



Universidad de San Andrés

Escuela de Negocios

Maestría en Finanzas

Valuación the Wendy's Company (WEN)

Autora: Carla Cecilia Lubrina

DNI: 32204229

Mentor de Tesis: Alejandro Loizaga

Victoria, Buenos Aires, 2018



Universidad de
San Andrés

MAESTRÍA EN FINANZAS

VALUACIÓN THE WENDY'S COMPANY (WEN)



Autor: Carla Cecilia Lubrina

D.N.I.: 32.204.229

Profesor: Alejandro Loizaga

2018

Índice

| | |
|---|----|
| 1. Resumen ejecutivo | 6 |
| 2. Análisis de la empresa | 7 |
| 3. Industria de los restaurantes | 15 |
| 3.1 Índice de <i>performance</i> de restaurantes | 16 |
| 3.2 Ventas..... | 17 |
| 3.3 Competidores | 19 |
| 3.4 Análisis de Porter (5 Fuerzas) | 25 |
| 3.5 Contexto macroeconómico | 26 |
| Crecimiento anual del PBI real de Estados Unidos | 27 |
| Tasa de desempleo de Estados Unidos para el periodo 2007-2017 | 28 |
| Índice de confianza del consumidor..... | 29 |
| Conclusión contexto macroeconómico..... | 29 |
| 3.6 Riesgos..... | 30 |
| 3.7 Perspectivas de la empresa..... | 31 |
| A corto plazo | 31 |
| A largo plazo | 32 |
| 4. Análisis financiero | 32 |
| 4.1 Estado de flujo de efectivo..... | 33 |
| 4.2 Capital de trabajo..... | 35 |
| 4.3 Ratios de liquidez | 35 |
| 4.4 Ratios de endeudamiento y solvencia | 37 |
| Deuda sobre Patrimonio neto | 37 |
| Cobertura de intereses..... | 38 |
| 4.5 Ratios de rentabilidad | 39 |
| Utilidad Bruta | 39 |
| Margen EBIT y Margen EBITDA | 39 |
| Retorno sobre activos (ROA) | 43 |
| Retorno sobre capital (ROE)..... | 43 |
| Retorno sobre el capital invertido (ROIC) | 44 |
| Conclusiones de los ratios | 47 |
| 4.6 Ratios específicos de la industria | 47 |
| Crecimiento orgánico (SSS) | 48 |

| | |
|---|----|
| Ventas por local..... | 48 |
| Ratios específicos de la industria con competidores | 49 |
| Crecimiento de ventas | 49 |
| Apertura de locales | 50 |
| Crecimiento orgánico (SSS) | 51 |
| Ventas por local..... | 52 |
| 5. Metodología de valuación..... | 53 |
| 5.1 Valor terminal..... | 54 |
| 5.2 Proyección de flujo de fondos descontados | 55 |
| 5.3 Depreciaciones y amortizaciones | 55 |
| 5.4 Capex o Inversiones en capital..... | 56 |
| 5.5 Variación de capital de trabajo | 56 |
| 5.6 Tasa impositiva..... | 56 |
| 5.7 Tasa de descuento..... | 57 |
| 5.7.1 Tasa de costo de capital accionario..... | 57 |
| 5.7.2 Costo de la deuda financiera..... | 60 |
| 6. Modelo de proyecciones..... | 61 |
| 7. Valuación por múltiplos | 70 |
| 8. Conclusiones..... | 72 |
| Bibliografía | 73 |
| Anexos | 74 |

Tabla de gráficos

| | |
|--|----|
| Gráfico 1 – Locales | 8 |
| Gráfico 2 - Ventas..... | 9 |
| Gráfico 3 – Ventas por región geográfica..... | 9 |
| Gráfico 4 – Costos operativos | 10 |
| Gráfico 5 – Desempeño de la acción WEN..... | 10 |
| Gráfico 6 – Retorno del accionista % - total acumulado..... | 11 |
| Gráfico 7 – Dividendos por acción | 12 |
| Gráfico 8 – Índice de performance de la industria de los restaurantes..... | 17 |
| Gráfico 9 – Ventas en la industria de las comidas y las bebidas en USA. | 18 |
| Gráfico 10 – Consumos en el sector de comidas rápidas en USA..... | 19 |
| Gráfico 11 – Ventas de empresas competidoras. | 22 |
| Gráfico 12 – Ventas por modelo de negocio..... | 24 |
| Gráfico 13 – Locales de empresas competidoras..... | 24 |
| Gráfico 14 – Crecimiento anual del PBI en USA. | 27 |
| Gráfico 15 – Tasa de desempleo de Estados Unidos para 2007-2017..... | 28 |
| Gráfico 16 – Índice de confianza del consumidor. | 29 |
| Gráfico 17 – Estructura de inversión..... | 33 |
| Gráfico 18 – Estructura de financiamiento. | 33 |
| Gráfico 19 – Flujo de efectivo. | 34 |
| Gráfico 20 – Capital de trabajo | 35 |
| Gráfico 21 – Ratios de liquidez..... | 36 |
| Gráfico 22 – Ratios de liquidez con competidoras del sector..... | 37 |
| Gráfico 23 – Ratios de endeudamiento..... | 38 |
| Gráfico 24 – Ratios de cobertura de intereses..... | 38 |
| Gráfico 25 - Utilidad bruta y margen de utilidad bruta (%). | 39 |
| Gráfico 26 - Ebit y Margen Ebit..... | 40 |
| Gráfico 27 – EBITDA Y Margen EBITDA (%). | 40 |
| Gráfico 28 – Margen Bruto con competidoras..... | 41 |
| Gráfico 29 – Margen Ebit con competidoras. | 42 |
| Gráfico 30 – Margen Ebitda con competidoras. | 42 |
| Gráfico 31 – Retornos sobre activos (ROA)..... | 43 |
| Gráfico 32 – Retornos sobre capital (ROE)..... | 44 |
| Gráfico 33 – Retornos sobre el capital invertido (ROIC). | 45 |
| Gráfico 34 – ROA con empresas competidoras..... | 46 |
| Gráfico 35 – ROIC con competidoras. | 47 |
| Gráfico 36 – Crecimiento orgánico..... | 48 |
| Gráfico 37 – Ventas por local. | 49 |
| Gráfico 38 – Crecimiento de ventas..... | 50 |
| Gráfico 39 – Crecimiento de locales con competidoras..... | 51 |
| Gráfico 40 – Crecimiento orgánico..... | 52 |
| Gráfico 41 – Ventas por local. | 53 |
| Gráfico 42 – Análisis de regresión lineal – Beta WEN..... | 59 |
| Gráfico 43 – Crecimiento de ventas – Escenario base | 62 |

| | |
|--|----|
| Gráfico 44 – Locales – Escenario base..... | 62 |
| Gráfico 45 – Ganancia Operativa – Escenario base..... | 63 |
| Gráfico 46 – Crecimiento de ventas – Escenario optimista. | 65 |
| Gráfico 47 – Locales – Escenario optimista..... | 65 |
| Gráfico 48 – Ganancia operativa – Escenario optimista. | 66 |
| Gráfico 49 – Crecimiento de ventas – Escenario pesimista. | 68 |
| Gráfico 50 – Locales – Escenario: pesimista..... | 68 |
| Gráfico 51 – Ganancia operativa – Escenario pesimista. | 69 |



Universidad de
SanAndrés

1. Resumen ejecutivo

El presente trabajo tiene por objeto determinar el valor presente de la empresa “*The Wendy’s Company*”, de su capital accionario al 29 de diciembre de 2017¹.

Para efectuar la valuación se utilizará como metodología principal el modelo de Flujo de Fondos Descontados, que incluye la estimación de un escenario base y para complementar, dos escenarios más, uno, optimista y otro, pesimista.

Los flujos de fondos se proyectarán en dólares y en valores nominales, en base a las variables que afectan en mayor medida a la generación de valor en la empresa (las ventas en los mismos locales, los márgenes operativos, la apertura de nuevos locales y las necesidades de inversión).

El valor de la compañía se obtendrá descontando los flujos de fondos a una tasa costo promedio ponderado de capital (WACC), medida en dólares y en términos nominales.

En tanto, la metodología de valuación por múltiplos, será utilizada como complementaria. Ésta, estima el valor de una compañía, a partir del valor conocido de otra empresa de características similares. A tales, efectos se seleccionarán aquellas que son comparables de acuerdo a sus características, para lograr la mayor representatividad posible.

En base a los resultados obtenidos por ambos métodos, se establecerán rangos probables de valor para la compañía.

¹ Fecha de cierre de ejercicio económico 2017 de la compañía.

2. Análisis de la empresa

The Wendy's Company es la tercera compañía de restaurantes de servicio rápido más grande del mundo, en el segmento de sándwiches de hamburguesas. *Wendy's* se dedica principalmente al negocio de operar, desarrollar y franquiciar restaurantes de servicio rápido con características distintivas y donde se sirve comida de alta calidad. La misma, cuenta con 12.100 empleados².

Cada restaurante de *Wendy's* ofrece un extenso menú que se especializa en sándwiches de hamburguesa y de filete de pechuga de pollo. En el menú de compañía también se incluyen: los *nuggets* de pollo, el chile, las papas fritas, las papas al horno, las ensaladas recién preparadas, los refrescos, los postres *Frosty*[®] y las comidas para niños. Además, los restaurantes venden una variedad de productos promocionales por un tiempo limitado. En algunos restaurantes de Estados Unidos, la empresa ofrece desayunos.

Lo que ha caracterizado desde siempre a la compañía es, el enfoque tan fuerte en su calidad y en, sus esfuerzos por mejorar la relación con sus clientes, haciéndolos sentir como en su hogar.

2.1 Locales

Al 31 de diciembre de 2017, había un total de 6.634 locales, de los cuales 337 eran restaurantes operados por la compañía y, 6.297 eran franquiciados de *Wendy's*, 504, de los cuales, estaban ubicados fuera de Estados Unidos.

Durante 2016, 2015 y 2014, se completó la venta de 310, 327 y 255 restaurantes operados por la compañía a franquiciados, respectivamente, que dieron como resultado la finalización del plan de la empresa para reducir sus operaciones en restaurantes propios.

Es posible ver en el gráfico número 1: Locales, que el número total de locales crece a una tasa compuesta de 0,6% a lo largo de los últimos cuatro años. En la actualidad, *The Wendy's Company*, planea continuar optimizando su sistema, al facilitar las transferencias de restaurantes de franquicia a franquicia, como así también la incorporación de nuevas franquicias, para impulsar nuevos restaurantes como resultado de un plan de expansión.

² Al cierre de los estados contables de la compañía.

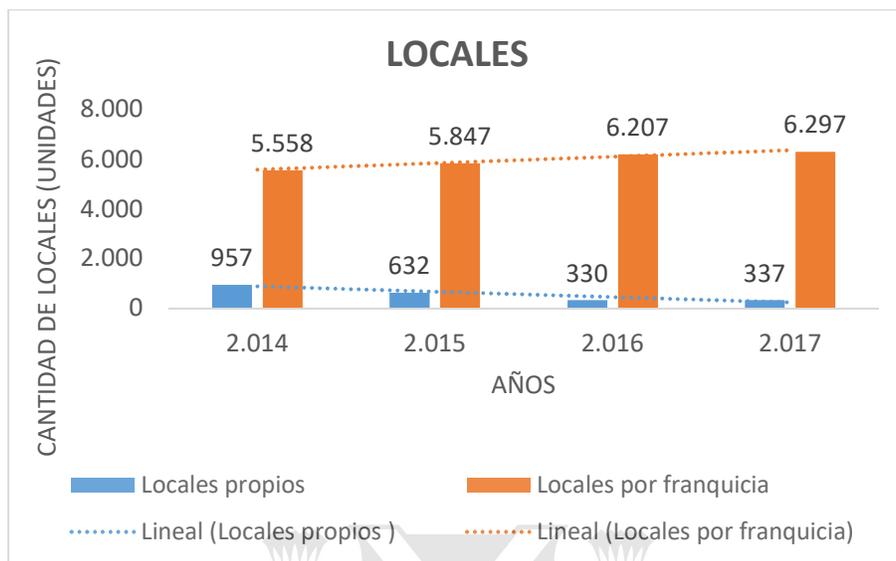


Gráfico 1 – Locales

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de *The Wendy's Company*.

2.2 Ventas y costos operativos

Los ingresos de *Wendy's* provienen de dos fuentes principales: las ventas por los restaurantes operados por la compañía y, las ventas relacionadas con las franquicias, incluidos las regalías, los alquileres y los honorarios, recibidos de los restaurantes franquiciados.

Para 2017, los ingresos provenientes de los restaurantes operados por la compañía representaron aproximadamente un 50% del total de ventas.

En el gráfico número 2: Ventas, se observa una disminución en las mismas. La tasa de crecimiento compuesta promedio³ para el periodo 2014-2017 fue de -15,09%. Si se desagregan las ventas en, aquellas provenientes de locales propios como, aquellas derivadas de las franquicias, las CAGR equivalen a -27,11% y 15,48%, respectivamente. Esto, se debe a la iniciativa de optimización de la empresa, mediante la venta de restaurantes operados por la compañía a franquiciados. Esta política, tal como se puede apreciar en el gráfico número 4: Costos operativos, trajo aparejada una reducción de los costos operativos de la empresa. Cabe destacar, que la participación de los rubros que los componen (alimentos, bebidas y embalajes; costos laborales; ocupación, publicidades y otros costos operativos) se mantuvo constante durante el periodo analizado. La tasa de crecimiento compuesta para los costos operativos ascendió a 27,66%.

