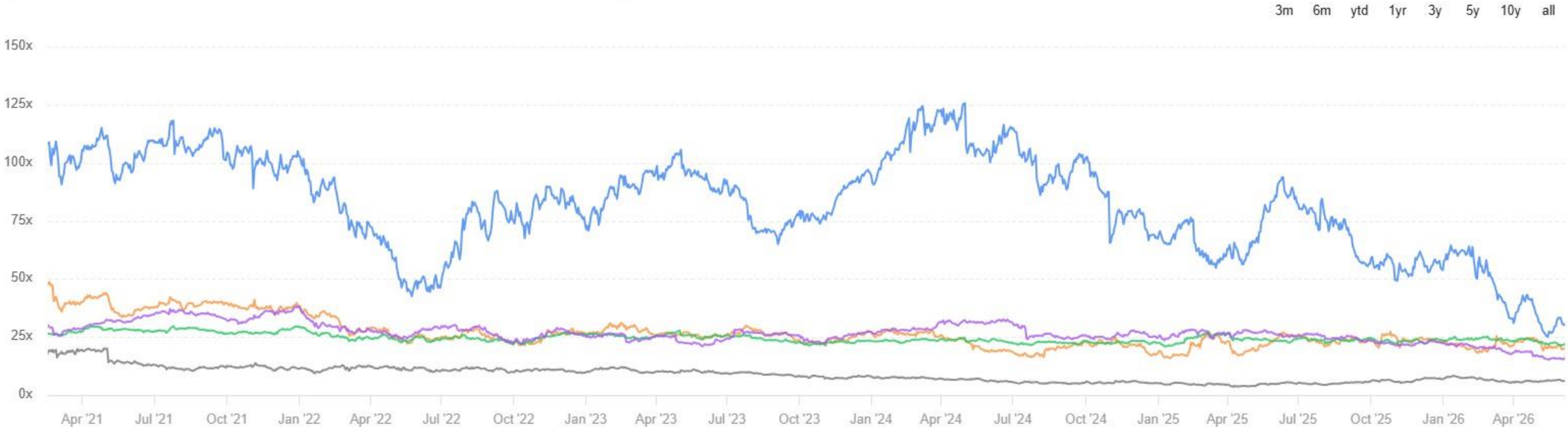


PER

Papa John's International, Inc. (PZZA) NTM Price / Normalized Earnings (P/E)

Powered by TIKR.com

- **PZZA NTM Price / Normalized Earnings (P/E):** Mean: 26,60x High: 48,70x Low: 15,89x Last: 19,85x
- **YUM NTM Price / Normalized Earnings (P/E):** Mean: 24,59x High: 29,71x Low: 20,87x Last: 22,07x
- **DPZ NTM Price / Normalized Earnings (P/E):** Mean: 26,82x High: 38,24x Low: 15,27x Last: 15,88x
- **DIN NTM Price / Normalized Earnings (P/E):** Mean: 8,85x High: 20,14x Low: 3,56x Last: 6,18x
- **WING NTM Price / Normalized Earnings (P/E):** Mean: 82,15x High: 125,62x Low: 25,08x Last: 30,05x

