

Wendy's Company – американская сеть быстрого питания, аналог McDonald`s. Кредитный рейтинг эмитента установлен на уровне В от Moody's и S&P.

Уровень финансового рычага по итогам 1 квартала 2017 года более высокий чем у конкурентов с рейтингом В. Снижающаяся год от года доля собственного капитала в активах вызывает опасения по поводу стабильности компании в неблагоприятные периоды. Данный коэффициент снизился за последние 5 лет более чем втрое с 46% до 13%. За тот же период соотношение чистого долга к EBITDA выросло вдвое и сейчас составляет 6,2х. Согласно ожиданиям в течение ближайших 2,5 лет компания сократит финансовый рычаг, и коэффициент чистый долг/EBITDA снизится к концу 2017 года до 5,8х.

Дополнительным негативным фактором является наличие операционного лизинга, минимальная приведенная стоимость которого составляет 1,3 млрд долл. – половину от балансового финансового долга.

Если принять во внимание эти 1,3 млрд долл., то коэффициент чистый долг/EBITDA возрастает до 8,2х. С другой стороны, лидер рынка, McDonald`s, имеет схожую ситуацию с операционным лизингом. Если его также принять во внимание, то коэффициент чистый долг/EBITDA увеличится с отчетных 2,5х до 3,6х.

Позитивным фактором является высокая маржа, с которой работает рассматриваемый эмитент. С 2012 года EBITDA рентабельность выросла с 13% до 31. Такой уровень более чем вдвое превосходит значения компаний циклического сектора с наивысшим кредитным рейтингом. По итогам 2017 года EBITDA маржа составит 37% на уровне лидера индустрии McDonald`s.

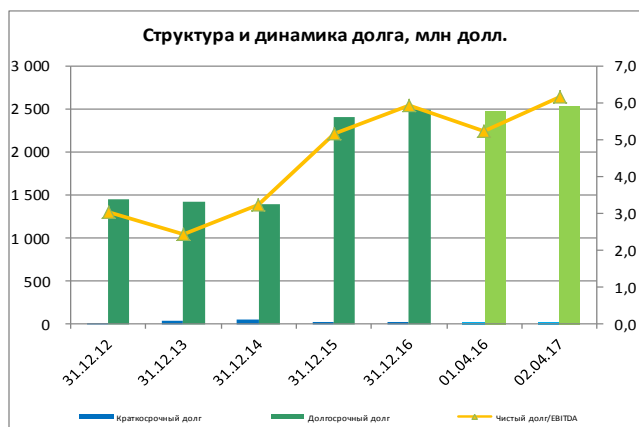
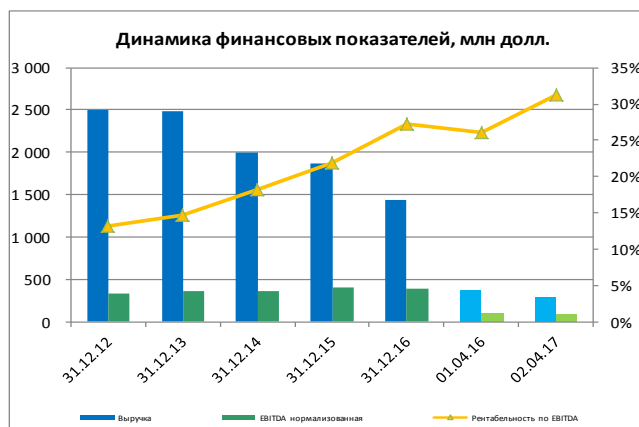
Свободный денежный поток компании весьма переменчивый. В течение последних 5 лет лишь в 2013 и 2015 гг. он был положительным. Согласно ожиданиям в период 2017-2019 гг. за счет денежного потока возможно будет покрыть четверть чистого долга компании. Доходность свободного денежного потока в ближайшие 3,5 года будет нарастать и в 2017 году составит 13%, а к 2021 году достигнет 22%.

Сравнив Wendy's с компаниями циклического сектора по 3 ожидаемым на конец 2017 года года показателям чистый долг/EBITDA, рентабельность EBITDA и доходность свободного денежного потока, считаем, что справедливый рейтинг компании находится на уровне ВВ-ВВВ. Рассматриваемый выпуск торгуется с доходностью 6% годовых. Такой уровень предполагает премию к кривой циклического сектора с рейтингом ВВ в размере 1 п.п., а к той же кривой но с инвестиционным рейтингом – в размере 2,4 п.п. Потенциал роста котировок составляет 6-15%.