³ CAGR: tasa de crecimiento compuesta promedio.

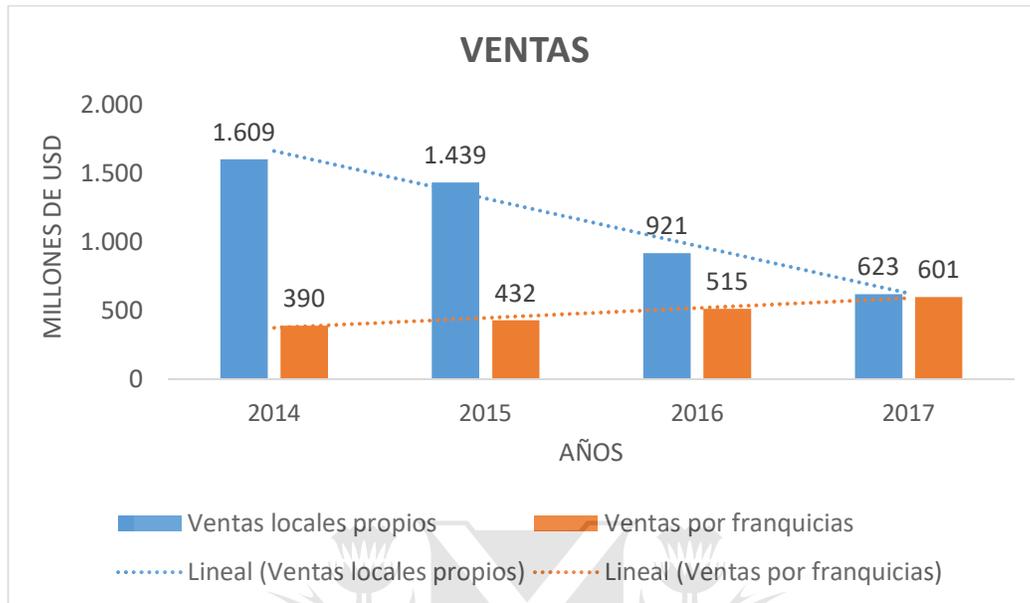


Gráfico 2 - Ventas

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de *The Wendy's Company*.

Si se clasifican a las ventas de acuerdo a la ubicación geográfica, se puede observar que, Estados Unidos lidera con un 95% para el último año y, 93% promedio para los últimos cuatro años.

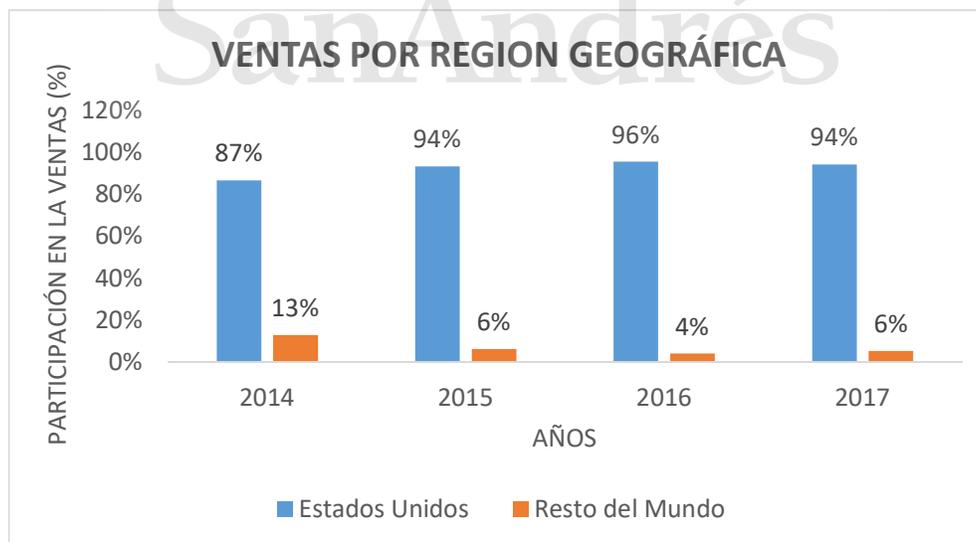


Gráfico 3 – Ventas por región geográfica

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de *The Wendy's Company*.



Gráfico 4 – Costos operativos

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de *The Wendy's Company*.

2.3 Acción

En el gráfico número 5: Desempeño de acción WEN, se aprecia que, a lo largo de los últimos cinco años, el precio de la acción de la empresa objeto de estudio ha aumentado. La tasa de crecimiento compuesta equivale a, 21,27%. El valor de la acción al cierre del ejercicio 2017 fue de USD 16,17.



Gráfico 5 – Desempeño de la acción WEN

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de *The Wendy's Company*.

2.4 Retornos

En el siguiente gráfico (número 6: Retorno del accionista % - Total acumulado), se muestra el rendimiento total acumulado de los accionistas de la compañía en relación a: las evoluciones del *S&P Midcap 400® Index*⁴ y un grupo de pares personalizado⁵. Los rendimientos establecidos, suponen una inversión inicial de USD 100 para el año 2012 y, la reinversión de todos los dividendos cuando se reciben los mismos para el periodo 2012-2017.

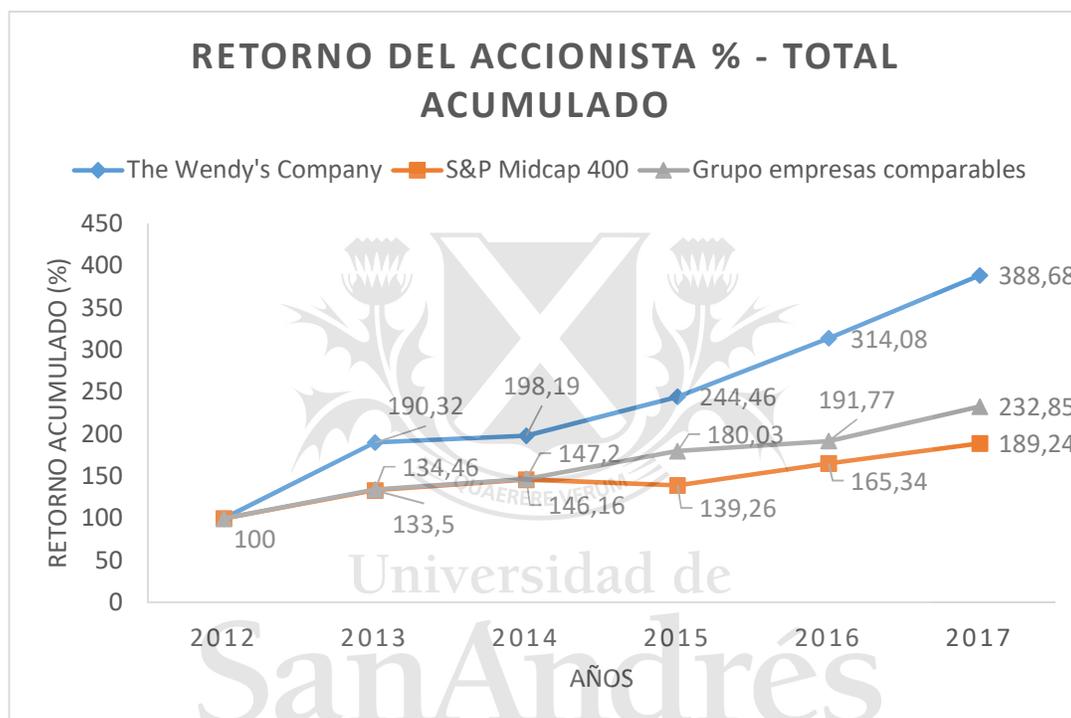


Gráfico 6 – Retorno del accionista % - total acumulado.

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de *The Wendy's Company*.

2.5 Dividendos

⁴ El *S&P MidCap 400®* proporciona a los inversionistas un "benchmark" para las compañías de tamaño mediano o *midcap*. El índice mide el desempeño de las compañías de tamaño mediano, reflejando las características distintivas de riesgo y retorno de este segmento de mercado.

⁵ Las 15 compañías incluidas en el grupo de pares de la Compañía son: *Brinker International Inc., Chipotle Mexican Grill, Inc., Darden Restaurants, Inc., DineEquity, Inc., Domino's Pizza, Inc., Dunkin' Brands Group, Inc., Jack In The Box Inc., McDonald's Corporation, Papa John's International, Inc., Red Robin Gourmet Burgers, Inc., Marcas de restaurantes International Inc., Sonic Corp., Starbucks Corporation, The Wendy's, y Yum! Marcas, Inc.*

A partir del gráfico número 7: Dividendos por acción, es posible observar que, en los últimos 8 años, la compañía pagó dividendos en efectivo. Durante el año fiscal 2017, *The Wendy's Company* pagó trimestralmente dividendos en efectivo de \$ 0.07 por acción de acciones comunes. Durante el 2018, la empresa declaró que se pagaría un dividendo de \$ 0.085 por acción el 15 de marzo de 2018, otro el 15 de junio de 2018 y como última fecha de pago, el 18 de septiembre de 2018. La distribución de dividendos es una señal positiva.



Gráfico 7 – Dividendos por acción

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de *The Wendy's Company*.

2.6 Historia

Wendy's es una empresa multinacional de restaurantes de comida rápida con sede en *Dublin, Ohio* (Estados Unidos). Se fundó en 1969, por *Daves Thomas*.



1969

1970

1975

1976

El primer restaurante de *Wendy's* abrió sus puertas en el año 1969, a las afueras de *Columbus, Ohio*. La carta era reducida y se centraba en promocionar la calidad de las carnes de sus productos. Al año siguiente abrió su segundo local, con una innovación para la industria de restaurantes de servicio rápido: una ventana de recogida con una parrilla separada. A partir de

1972, la empresa comenzó a franquiciar, en base a un modelo geográfico. En 1975, inició la expansión internacional en Canadá. Un año más tarde, comenzó con la oferta pública de sus acciones, mediante la emisión de un millón de acciones en NASDAQ⁶.



1978

1979

1980

1981

En 1978 la compañía abrió el local número 1000, en *Springfield, Tennessee*, estableciendo un un récord en la industria al abrir 1.000 restaurantes en 100 meses. *Wendy's* comienza su programa de diversificación de menús, agregando una barra de ensaladas. Dos años después, inauguró el local número 2000. En 1981, las acciones de *Wendy's* comienzan a cotizar con el símbolo de WEN.



1984

1985

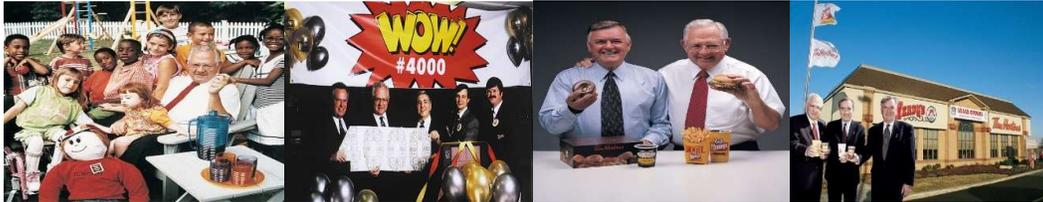
1989

1990

Daves Thomas, su director ejecutivo y fundador, se alejó de sus funciones en 1982, aunque siguió participando en la empresa. Durante los años '80, se recrudeció la competencia entre las cadenas de comida rápida, con campañas muy agresivas por parte de McDonald's y Burger King. Como resultado de dicha situación, la respuesta de *Wendy's* fue promocionar el tamaño de sus piezas de carne, y su campaña publicitaria: ¿Dónde está la carne?, se convirtió en una de las más populares de la época. En 1985, los locales abiertos alcanzan los 3.000. Sin embargo, debido a la fuerte competencia, la empresa no pudo sostener el ritmo de crecimiento y registró grandes pérdidas. Esto hizo regresar a *Daves* a sus funciones, quien contrató a un experimentado franquiciador, *James W. Near*. Dos años más tarde, *Wendy's* realizó otro movimiento de marketing audaz, al presentar el menú *Super Value*, que incluía nueve artículos

⁶ NASDAQ: *National Association of Securities Dealers Automated Quotation*, es la segunda bolsa de valores automatizada y electrónica más grande de los Estados Unidos, siendo la primera la Bolsa de Nueva York.

de calidad disponibles todos los días por solo 99 centavos de dólar estadounidense cada uno. Al año siguiente, la empresa presentó el sándwich de pollo a la parrilla, como parte de una política corporativa de nutrición ampliada. Luego, va incorporando una amplia gama de ensaladas frescas en el menú.



1992

1992

1995

1997

En 1992, como resultado del fuerte compromiso de la empresa con la sociedad, se creó la *Dave Thomas Foundation for Adoption*[®], una organización benéfica para los niños en hogares de guarda, año en el que la empresa alcanza los 4.000 restaurantes. Tres años más tarde, *Wendy's* se fusionó con *Tim Hortons*[®], una cadena de restaurantes canadienses de café y productos horneados. Para 1997, hay un total de 5.000 locales abiertos.