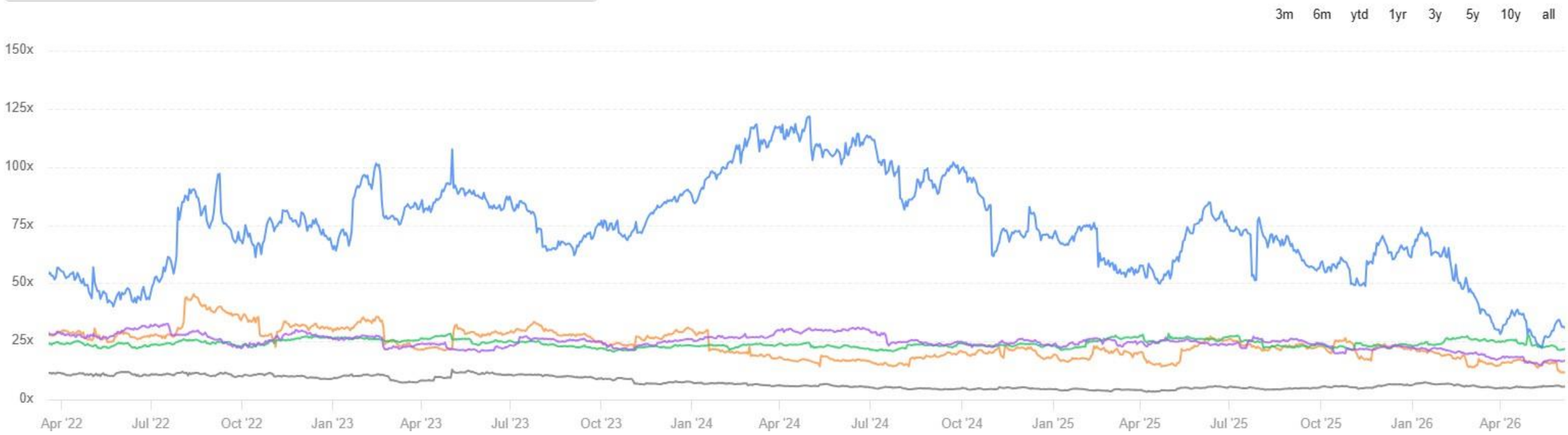


MC/FCF

Papa John's International, Inc. (PZZA) NTM Market Cap / Free Cash Flow

Powered by TIKR.com

- **PZZA NTM Market Cap / Free Cash Flow:** Mean: 23,61x High: 45,33x Low: 11,62x Last: 11,67x
- **YUM NTM Market Cap / Free Cash Flow:** Mean: 24,05x High: 28,32x Low: 20,60x Last: 21,87x
- **DPZ NTM Market Cap / Free Cash Flow:** Mean: 24,75x High: 32,54x Low: 14,65x Last: 16,82x
- **DIN NTM Market Cap / Free Cash Flow:** Mean: 7,25x High: 12,90x Low: 3,26x Last: 5,58x
- **WING NTM Market Cap / Free Cash Flow:** Mean: 73,63x High: 121,61x Low: 22,15x Last: 30,83x





7 Valorización

Múltiplos (Proyecciones)

(millones, excepto EPS)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Sales	1.714	1.783	1.663	1.619	1.813	2.068	2.102	2.136	2.059	2.054	2.033	2.074	2.136	2.200
Y/Y Growth %		4%	-7%	-3%	12%	14%	2%	2%	-4%	0%	-1%	2%	3%	3%
EBITDA	195	196	78	67	146	230	193	213	264	202	203	238	278	286
EBITDA margin %	11%	11%	5%	4%	8%	11%	9%	10%	13%	10%	10%	11%	13%	13%
Depreciation & Amortization Expense	41	44	46	47	50	49	52	64	69	92	91	93	96	99
EBIT	154	153	32	20	96	181	141	149	195	110	112	145	182	187
EBIT margin %	9%	9%	2%	1%	5%	9%	7%	7%	9%	5%	6%	7%	9%	9%
Interest expense (income)	-7,4	-11,3	-25,7	-20,6	-14,9	-19,2	-26,6	-44,6	-43,7	-41,4	-40	-39	-38	-36
EBT	147	141	6	-1	81	162	115	105	151	68	72	106	144	151
Taxes paid (refund)	-50	-34	-3	1	-15	-26	-14	-21	-30	-16	-17	-26	-34	-36
Tax rate %	-34%	-24%	-42%	-77%	-18%	-16%	-13%	-20%	-20%	-24%	-24%	-24%	-24%	-24%
Consolidated Net Income	97	108	4	0	67	136	100	84	121	52	54	81	109	114
Minority Interests - Si existen	-6,27	-4,23	-1,60	-0,79	-2,68	-4,94	-1,58	-0,70	-0,71	-1,59	-2	-2	-3	-3
Net Income	91	103	2	-1	64	131	99	83	121	50	53	78	106	112
Margen beneficio neto % (Net Margi	5%	6%	0%	0%	4%	6%	5%	4%	6%	2%	3%	4%	5%	5%
EPS	2,42	2,83	0,06	-0,03	1,95	3,71	2,76	2,51	3,68	1,53	1,60	2,39	3,27	3,48
Y/Y Growth %		17%	-98%	-151%	-6470%	90%	-26%	-9%	47%	-58%	5%	49%	37%	7%
Fully diluted shares millones	38	37	32	32	33	35	36	33	33	33	33	33	32	32
Y/Y Growth %		-2,9%	-11,6%	-2,1%	3,4%	8,0%	1,1%	-7%	-1%	0%	0%	0%	-1%	-1%

Múltiplos (Proyecciones)