Название	Wendy's International LLC
Сектор	Consumer Discretionary
Индустрия	Retail
Погашение/пут опцион	15.12.2025
Колл-опцион	
Доходность	6,0
Композитный рейтинг выпуска	CCC+
Дюрация	6,3
Купон	7,00
Размер выпуска	100MM USD
ISIN	US950590AG46
Страна	UNITED STATES

Основные финансовые показатели

USD, млн	31.12.12	31.12.13	31.12.14	31.12.15	31.12.16	01.04.16	02.04.17
Выручка	2 505	2 487	1 999	1 870	1 435	379	286
ЕВITDA нормализованная	331	366	362	408	391	99	89
Чистая прибыль	7	45	121	161	130	25	22
Активы	4 303	4 363	4 138	4 109	3 939	4 150	3 952
Капитал	1 986	1 929	1 718	753	528	734	525
Денежные средства и эквиваленты	453	580	267	327	198	313	193
Долг	1 458	1 464	1 438	2 426	2 512	2 502	2 553
Краткосрочный долг	13	39	53	23	25	23	25
Чистый долг	1 004	884	1 171	2 099	2 314	2 189	2 359
Операционный денежный поток	190	330	255	212	181	51	39
Капзатраты	-198	-224	-298	-252	-150	-39	-15
Свободный денежный поток	-7	106	-44	-39	31	12	24
Рентабельность по ЕВITDA	13%	15%	18%	22%	27%	26%	31%
Чистая рентабельность	0%	2%	6%	9%	9%	7%	8%
Долг/ЕВITDA	4,4	4,0	4,0	5,9	6,4	6,0	6,7
Чистый долг/ЕВITDA	3,0	2,4	3,2	5,1	5,9	5,2	6,2
ЕВITDA/процентные расходы	3,4	5,3	7,0	4,7	3,4	3,5	3,1
Капитал/Активы	46%	44%	42%	18%	13%	18%	13%
% краткосрочного долга	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Коэффициент текущей ликвидности	2,5	2,6	1,7	2,3	2,0	2,4	2,1
ОДП/Капзатраты	1,0	1,5	0,9	0,8	1,2	1,3	2,6



**Сравнение Wendy`s с рейтингами корпоративных эмитентов**

Median Fundamentals						Company
Leverage & Coverage	AAA/AA	A	BBB	BB	B	WEN US
Total Debt / EBITDA	3,8	1,7	2,1	3,0	5,1	6,7
Net Debt / EBITDA	1,9	0,5	1,2	2,1	4,2	6,2
Total Debt to Total Capital	32%	34,6%	46,4%	54,3%	67,3%	82,6%
Total Debt to Total Equity	47%	48,9%	78,3%	98,9%	184,8%	476,0%
T12M EBITDA / Interest	37,8	21,2	10,7	6,2	3,1	3,4
Profitability	AAA/AA	A	BBB	BB	B	WEN US
Sales 5Yr Avg. Growth	5,6%	5,1%	3,9%	7,4%	3,9%	-13,2%
T12M Gross Margin		29,0%	34,9%	32,3%	40,9%	51,3%
T12M Operating Margin	13,8%	9,2%	11,0%	10,3%	6,7%	19,6%
T12M EBITDA Margin	15,9%	13,3%	15,9%	14,3%	11,2%	28,6%
Return on Equity	10,8%	16,6%	18,6%	15,9%	7,9%	16,2%
Liquidity & Cash Flow	AAA/AA	A	BBB	BB	B	WEN US
T12M FCF Margin		6,8%	6,7%	5,3%	3,5%	3,5%
Free Cash Flow to Total Debt		27%	21%	12%	5%	2%
Current Ratio	1,4	1,4	1,3	1,4	1,4	2,0
Cash Ratio	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,9
Cash Conversion Cycle		68,1	40,7	47,3	57,3	7,7
Efficiency & Other	AAA/AA	A	BBB	BB	B	WEN US
Working Capital to Sales	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Asset Turnover	0,5	1,0	1,0	1,0	0,8	0,3
Capital Expenditure to Sales		3,3	4,0	3,1	3,1	10,5
Altman's Z-Score	1,9	3,6	3,7	2,9	2,0	1,8
Health Grade	6,0	7,0	7,0	5,0	3,0	3,0

Заявление об ограничении ответственности. Настоящие обзоры подготовлены в информационных целях. Они ни в коем случае не являются и не должны рассматриваться как предложение купить или продать соответствующие ценные бумаги. Информация, содержащаяся в данных обзорах, получена из вызывающих доверия открытых источников. Несмотря на то, что при подготовке обзоров были предприняты необходимые меры для получения достоверной информации, ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ» не исключает возможность включения в обзор ошибочной информации, предоставленной соответствующими источниками, и не несет за это ответственности. ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ», его работники и клиенты могут быть заинтересованы в покупке или продаже ценных бумаг, упомянутых в обзорах.

**ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ»**

<http://www.russ-invest.com>