2001

2003

2004

2006

En el año 2001, *Wendy's* llegó a los 6.000 restaurantes, al año siguiente, su fundador muere. En 2003, la empresa abrió un moderno centro de innovación para la investigación y el desarrollo en su sede corporativa en *Dublin, Ohio*. Como resultado del progreso y la concientización de la comida saludable, dos años más tarde, la compañía presentó cambios en el menú de niños, permitiendo la sustitución de frutas por las papas fritas y leche, en lugar de refrescos. En este sentido, en el combo de "adultos", se ofreció reemplazar papas horneadas, chiles pequeño o ensaladas, por las papas fritas, al ordenar los combos. Así mismo, la empresa anuncia el cambio de aceite de cocina no hidrogenado, con 0 gramos de grasas trans para papas fritas y productos de pollo empanado, reduciendo significativamente de este modo los ácidos grasos trans (TFA) en su menú.



2008

2011

2012

ACTUALIDAD

En 2008, *Wendy's* y *Arby's* se fusionaron, creando una nueva compañía pública llamada *The Wendy's / Arby's Group, Inc.*, con sede en *Atlanta, Georgia*. Tres años más tarde, *The Wendy's Company* cambió la cotización de sus acciones de la Bolsa de Nueva York a *NASDAQ*.

A partir de ese momento, la empresa implementó un proceso de transformación que llega hasta la actualidad, el mismo incluye la modernización de la marca y mejoras en la experiencia del cliente. Las iniciativas clave incluyen nuevos y audaces diseños de restaurantes, innovación de los productos, mayor publicidad y el desarrollo de medios digitales atractivos.

3. Industria de los restaurantes

Debido a la dinámica cambiante dentro de la industria, se ha observado un crecimiento de la diversidad en los conceptos de restaurantes como así también, en las opciones de menú. Ya no, todos los restaurantes de servicio rápido son creados igualmente.

La industria de los restaurantes se clasifica en dos grandes categorías:

- Restaurantes de **servicio rápido o limitado**, se distinguen por presentar un servicio expeditivo, con una selección limitada de comida, servicio limitado y se enfocan en la preparación y entrega ágil.
- Restaurantes de **servicio completo**, se caracterizan por ofrecer gran variedad de menús, se clasifican en términos de precio, menú o ambiente.

El servicio de mesa es lo que diferencian a las dos categorías y es por eso que, el modelo de negocio que presenta es distinto en cada uno de los casos, consecuentemente su forma de gestión, márgenes y costos asociados. Los restaurantes con servicio completo, para el año 2016, representaron un 48,50%, en tanto los de servicio rápido, 43,8%. El resto, representado por el segmento *fast-casual* y *casual dining*, cuya participación en la industria está en ascenso.⁷

⁷ <https://www.franchisehelp.com/industry-reports/fast-casual-industry-analysis-2018-cost-trends/>

Así mismo, es posible identificar tres categorías, que pueden ser consideradas como parte de los restaurantes de servicio limitado. Las mismas, se describirá a continuación:

- Los restaurantes **fast-food (QSR⁸)**, ofrecen menús limitados (sándwiches, hamburguesas, pizzas, ensaladas, entre otros) y no ofrecen servicio de mesa. El precio promedio va desde los USD 4 a los 7 USD. Su ambiente es funcional, millones de clientes ingresan a este tipo de restaurantes, hacen su pedido y se van con copias exactas del mismo plato que la gente está comiendo en (casi) cualquier otro lugar. Sin embargo, hay una tendencia creciente hacia la comida rápida de alto nivel como resultado de una elevada competitividad. Estos tipos de restaurantes se enfocan en la consistencia de la experiencia, la asequibilidad y la velocidad. En este segmento se encuentran, por ejemplo: *The Wendy's Company, Mc Donald's, Burger King*.
- En el segmento **casual dining**, la gama de opciones de menús es mucho más amplia. El precio promedio por comida es de USD 15. El ambiente varía considerablemente, siendo sus instalaciones más atractivas que los estándares de los restaurantes *fast-food*. Sus cuyos líderes son: *TGI Fridays, Applebee's y Chili's*.
- Por último, el segmento **fast-casual** toma prestado un poco de comida rápida y un poco de comida casual. Este tipo de establecimiento se especializa en una selección de menú más exclusiva y diversa. Puede incluir servicio a la mesa o no. El diseño de las instalaciones está entre los dos segmentos desarrollados anteriormente. Se posicionan en el mismo: *Chipotle Mexican Grill Inc y Panera Bread*.

A pesar de los segmentos dentro de la industria, y en especial, de los de servicio limitado, los restaurantes de comida rápida son los que representan más del 50% de las ventas de todo el sector. Sin embargo, esta tendencia está cambiando producto de la introducción de nuevos segmentos, especialmente del *fast-casual*, que continúa ganando mercado, tal como fuera mencionado anteriormente.

3.1 Índice de *performance* de restaurantes⁹

Se detallará a continuación la evolución del índice de desempeño de los restaurantes de Estados Unidos. El valor 100 representa el límite por sobre el cual, la industria está en una situación favorable, o por debajo, desfavorable. Esto hace referencia al crecimiento en el primer caso, y a la contracción, en el segundo. En el gráfico número 8: Índice de *performance* de la industria de los restaurantes, se observa que, a lo largo del 2017 el mismo estuvo en fase de

⁸ Las siglas de los restaurantes de comidas rápidas o *fast-food* en inglés son: *QRS (quick service restaurant)*.

⁹ El RPI (*Restaurant Performance Index*) consta de dos componentes: la situación actual del Índice, que mide las tendencias actuales en cuatro indicadores de la industria (las ventas en los mismos locales, el tráfico, la mano de obra y los gastos de capital), y el Índice de expectativas, que mide las perspectivas a seis meses de los operadores de restaurantes para cuatro indicadores de la industria (las ventas en los mismos locales, los empleados, los gastos de capital y las condiciones comerciales).

crecimiento en todos sus meses, producto del crecimiento de las ventas y expectativas favorables en el sector. En base a información del sector, si se analizan los últimos 7 años en promedio, para ninguno de los años, el valor se ubicó por debajo de 100. Sin embargo, el año de menor crecimiento en promedio fue 2011, seguido por 2016. En base a estos resultados, es posible decir que hay perspectivas favorables para la industria de los restaurantes.

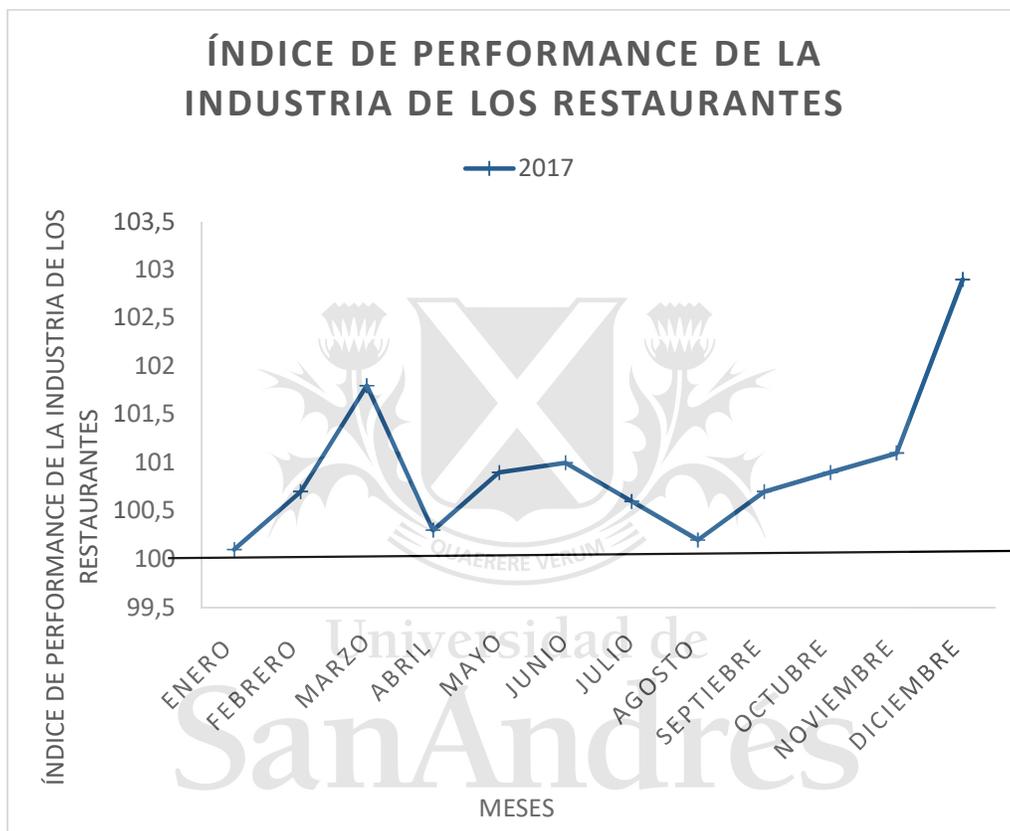


Gráfico 8 – Índice de performance de la industria de los restaurantes.

Fuente: elaboración propia en base a la *National Restaurant Association*.

3.2 Ventas

Más allá de la fase de expansión y crecimiento en que se encuentra la industria en la actualidad, las ventas para el año 2017 sumaron USD 799 billones, frente a USD 43 billones para 1970. Esto implica que la tasa de crecimiento compuesta promedio ascendió a 6,42% para el periodo. Es posible identificar subcategorías que representan las ventas de la industria de las comidas y bebidas en USA, que darán mayores especificaciones a cerca del comportamiento y la distribución de las mismas. El liderazgo de los ingresos de la industria está dado por los lugares para comer, con una participación del 67%, seguido por el rubro de recreación y supermercados, que asciende al 10% de las ventas totales. Los fondos provenientes de los servicios de comidas

en establecimientos laborales y militares, tienen una participación del 7% en cada uno de los casos. Por último, los restaurantes en alojamientos y bares y tabernas completan el remanente¹⁰.

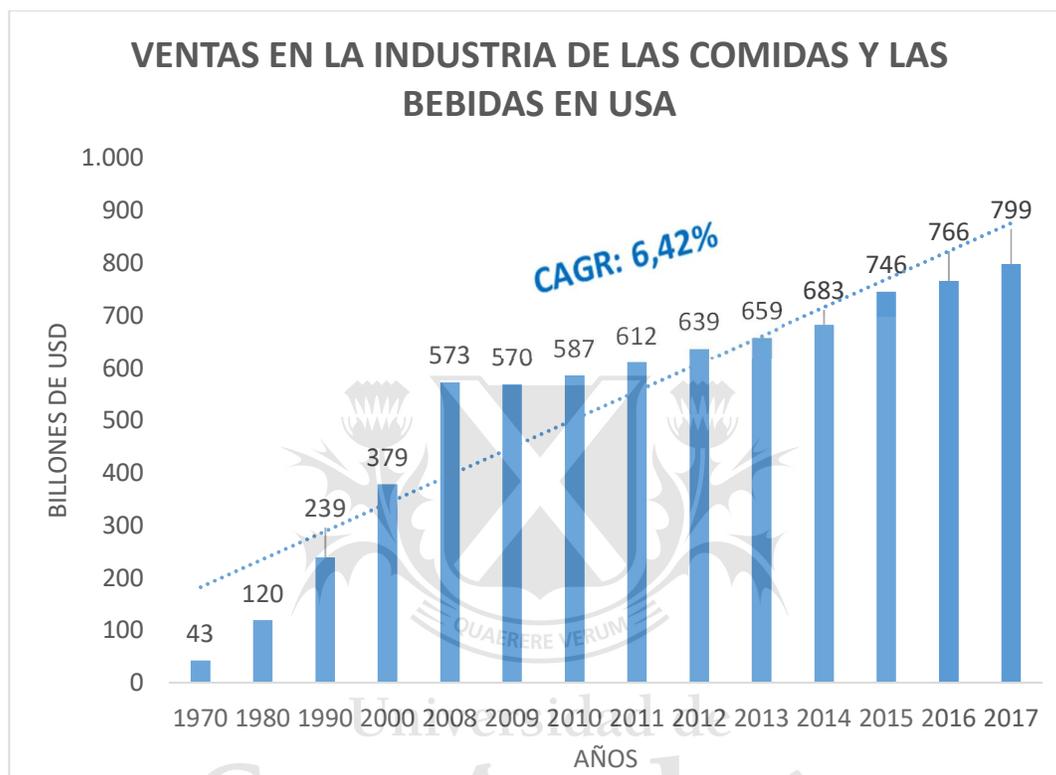


Gráfico 9 – Ventas en la industria de las comidas y las bebidas en USA.

Fuente: Statista. Elaboración propia.

Por otro lado, si se analiza el nivel de consumo en el sector de comidas rápidas, se puede observar en el gráfico número 10 que, las ventas equivalen a USD 290 billones para 2016. Para el periodo 2017-2020, se espera que, el tamaño de mercado crezca con una CAGR del 3,03%¹¹ aproximadamente. En este sentido, la apertura de nuevos restaurantes, sumado a la capacidad de las empresas para adaptarse a los cambios de gustos en los consumidores y la provisión de productos de calidad, como resultado del incremento de la exigencia de los clientes, será clave para dicho crecimiento.