Valoración (millones,excepto EPS)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Market cap						1.131	1.143	1.061	1.050	1.054	1.054	1.054	1.049	1.039
Net Debt	284	444	588	346	172	410	549	717	704	679	672	666	659	653
Dueda neta / EBITDA	1,5	2,3	7,5	5,2	1,2	1,8	2,8	3,4	2,7	3,4	3,3	3,3	2,8	2,4
Enterprise Value (EV)						1.541	1.692	1.778	1.754	1.734	1.727	1.720	1.708	1.691
EBITDA	195	196	78	67	146	230	193	213	264	202	203	238	278	286
EBIT	154	153	32	20	96	181	141	149	195	110	112	145	182	187
Net income	91	103	2	-1	64	131	99	83	121	50	53	78	106	112
FCF	126	148	-21	-26	137	88	105	32	174	78	104	123	159	163

Precio objetivo	2026e	2027e	2028e	2029e
PER ex Cash	28,85	42,99	58,82	62,69
EV / FCF	42,87	54,98	77,53	81,32
EV / EBITDA	53,58	66,93	82,30	86,44
EV / EBIT	30,50	46,11	63,61	67,00
Promedio	*38,95*	*52,75*	*70,56*	*74,36*
PRECIO ACTUAL	32,00	32,00	32,00	32,00

Retorno Anualizado	CAGR 4 años
PER ex Cash	14%
EV / FCF	21%
EV / EBITDA	22%
EV / EBIT	16%
Promedio	18%

Graham

	Graham formula
bono AAA 20 AÑOS	4,4
CRECIMIENTO	0,9
EPS ACTUAL	1,60
PRECIO ACTUAL USD	32,00
VALOR INTRINSECO GRAHAM 2026e	30,14
MARGEN DE SEGURIDAD %	-5,83
bono AAA 20 AÑOS	3,5
CRECIMIENTO	0,9
EPS 2027	2,39
PRECIO ACTUAL USD	32,00
VALOR INTRINSECO GRAHAM 2027e	56,45
MARGEN DE SEGURIDAD %	76,39
bono AAA 20 AÑOS	3
CRECIMIENTO	0,9
EPS 2028	3,27
PRECIO ACTUAL USD	32,00
VALOR INTRINSECO GRAHAM 2028e	90,11
MARGEN DE SEGURIDAD %	181,58

$$\text{INTRINSIC VALUE} = \frac{\text{EPS X } (8.5 + 2g) \text{ X } 4.4}{Y}$$

- EPS: Earnings Per Share
- 8.5 : Assumed P/E Ratio of no growth company
- g: Estimated growth rate for next 7-10 years
- 4.4: average yield of AAA rated Corporate bonds in 1962
- Y: current average yield of AAA rated Corporate Bonds

Transacciones Precedentes

Denny's anunció su venta a un grupo de inversores privados

La cadena de restaurantes será comprada por TriArtisan Capital Advisors, una firma de capital privado

Empresas	Net Debt	Market Cap	Enterprise Value	N Restaurante	EnterpriseV x Restaurante	Acciones Diluidas	Equity Value (implícito)	Precio implícito	Precio Mercado	Upside
DENNYS	298.000.000	322.000.000	620.000.000	1.558	397.946,08	51.500.000	322.000.000	6,25	6,25	-
PZZA	679.000.000	1.054.000.000	1.733.000.000	6.020	287.873,75	33.000.000	1.716.635.430	52,02	32,00	63%



8 Conclusión

Recomendaciones

Escenario	Precio	Escenarios
Caso Bear	25-28	En el caso que Canadá y USA entren en una recesión más profunda, los ingresos de la compañía se verían afectados generando una disminución del precio de la acción a este rango. Si mantenemos el EPS o lo disminuimos a 1.4, con un PER de 18x.
Caso Base	32-37	En el caso de que la empresa se estabilice, el consumo estadounidense mejore y el mercado valore según sus métricas históricas. Este caso se sustenta en múltiplos.
Caso Bull	52-56	El consumo repunta con fuerza, con una bajada en las tasas de interés. Podríamos observar un repunte en la acción, siendo respaldado por Graham y múltiplos.
Caso OPA	47	Irish Capital y Papa John's llegan a un acuerdo, la empresa saldría de mercado al precio acordado en este caso $47 por acción.

- Comprar 4-6% del portafolio, ampliando la exposición a un nuevo sector
- Plazo: Mediano – Largo
- Precio acción hoy: $32