El mercado de restaurantes de comidas rápidas en Estados Unidos se centra fundamentalmente en la oferta de: hamburguesas, sándwiches, pizzas, comida mexicana y

¹⁰ National Restaurant Association. *Restaurant, Food & Beverage Market Research Handbook 2018-2019*, page 28 and 29.

¹¹ https://www.researchandmarkets.com/research/5bgljc/us_quick_service?w=5

otros. Las hamburguesas representan casi la mitad¹² dentro de la distribución por tipo de menús. En segundo lugar, se posicionan los sándwiches, cuya tasa de crecimiento se ha acelerado notablemente en los últimos años por medio del desarrollo de opciones de menú más sanas, de acuerdo a las exigencias de los clientes y el resto del mercado, está representado en menor proporción por las pizzas, comida mexicana, entre otros.

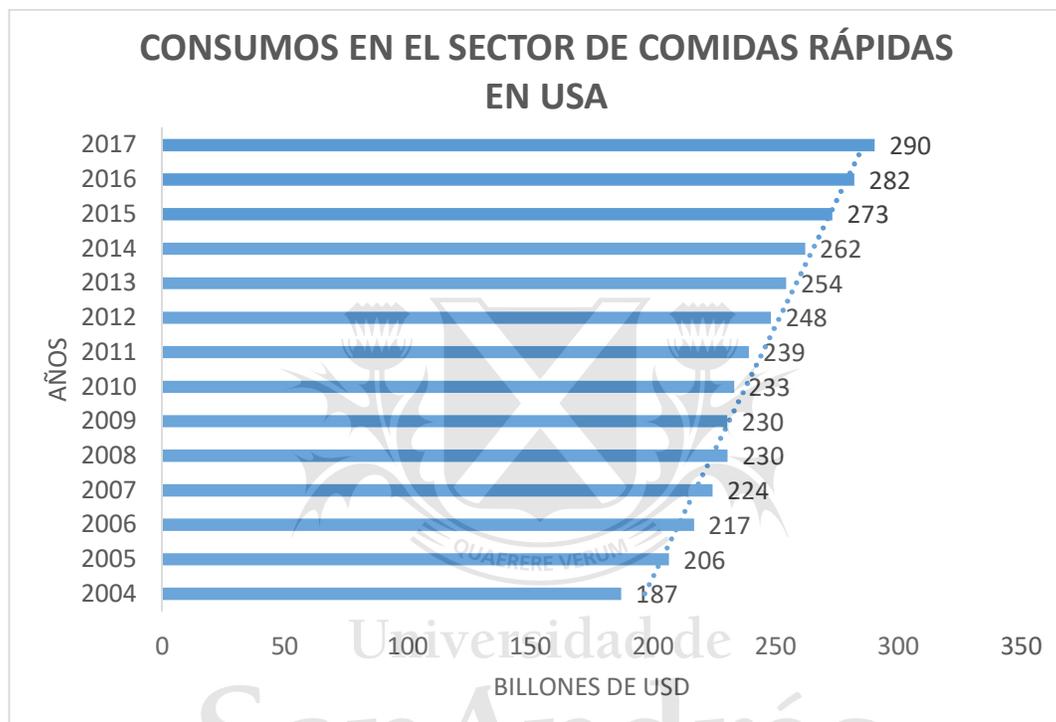


Gráfico 10 – Consumos en el sector de comidas rápidas en USA.

Fuente: Statista. Elaboración propia.

3.3 Competidores

El segmento de restaurantes de servicio rápido es altamente competitivo. La compañía compete con otras empresas de restaurantes y establecimiento de comida bien establecidos. Principalmente, esto lo realiza, a través de la calidad, la variedad, la conveniencia, el precio, y la percepción del valor de los productos alimenticios ofrecidos. El número y la ubicación de las

¹² La distribución de los menús en el segmento de comida rápida para el caso de las hamburguesas es igual al 42%, seguida por los sándwiches con 14%, comida asiática y pollo (10% en cada uno de los casos), pizzas y pastas con 9% y, por último, comida mexicana y otros, con un 8% y 7%, respectivamente. Fuente: IBISWorld-Cornell University. *Fast Food Industry in the U.S.*, página 6.

unidades, la eficacia y la velocidad de servicio, el atractivo de las instalaciones, la efectividad del marketing y el desarrollo de nuevos productos por parte de la empresa.

La posición competitiva de *The Wendy's Company* se diferencia por un enfoque en la calidad, el uso de la carne molida fresca, nunca congelada y de las verduras frescas cortadas, haciendo de su menú único y diverso. Así mismo, se distingue por sus productos promocionales, su elección de condimentos, el ambiente y la decoración de sus restaurantes.

Sin embargo, la competencia, continúa intensificándose no solo por las presiones de los competidores actuales por incrementar la calidad y atraer clientes, sino también, por el ingreso de nuevos competidores tanto en el rubro de hamburguesas como a los segmentos informales rápidos. Es por este motivo, que resulta clave el análisis y presentación de los principales rivales de *The Wendy's Company* en la actualidad. Para ello se agruparán de acuerdo al segmento del mercado en el que se encuentran y, a las características del modelo del negocio que presentan.

Segmento *fast-food*

Yum! Brands Inc.

Yum! Brands, Inc. es una empresa multinacional cuya administración central está en *Louisville, Kentucky* (Estados Unidos). Desarrolla y opera un sistema mundial de restaurantes que se focaliza en tres conceptos: *KFC*, *Pizza Hut* y *Taco Bell*. Cada uno de ellos tiene elementos de menú propios y enfatiza la preparación de alimentos con ingredientes de alta calidad, así como también en recetas únicas y especiales.

- ***KFC***: Los restaurantes *KFC* ofrecen una variedad de platos principales y artículos de acompañamiento basados en el pollo frito, los que, a su vez se adaptan a las preferencias de cada país y gustos.
- ***Pizza Hut***: Es la cadena de restaurantes más grande del mundo distinguida por la venta de productos de pizza listos para comer.
- ***Taco Bell***: Se especializa en los productos alimenticios de estilo mexicano (*Tex-Mex*¹³), incluyen varios tipos de tacos, burritos, quesadillas, ensaladas, nachos y productos relacionados.

McDonald's Corp.

Es la cadena de restaurantes de comida rápida que ocupa el primer puesto a nivel mundial. La misma, fue fundada en 1940 en California, Estados Unidos. Sus principales

¹³ *Tex-mex*: se trata de una fusión de dos estilos y dos formas de entender la cocina (la texana y la mexicana). Corresponde a las costumbres culinarias y a platos de personas mexicanas-estadounidenses. Es muy popular en Texas, Estados Unidos.

productos son las hamburguesas, las papas fritas, los menús para el desayuno, los refrescos, los batidos, los helados, los postres y, recientemente, las ensaladas de fruta y otros productos exclusivos, de acuerdo a los distintos países.

Domino's Pizza Inc.

Domino's Pizza es una empresa de restaurantes de comida rápida, fundada en 1960 en *Ypsilanti (Michigan, Estados Unidos)*, se distingue en la elaboración de pizzas. En promedio la empresa vende más de 2.5 millones de pizza por día a través de su sistema global.

Jack in the Box Inc.

Jack in the Box es una cadena de restaurantes de comida rápida, creada en el año 1951 en la ciudad de San Diego (Estados Unidos). Se concentra en la costa oeste y el sur de Estados Unidos. La misma, se especializa en hamburguesas de carne vacuna, pollo y pescado, tanto en sus líneas clásicas como, en sus líneas innovadoras. Sin embargo, en su carta de menús incluye también, tacos, burritos y ensaladas.

Starbucks Corporation

Es una cadena internacional de café, fundada en *Seattle (Estados Unidos)*. Es la compañía de café más grande del mundo. *Starbucks* vende café elaborado, bebidas calientes y otras bebidas, además de productos alimenticios de alta calidad.

Burger King (BK)

Es una cadena de establecimientos de comida rápida estadounidenses, con sede en Miami. Es la segunda cadena de hamburguesas en el mundo. Sus menús ofrecen hamburguesas a la parrilla, pollo y otros sándwiches especiales, papas fritas, refrescos, entre otros.

Segmento *fast-casual*

Shake Shack Inc.

Shake Shack es una cadena de restaurantes estadounidense, del sector *fast-casual* con sede en la ciudad de Nueva York, Estados Unidos. Comenzó como un carrito de *hot-dogs* dentro del *Madison Square Park* en 2001, y su popularidad creció constantemente. Su especialidad es el clásico menú americano con hamburguesas *premium*, perros calientes, crujientes de pollo, papas fritas, batidos, entre otros.

Chipotle Mexican Grill Inc.

Es una cadena de restaurantes especializada en cocina *tex-mex*, burritos y tacos. Fue fundada en 1993 en Denver, Estados Unidos. Dentro de la comida rápida, se diferencia de la competencia por ser una de las primeras cadenas *fast-casual*, basándose en ingredientes orgánicos y, un trato respetuoso con el medio ambiente.

Ventas

Una vez presentadas las empresas que forman parte de la competencia, se procederá a analizar las ventas a nivel global de las empresas competidoras para el año 2017. Tal como se muestra en el gráfico número 11, *The Wendy's Company* se posicionó estratégicamente en el sexto lugar, con ventas de USD 9.310 millones. Por su parte, *McDonald's* fue la empresa líder en términos de facturación, seguida por *Starbucks* y *Subway*, con una facturación de USD 17.650 y USD 10.800, respectivamente¹⁴.

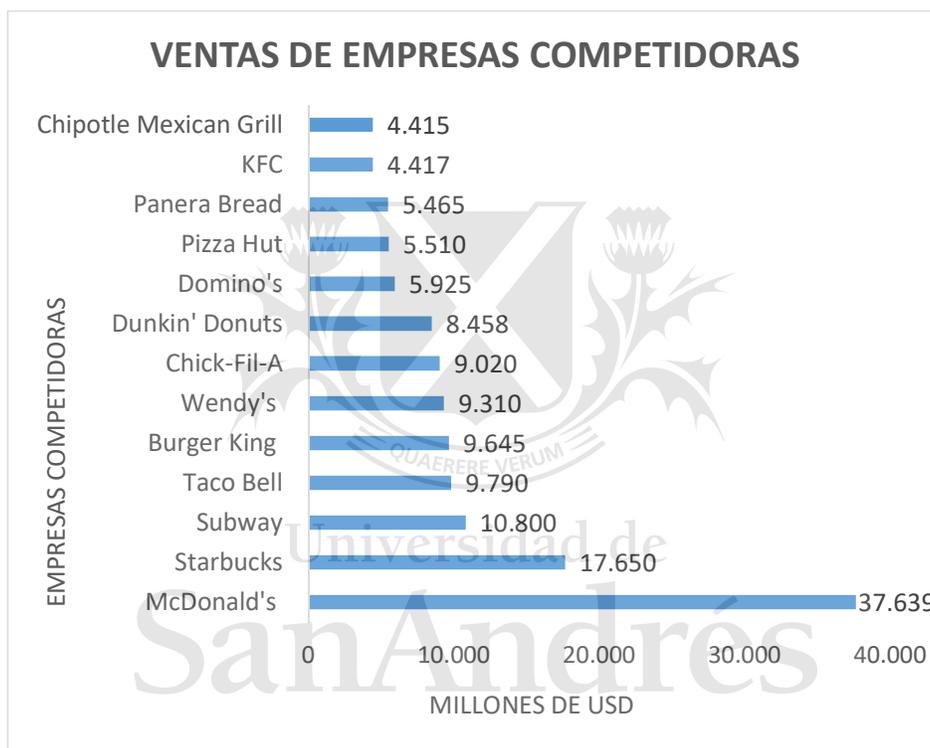


Gráfico 11 – Ventas de empresas competidoras.

Fuente: Elaboración propia en base a el reporte "*Top 500 Chain Restaurant Report*".

¹⁴ Cabe destacar que, las ventas del "*Top 500 Chain Restaurant Report*" incluyen las ventas reconocidas tanto por las compañías en los Estados Financieros, como las de sus franquiciados.

| Posición | Empresa | Ventas en USD (millones) | Locales | Segmento | Tipo de comida |
|----------|------------------------|-----------------------------|---------|-------------|----------------|
| 1 | McDonald's | 37.639 | 14.036 | Fast-food | Hamburguesas |
| 2 | Starbucks | 17.650 | 13.930 | Fast-food | Café |
| 3 | Subway | 10.800 | 25.908 | Fast-food | Sandwiches |
| 4 | Taco Bell | 9.790 | 6.446 | Fast-food | Tacos |
| 5 | Burger King | 9.645 | 7.226 | Fast-food | Hamburguesas |
| 6 | Wendy's | 9.310 | 5.787 | Fast-food | Hamburguesas |
| 7 | Chick-Fil-A | 9.020 | 2.261 | Fast-food | Pollo |
| 8 | Dunkin' Donuts | 8.458 | 9.141 | Fast-food | Café |
| 9 | Domino's | 5.925 | 5.587 | Fast-food | Pizza |
| 10 | Pizza Hut | 5.510 | 7.522 | Fast-food | Pizza |
| 11 | Panera Bread | 5.465 | 2.050 | Fast-casual | Café |
| 12 | KFC | 4.417 | 4.109 | Fast-food | Pollo |
| 13 | Chipotle Mexican Grill | 4.415 | 2.364 | Fast-casual | Tacos |

Fuente: Elaboración propia en base a el reporte "Top 500 Chain Restaurant Report"

Una vez analizadas las ventas a nivel mundial de las empresas competidoras, resulta clave analizar las mismas, pero, de acuerdo al modelo de negocio.¹⁵

El líder de ventas es *McDonald's* con USD 22.820 millones, de los cuales el 61% proviene de las ventas propias, y el remanente, de ingresos derivados de franquicias o licencias otorgadas. En segundo lugar, se encuentra *Starbucks Corporation* que tiene ventas por USD 20.006 millones, de los que, solo el 12% se origina por ingresos de franquicias. *Yum! Brands Inc.*, reconoce ventas por USD 5.878, siendo un 61% procedente de las ventas de los locales propios. *Domino's Pizza* tiene una distribución de ingresos similar a la de *Wendy's* con un 47% provenientes de franquicias, frente a un 49% para el caso de la empresa objetivo. En base a esto, es posible decir que, las empresas del sector de comida rápida que más se asemejan al modelo de negocio de *Wendy's* son *McDonald's*, *Domino's Pizza*, *Yum Brands Inc.*

En lo que respecta a los dos competidores, provenientes del sector *fast-casual*, tanto en el caso de *Shake Shack* como en el caso de *Chipotle* (que no tiene franquicias), los ingresos provienen de los locales propios. Las ventas ascienden a USD 359 millones y USD 4.476 respectivamente.

¹⁵ El análisis se efectúa analizando los Estados Financieros del año 2017 de todas las empresas comparables mencionadas.

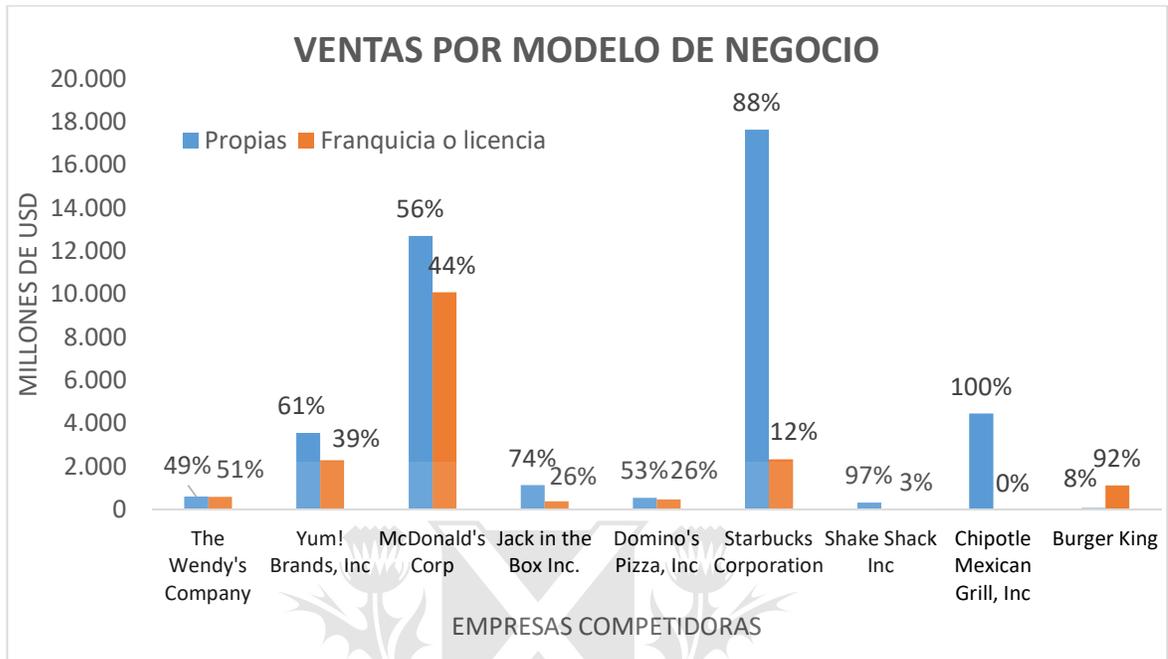


Gráfico 12 – Ventas por modelo de negocio.

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de las compañías analizadas.

La cantidad de locales de empresa competidoras, es otro factor relevante a tener en cuenta. De acuerdo al gráfico número 12, la compañía con mayor cantidad de unidades para el año 2017 es, *Yum! Brands Inc*, seguida por *McDonald's* y *Starbucks*.

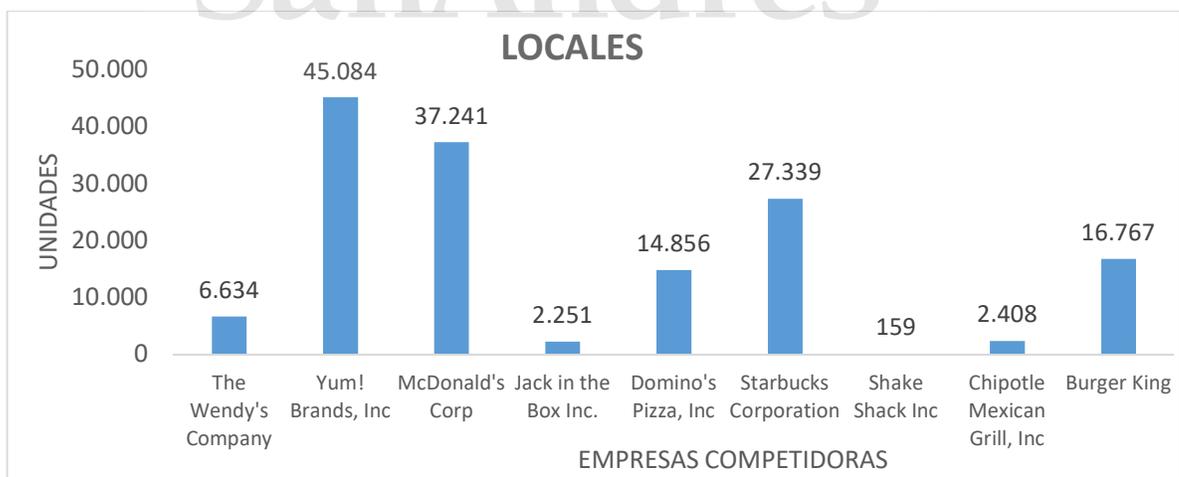


Gráfico 13 – Locales de empresas competidoras.

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de las compañías analizadas.

3.4 Análisis de Porter (5 Fuerzas)¹⁶

La importancia de este análisis radica en comprender las influencias de los factores externos en el entorno de la industria y sus consecuencias, en el actual y potencial desempeño de la compañía.



Amenaza de nuevos competidores o participantes: moderada

Los nuevos participantes pueden cambiar el rendimiento comercial de *Wendy's* y las condiciones del entorno de la industria. La moderada facilidad de la diferenciación de marca permite a algunas empresas competir fácilmente contra la empresa objetivo. Sin embargo, el alto costo del desarrollo de una marca impide que muchas nuevas empresas tengan éxito en competir contra la compañía.

Amenaza de sustitutos: fuerte

Wendy's enfrenta la amenaza de los sustitutos en el mercado. Los consumidores pueden alejarse fácilmente de *Wendy's* hacia sustitutos porque es fácil hacerlo, en función del bajo costo de cambio. La alta diferenciación es un factor externo que hace que, los sustitutos sean atractivos para muchos consumidores. Además, los clientes de la compañía podrían elegir sustitutos basados en precios bajos.

Poder de negociación de los proveedores o vendedores: débil

¹⁶ <http://panmore.com/>

Se puede decir que, los proveedores determinan la disponibilidad de los materiales que *Wendy's* necesita en su negocio. En esta parte del análisis de las cinco fuerzas, los efectos se consideran en términos de cómo afectan a la compañía y al entorno de la industria.

El grado de control que los proveedores tienen en la distribución y venta de sus productos a empresas como la de *Wendy's*, es débil. Esto es lo que se conoce como integración hacia delante.

Además, los proveedores son débiles en el entorno de la industria debido a, la abundancia de la oferta en el mercado. Los proveedores tienen un tamaño moderado, es decir que, no son lo suficientemente grandes como para imponer sus demandas a *Wendy's*.

Poder de negociación de los Compradores o Clientes: fuerte

Esta parte del Análisis de las cinco fuerzas determina cómo influyen los clientes en el rendimiento del negocio.

Los bajos costos de cambio permiten a los clientes moverse fácilmente de *Wendy's* a otras compañías, debido a la gran cantidad y disponibilidad de sustitutos en el mercado. Además, los consumidores tienen acceso a cierta calidad de información que les ayuda a decidir cuándo comprar en la compañía.

Rivalidad entre los competidores: fuerte

Por último, esta parte del análisis de las cinco fuerzas se centra en el impacto de las empresas entre sí, y es el resultado de las cuatro anteriores. Los competidores afectan fuertemente el entorno de la industria en la que opera *The Wendy's Company* y, por ende, la importancia de esta fuerza en particular.

Es posible identificar una alta saturación del mercado de comidas rápidas, con un alto grado de agresividad por parte de la competencia, siendo un claro ejemplo de ello: *McDonald's* y *Burger King*. Sumado a ello, los consumidores de *Wendy's* pueden mudarse fácilmente a otras compañías o restaurantes porque muchos precios y niveles de calidad son comparables, por los bajos costos de cambio.

3.5 Contexto macroeconómico

La importancia de este análisis es identificar los factores macroeconómicos que impactan en la generación de flujos de fondos en la empresa, entendiendo de este modo el contexto en el que opera la compañía y los riesgos a los que está expuesta.

Con el fin de determinar el contexto macroeconómico en el que trabaja *The Wendy's Company*, se analizará la evolución del PBI real¹⁷, la tasa de desempleo en Estados Unidos y el índice de confianza de los consumidores para la misma economía.

Crecimiento anual del PBI real de Estados Unidos

En el gráfico número 13 se puede observar que, el comportamiento del PBI real revela un aumento general en términos de crecimiento, siendo el promedio para el periodo 2000-2018 de un 2.4%. Así mismo, se aprecian ciertos vaivenes de decrecimiento, especialmente para los años 2008-2009, producto de la fuerte recesión de dicho periodo.

Según el Banco Mundial¹⁸, a pesar de la tasa moderada de crecimiento observada para 2017, es de esperar que el crecimiento económico mundial siga siendo sólido, y para 2018, se ubique en un 3,1% a nivel mundial y 2,7% para Estados Unidos, antes de desacelerarse gradualmente en los próximos dos años, a medida que se lentifique el crecimiento de las economías avanzadas. Para los años 2019 y 2020 se prevé un incremento del 3% y 2,9% a nivel global y 2% y 1,7%, para Estados Unidos respectivamente.

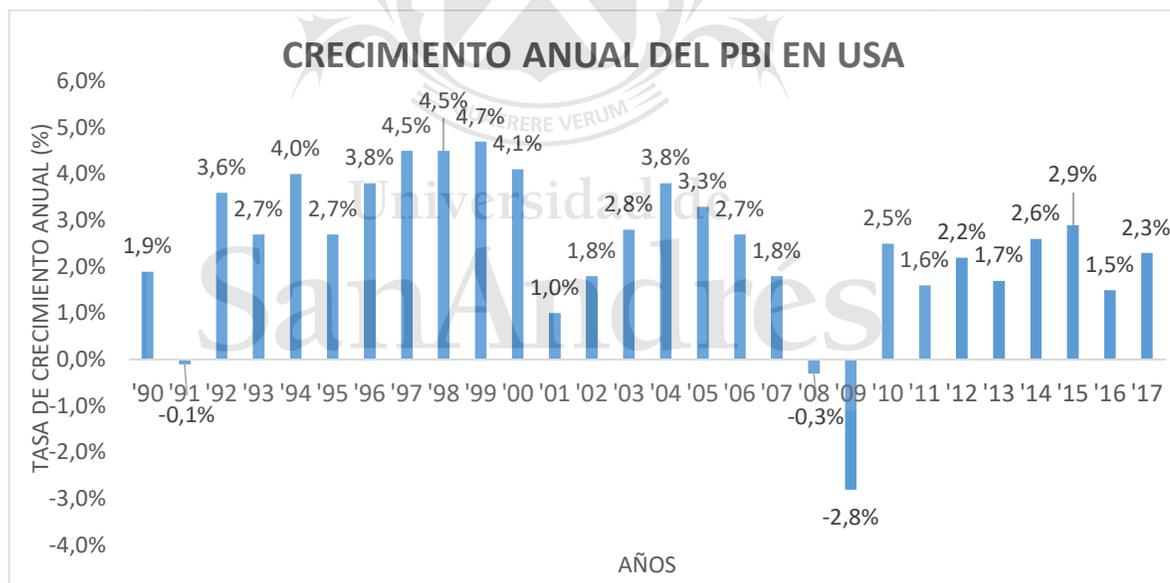


Gráfico 14 – Crecimiento anual del PBI en USA¹⁹.

Fuente: *Statista*. Elaboración propia.

¹⁷ PBI: Producto Bruto Interno. Este indicador, representa el valor de mercado de los bienes y servicios totales producidos y ofrecidos en un país dentro de un año. Sirve como un indicador del estado económico de un país. El PBI real se define como en PBI ajustado por inflación.

¹⁸ <http://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects>

¹⁹ <https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/statistics/188165/annual-gdp-growth-of-the-united-states-since-1990/>

Tasa de desempleo de Estados Unidos para el periodo 2007-2017

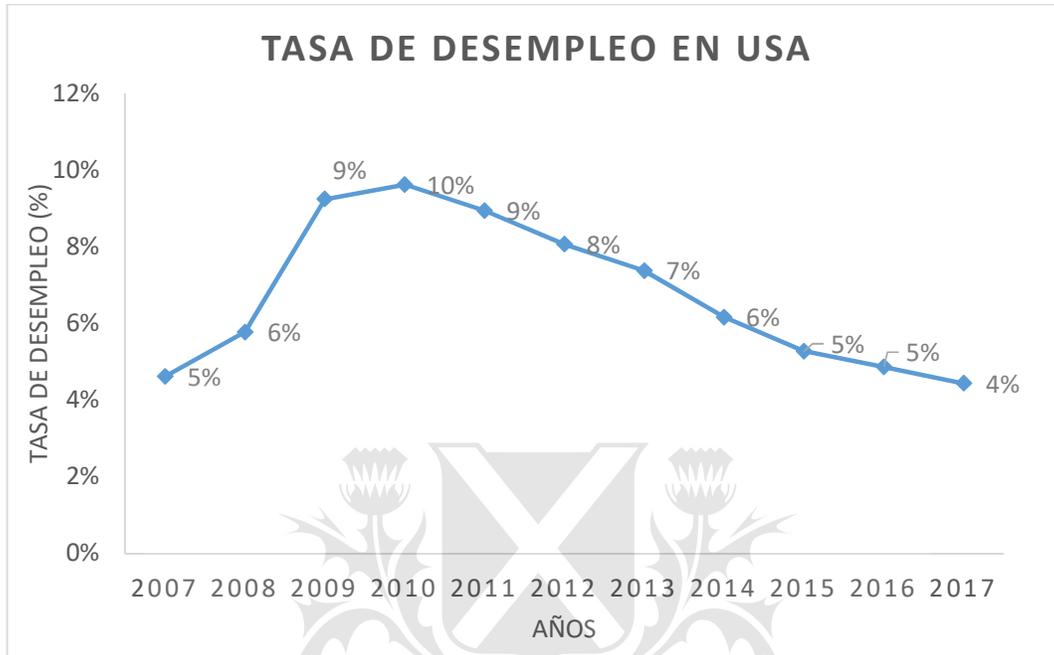


Gráfico 15 – Tasa de desempleo de Estados Unidos para 2007-2017.

Fuente: *Statista*. Elaboración propia.

A partir del gráfico número 15: Tasa de desempleo de Estados Unidos para 2007-2017, se observa que, el aumento notable en el desempleo en los Estados Unidos ocurrió entre 2008 y 2009, y alcanzó su punto máximo en 2010. Estados Unidos fue uno de los países más gravemente afectados por la crisis financiera mundial, con efecto considerable en los hogares estadounidenses, principalmente en el mercado laboral. Si se analizan conjuntamente los gráficos 13 y 14, es posible relacionar que el crecimiento económico real del PBI propició los descensos de las tasas de desempleo.

La tasa de desempleo mejoró notablemente los últimos años. Para septiembre de 2018, Estados Unidos tenía la tasa de desempleo más baja desde diciembre de 1969, con un 3.7%.

Índice de confianza del consumidor²¹

El índice de confianza del consumidor en Estados Unidos, es uno de los principales indicadores, ya que puede predecir el gasto de los consumidores (basado en las percepciones sobre los negocios actuales, las condiciones del empleo y, sus expectativas), por ende, gran parte del total de la actividad económica.

Actualmente, se sitúa en su nivel más alto desde hace 18 años. Los datos sugieren que el "sólido" crecimiento económico se mantendrá para 2018, dadas las expectativas de mayor optimismo sobre las condiciones del mercado laboral y de los negocios. Los niveles de confianza históricamente altos, deberían continuar apoyando el gasto saludable de los consumidores. Es por esto, que hay perspectivas favorables para el futuro *The Wendy's Company*.

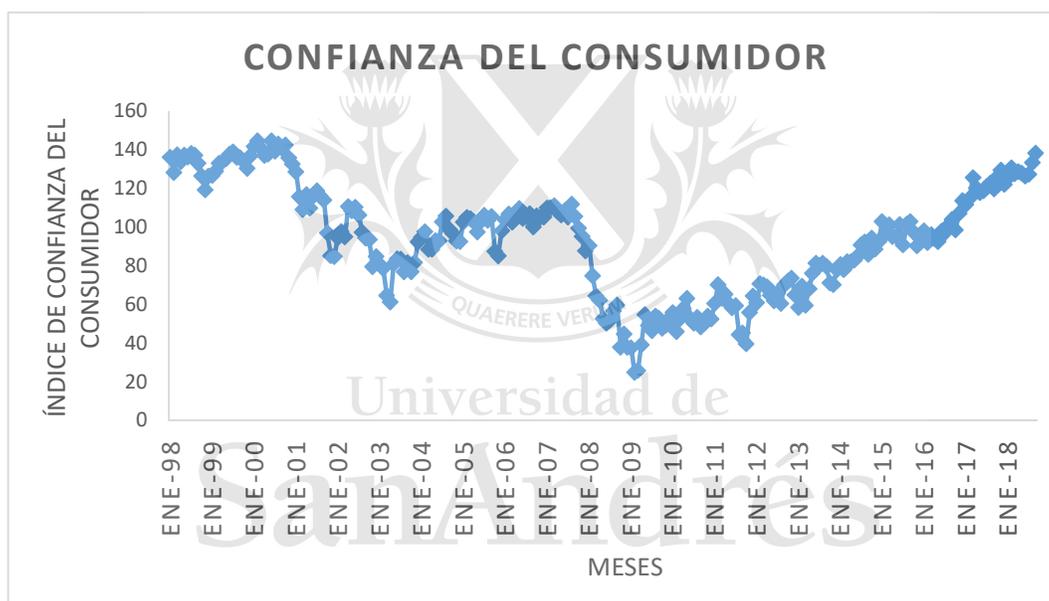


Gráfico 16 – Índice de confianza del consumidor.

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en *The Conference Board*.

Conclusión contexto macroeconómico

El crecimiento estable del PBI tanto a nivel mundial, como en Estados Unidos, la baja en la tasa de desempleo, y el aumento del índice de confianza del consumidor, genera una perspectiva favorable y alentadora para la industria de los restaurantes. *Wendy's* puede

²¹ La Confianza del Consumidor (*The Conference Board*), mide el nivel de confianza de los consumidores en la actividad económica. Suele moverse de media en torno a 100, pero en este caso, el límite se encuentra en 65, por encima de dicho valor, es expansión y, por el contrario, es contracción. Fuente: *The Conference Board*.

beneficiarse del potencial crecimiento proporcionado por las condiciones macroeconómicas. Por lo tanto, es de esperar que, en este escenario, se fortalezca el crecimiento de la empresa en consistencia con el contexto.

3.6 Riesgos

En base a que el PBI real tiene un crecimiento estable, tanto a nivel mundial como en los Estados Unidos, la compañía detalla una serie de factores que están relacionados con el modelo de negocio, con la industria en la que opera y que, han afectado o, en un futuro podrían afectar los resultados reales y, podrían generar cambios en las expectativas de la empresa. Dentro de los factores que se identificaron se establece que:

- El éxito de la compañía depende de la continua sucesión y retención de cierto personal clave, considerando que, sus esfuerzos y habilidades han sido fundamentales.
- Los segmentos de mercado en los que opera la compañía como las franquicias son altamente competitivos en cuanto a los precios, la calidad, la presentación de los alimentos, el servicio, la ubicación, el estado de las instalaciones. Si los clientes tienen una mala experiencia, ello se traducirá en reducciones en el número de clientes.
- Los cambios en los gustos y las preferencias de los consumidores, y en el gasto discrecional de los consumidores, podrían resultar en una disminución de las ventas de los restaurantes de la compañía.
- Las interrupciones en las economías nacionales y globales, podrían resultar en mayores tasas de desempleo y disminuciones en el grado de confianza y gastos del consumidor. De darse, dichas interrupciones, se pueden dar disminuciones significativas en el consumo, y, por lo tanto, se generará un impacto negativo en los resultados de las operaciones y negocio de la compañía.
- Los cambios en los costos de los productos básicos (incluyendo la carne vacuna, de pollo, de cerdo, queso y granos), los suministros, el combustible, los servicios públicos, la distribución y otros costos operativos. En este sentido, el incremento de los costos laborales o la escasez de personal, pueden afectar negativamente también.
- La escasez o complicaciones en el suministro o entrega de productos alimenticios perecederos podrían dañar la marca *Wendy's*, su reputación y provocar un efecto adverso en sus ventas y, por ende, en sus resultados operativos.
- La seguridad alimentaria, incluidos los casos de enfermedades transmitidas por los alimentos (como la salmonela o E. Coli²²) que involucran a la empresa, su cadena de

²² Se trata de una bacteria que genera ciertos incidentes alimentarios en la industria. En ocasiones ha ocasionado problemas de salud en las personas, generalmente de tipo gastrointestinal.

suministro u otras empresas de servicios alimenticios. En este sentido, las preocupaciones de los consumidores respecto de aspectos nutricionales de los productos de la firma son otro aspecto clave a considerar. En lo que respecta a este último punto, el consumidor se ha vuelto mucho más exigente, a pesar de ello, la firma ha sorteado por el momento con éxito este factor.

- El crecimiento de las ventas depende de la apertura de nuevos locales, que depende de la disponibilidad de ubicaciones atractivas. Sumado a ello, las ubicaciones actuales de los restaurantes pueden volverse poco atractivas, y las nuevas ubicaciones atractivas pueden, no estar disponibles o estar, pero a un precio no razonable. Es por ello que, son factores fuera del control para la empresa.
- Las operaciones de la empresa están influenciadas por las condiciones meteorológicas.
- Los cambios en los requisitos legales o reglamentarios, incluidas las leyes de franquicias, las reglas de la industria. Las normas, los salarios mínimos, la legislación fiscal, la política federal de etanol y las normas contables, pueden perjudicar y afectar, la capacidad para abrir nuevos restaurantes o perjudicar las operaciones y resultados existentes y futuros.
- Existe una gran dependencia de los sistemas informáticos, de la tecnología de la información y de cualquier fallo material, la interrupción o la violación de la seguridad de los sistemas informáticos o, la tecnología podría afectar la capacidad de operar eficientemente el negocio. Así mismo, cualquier incidente cibernético se considera un evento adverso que amenaza la confidencialidad, la integridad y la disponibilidad de los recursos de información para la empresa.
- De acuerdo al modelo de negocio de la empresa, existe un gran porcentaje de locales bajo el régimen de franquicia (se considera que es la mejor forma de expandir la firma y rentabilizarla). El control sobre los franquiciados genera una pérdida de control en parte de las operaciones de la empresa.
- La Compañía tiene una cantidad significativa de deuda pendiente, que, junto con otros compromisos contractuales de sus subsidiarias, podrían afectar directamente el negocio, la condición financiera y los resultados.

3.7 Perspectivas de la empresa

A corto plazo

De acuerdo a los informes de management y financieros presentados por la empresa, la misma ha establecido como objetivos de corto plazo (2018):

- Un crecimiento del 2% a 2,5% en las ventas de los mismos locales.
- Márgenes operativos entre un 17% y 18%.

- Margen Ebitda entre 33% y 34%.
- Tasa efectiva impositiva entre 21% y 23%.
- Inversión en activos fijos entre \$75 y \$80 millones de dólares.
- Alcanzar un Free Cash flow de USD 220-240 millones de dólares.

A largo plazo

En base a los reportes presentados por la compañía, es posible saber que la misma se ha planteado una serie de objetivos a alcanzar en 2020. Los mismos se enmarcan en la misma dirección que impulsó el plan de optimización para la mejora de márgenes, unos años atrás.

- Incrementar la presencia y, por ende, la cantidad de restaurantes a nivel global a 7.250.
- Incorporar una activación global de la imagen.
- Márgenes de Ebitda entre 37%-39%.
- Inversiones en activos de capital para 2019 USD 75 millones para 2019 y USD 70 Millones para 2020.
- Alcanzar un Free Cash flow de aproximadamente USD 300 millones.
- Incentivo en el desarrollo de nuevos productos, y el desarrollo de los distintos canales de venta.

4. Análisis financiero

En este punto se llevará a cabo un estudio evolutivo y de composición de las cuentas patrimoniales y de resultados. Así mismo, se analizará la estructura de inversión y de financiamiento, la liquidez, la solvencia, el endeudamiento y la rentabilidad para *The Wendy's Corporation Inc.* Esto, se realizará a los efectos de poder apreciar la visión económica-financiera de la corporación.

Para comenzar se presentan los gráficos de la estructura de inversión y de financiamiento de la compañía, este aporta funcionalidad y utilidad al análisis, porque permite conocer la estructura de la empresa a lo largo del tiempo y, por ende, comprender mejor los recursos y fuentes de financiamiento que posee la compañía.

La estructura de inversión está dada por un predominio de los activos no corrientes. En tanto, en lo que respecta a la estructura de financiamiento²³, la mayor participación está dada por los pasivos no corrientes, seguidos por los corrientes y por último, por el capital propio.

Resulta importante analizar el costo de deuda

²³ Complementariamente, se analizaron los costos de deuda, los mismos han sido crecientes conforme el paso del periodo analizado. La evolución fue: 3.25% para el año 2014, 3.79% para 2015, 4.682% para 2016 y, por último, para 2017, fue de 4.696%. Conforme, el incremento de deuda, se observa un incremento de los costos de deuda.

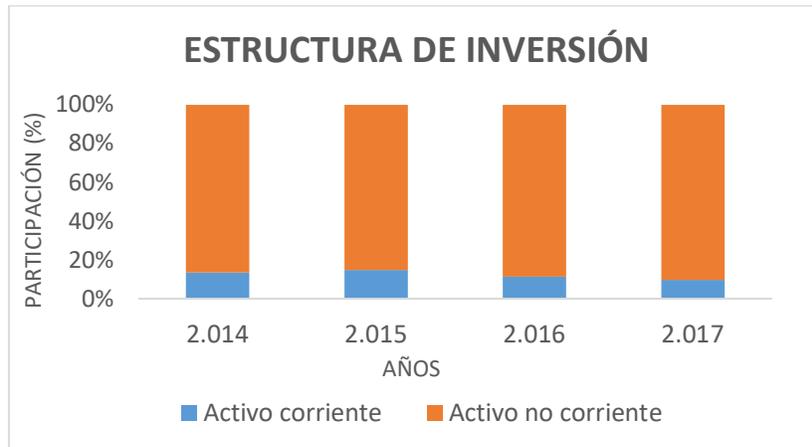


Gráfico 17 – Estructura de inversión.

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de *The Wendy's Company*.

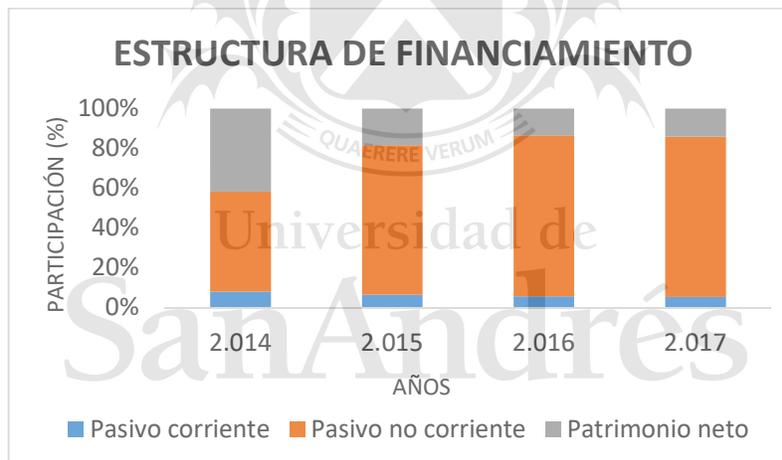


Gráfico 18 – Estructura de financiamiento.

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de *The Wendy's Company*.

4.1 Estado de flujo de efectivo

Las fuentes principales de liquidez de la empresa son los flujos de efectivo de las operaciones y los préstamos provenientes de la financiación bursátil. Los principales usos del efectivo son los gastos de operación, los gastos de capital, la recompra de acciones comunes y los dividendos para accionistas.

El efectivo proveniente de las actividades operativas fue de USD 251,6 millones para 2017, comparativamente mejoraron respecto del año anterior, por disminución del pago de impuestos a las ganancias por compensaciones fiscales.

El efectivo utilizado en actividades de inversión aumentó USD 159,4 millones durante 2017 en comparación con 2016, principalmente debido a una disminución de restaurantes propios. Si se compara la ganancia neta con el flujo proveniente de las operaciones, este último lo supera. Es decir que existe calidad de ganancias contables de la firma.

Por último, el efectivo utilizado en actividades de financiamiento disminuyó USD 194,9 millones durante 2017 en comparación con 2016, principalmente debido a una disminución en la recompra de acciones ordinarias.

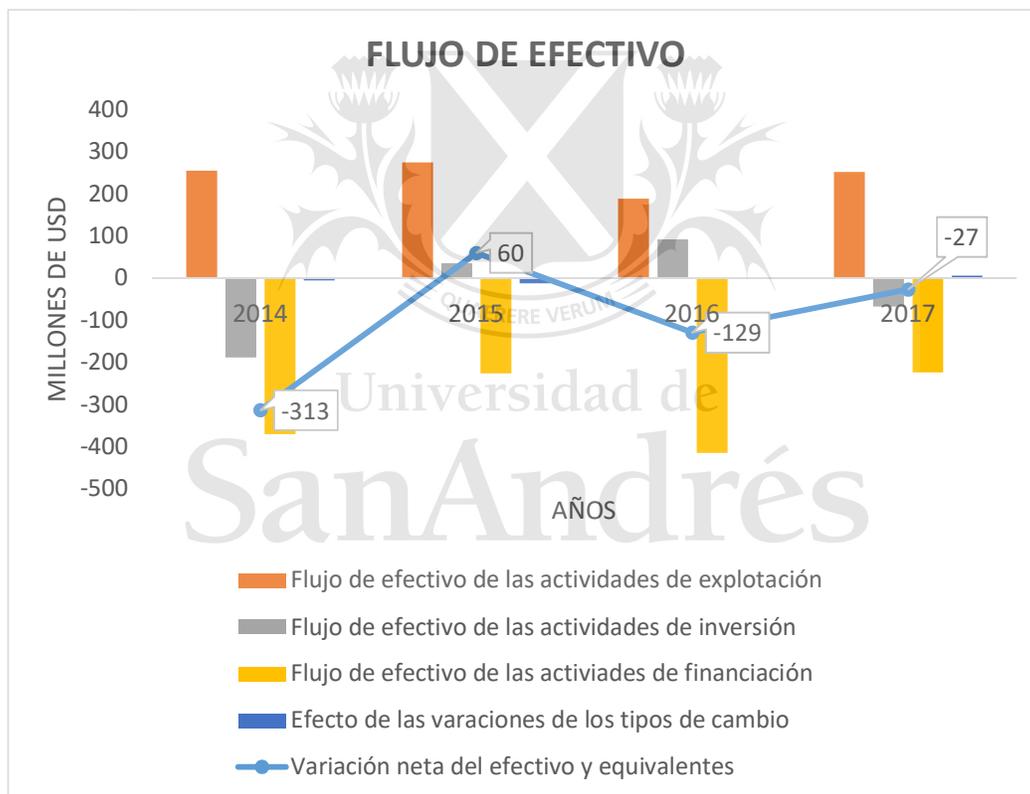


Gráfico 19 – Flujo de efectivo.

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de *The Wendy's Company*.

4.2 Capital de trabajo

El Capital de Trabajo, es lo que le queda a la firma después de pagar sus deudas inmediatas, es la diferencia entre los Activos Corrientes menos Pasivos Corrientes. Tal como es posible observar en el gráfico 20, el capital de trabajo es positivo para el periodo 2014-2017.

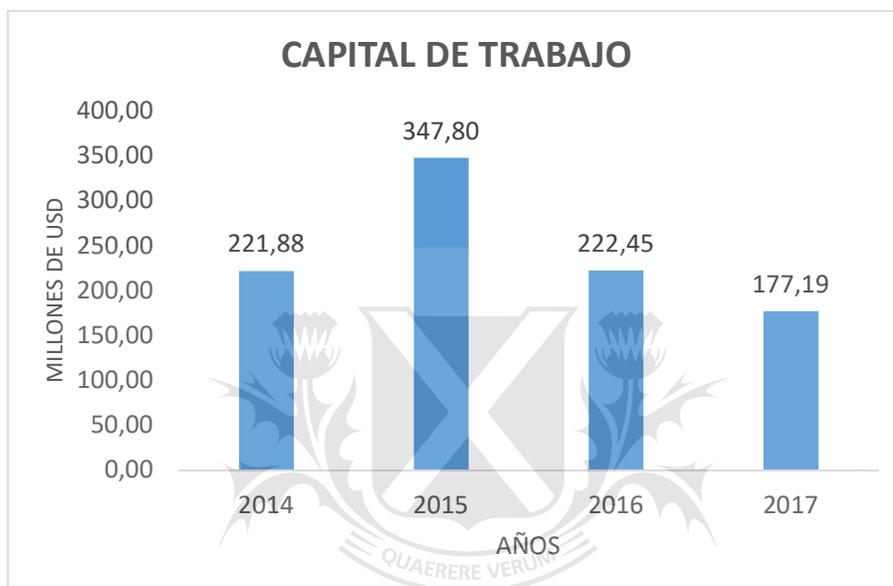


Gráfico 20 – Capital de trabajo

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de *The Wendy's Company*.

4.3 Ratios de liquidez

Los índices de liquidez representan una medida de la capacidad de la compañía para hacer frente a sus deudas de corto plazo. El índice de liquidez corriente promedio para los últimos cuatro años, fue de 1,92. Esto indica que hay USD 1,92 realizables en el corto plazo, por cada dólar de deuda de corto plazo.

Si al índice anterior, se le restan los inventarios, se obtiene lo que se conoce como el índice de prueba ácida. En este caso, el promedio para el periodo 2014-2017 asciende a 1,90. Entre estos ratios, no hay una diferencia significativa, ya que, por las características de la actividad, no hay mucha existencia de inventarios (para llevar a cabo la misma, se necesitan productos frescos).

Tal como se observa en el gráfico número 19, los ratios de liquidez y prueba ácida, crecen conforme el paso del tiempo, salvo para el 2017. Este comportamiento es producto de que los rubros Caja y Bancos, sumado a Caja Restringida, sufrieron una caída respecto del año anterior, fundamentalmente por las inversiones efectuadas. En tanto, los pasivos realizables en el corto

plazo, se mantuvieron en los mismos niveles que 2016, es por este motivo que, caen los índices desarrollados en este apartado.

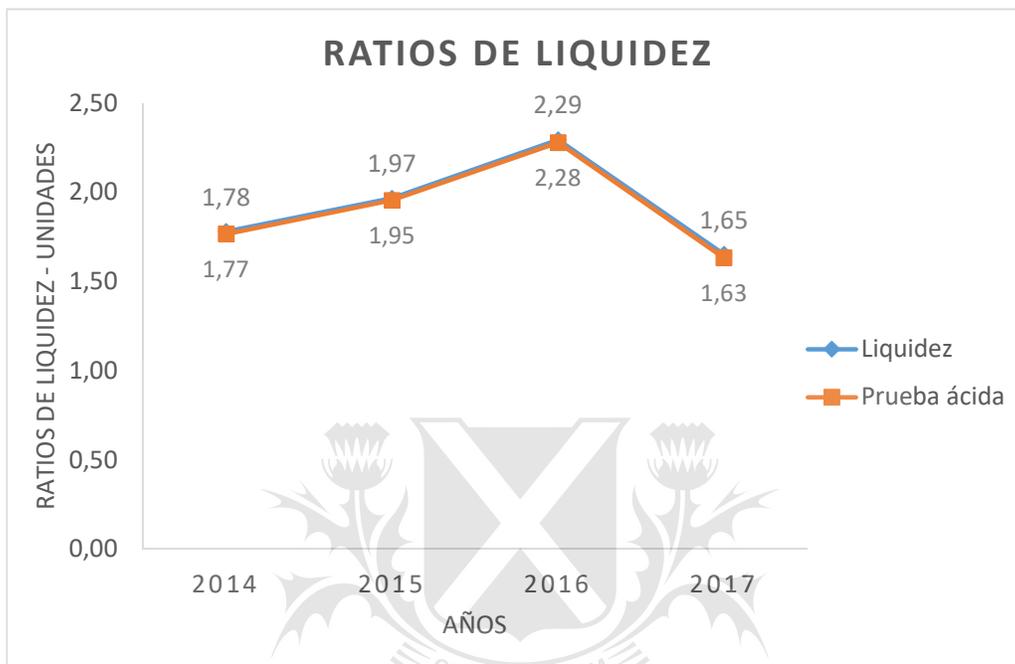


Gráfico 21 – Ratios de liquidez.

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de *The Wendy's Company*.

Como ya se hubiera comentado anteriormente, el sector de servicios rápidos de restaurantes es altamente competitivo, es por ello que, se considera apropiado comparar la *performance* de este ratio respecto de empresas comparables para el mismo periodo de tiempo.

| | The Wendy's Company | Yum! Brands, Inc | McDonald's Corp | Jack in the Box Inc. | Domino's Pizza, Inc | Starbucks Corporation | Shake Shack Inc | Chipotle Mexican Grill, Inc |
|--------------|---------------------|------------------|-----------------|----------------------|---------------------|-----------------------|-----------------|-----------------------------|
| Liquidez | 1,92 | 1,00 | 2,01 | 0,61 | 1,47 | 1,19 | 2,21 | 2,55 |
| Prueba ácida | 1,91 | 0,75 | 1,64 | 0,30 | 0,57 | 0,74 | 2,10 | 2,34 |

De sus comparables directas en función del modelo de negocio, la empresa *McDonald's* posee mejor ratio de liquidez, aunque no de prueba ácida. Dentro de las comparables del sector *fast-casual*, *Chipotle Mexican Grill Inc.*, por su parte, es la que muestra mejores ratios de liquidez corriente y de prueba ácida, dentro del grupo. La que posee los ratios más bajos es *Jack in the Box Inc.*

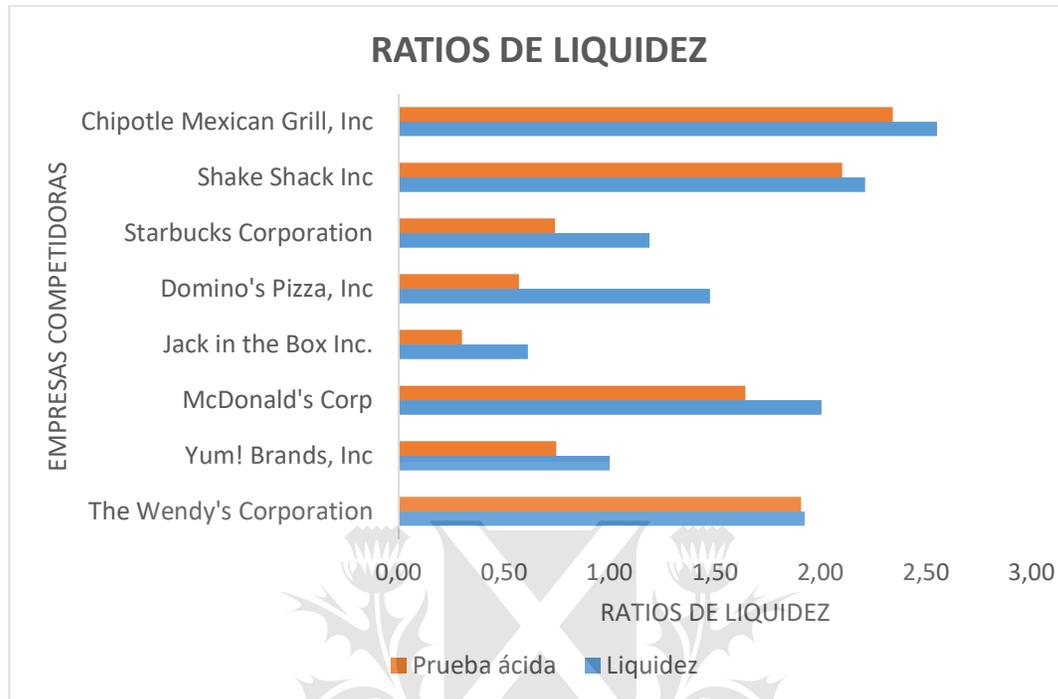


Gráfico 22 – Ratios de liquidez con competidoras del sector.

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de las compañías analizadas.

4.4 Ratios de endeudamiento y solvencia

Deuda sobre Patrimonio neto

Se calcula como la proporción que representa la deuda financiera sobre el patrimonio neto de la empresa. En promedio para el periodo 2014-2017, el ratio fue equivalente a 3,12. El mismo, ha ido en ascenso, alcanzando su punto máximo en 2016.



Gráfico 23 – Ratios de endeudamiento.

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de *The Wendy's Company*.

Cobertura de intereses

La cobertura de intereses muestra si, la empresa cuenta con recursos necesarios para afrontar el pago de sus obligaciones financieras. Para este caso, la cobertura promedio equivale a 3,10. La evolución de este ratio, es consistente con la del endeudamiento, al aumentar la deuda, disminuye la capacidad para afrontar el pago de los compromisos.

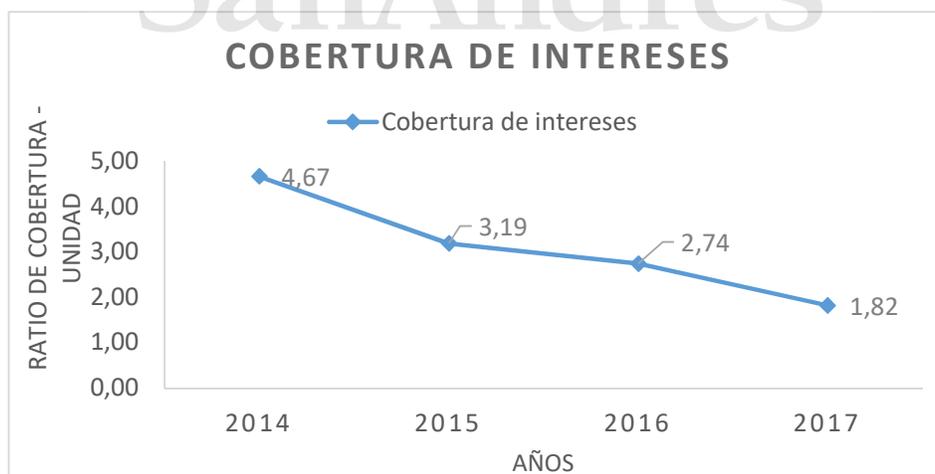


Gráfico 24 – Ratios de cobertura de intereses.

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de *The Wendy's Company*.

4.5 Ratios de rentabilidad

Estos ratios evalúan la capacidad de la empresa de generar ganancias o recursos suficientes en relación a sus costos y gastos relevantes en un periodo de tiempo específico.

Utilidad Bruta

La utilidad bruta, muestra la eficiencia del negocio. En promedio el margen de utilidad bruta fue de 43,77% para los últimos años. Se observa en el gráfico n°22 que, la misma presenta un comportamiento creciente a lo largo del tiempo, acentuándose para los dos últimos años. Este comportamiento, se da en virtud de que la compañía comienza a desprenderse de locales mediante su venta a franquiciados. Esta política se implementa con el fin de lograr mejoras en términos de productividad de la firma.

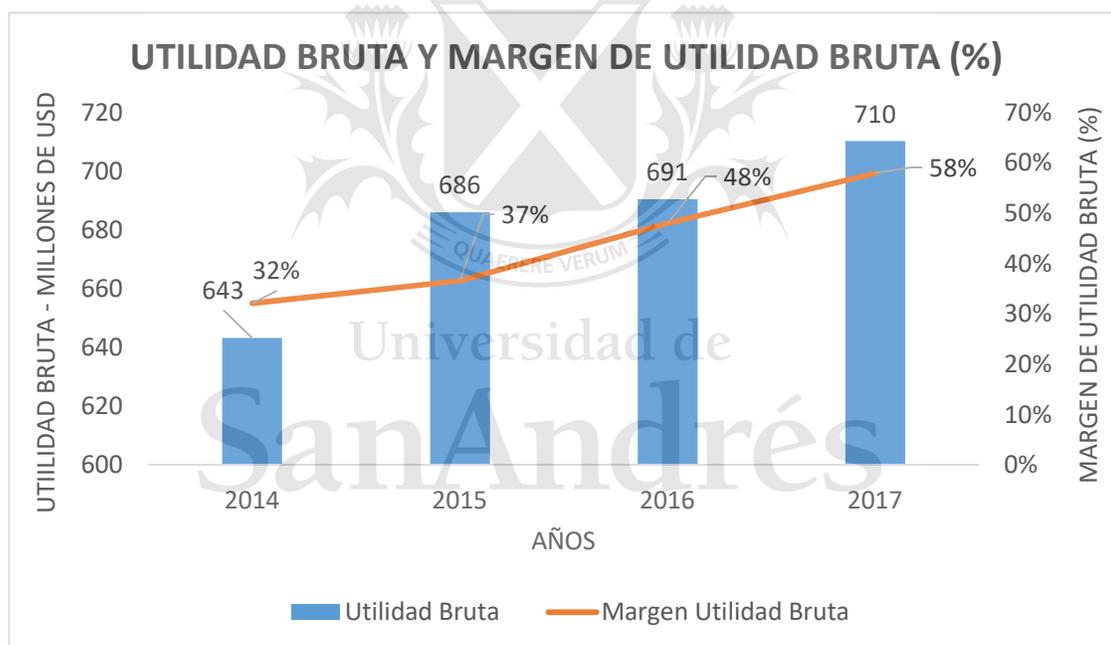


Gráfico 25 - Utilidad bruta y margen de utilidad bruta (%).

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de *The Wendy's Company*.

Margen EBIT y Margen EBITDA

El margen EBIT o margen operativo, refleja el beneficio de la actividad económica de la empresa, no teniendo en cuenta la forma en que se financia ni, los pagos de los tributos. Para los últimos cuatro años, fue de 16,57%.

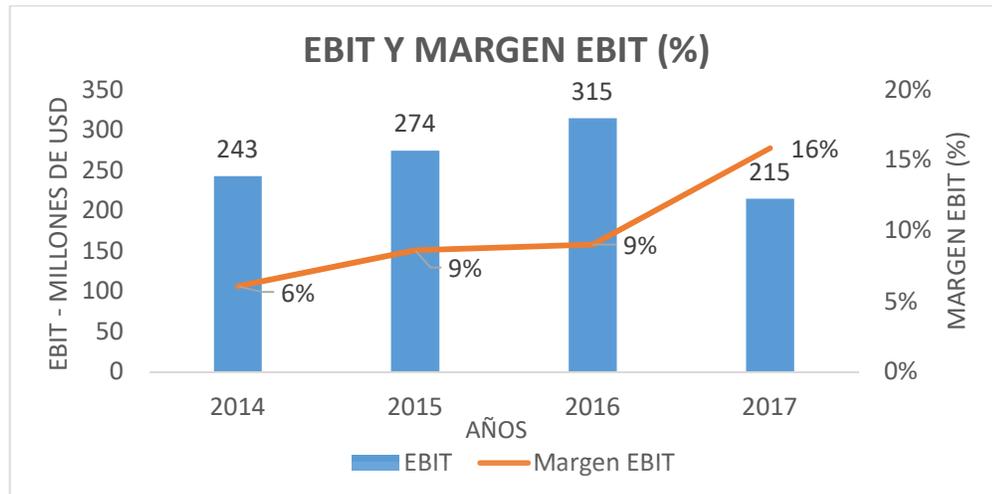


Gráfico 26 - Ebit y Margen Ebit.

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de *The Wendy's Company*.

El margen EBITDA en promedio para 2014-2017 equivale a 26,09%, a diferencia del anterior, éste ratio excluye no solo el financiamiento y los impuestos, sino también los gastos de depreciación y amortización. Cuando existen altos niveles de capital, las diferencias entre este ratio y el anterior, son mayores. Esto se observa en el caso de *The Wendy's Company*.

Si se comparan ambos gráficos, el comportamiento ha sido similar, salvo para 2017.

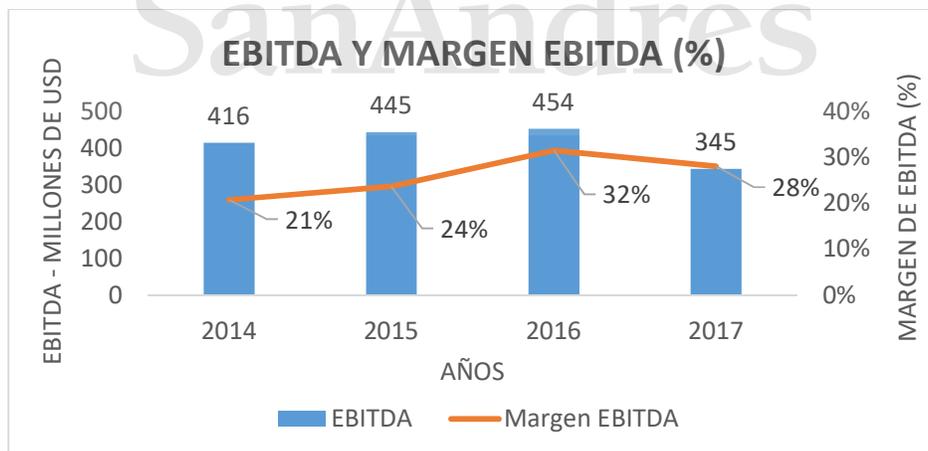


Gráfico 27 – EBITDA Y Margen EBITDA (%).

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de *The Wendy's Company*.

Empresas competidoras

Si se analiza el gráfico 27: Margen Bruto con comparables, la empresa líder es *Starbucks* con un 59% promedio para los últimos cuatro años, seguida por *Yum! Brands Inc.* La que tiene un margen más bajo es *Chipotle Mexican Grill Inc.*, con un 21% promedio.

En lo que respecta al margen operativo, *McDonald's* es la mejor posicionada junto a *Yum! Brands Inc.*, este mismo comportamiento se observa para el margen Ebitda, tal como se aprecia en los gráficos 28 y 29. En contraposición, *Shake Shake Inc.*, es la que se ubica en último lugar en ambos casos.

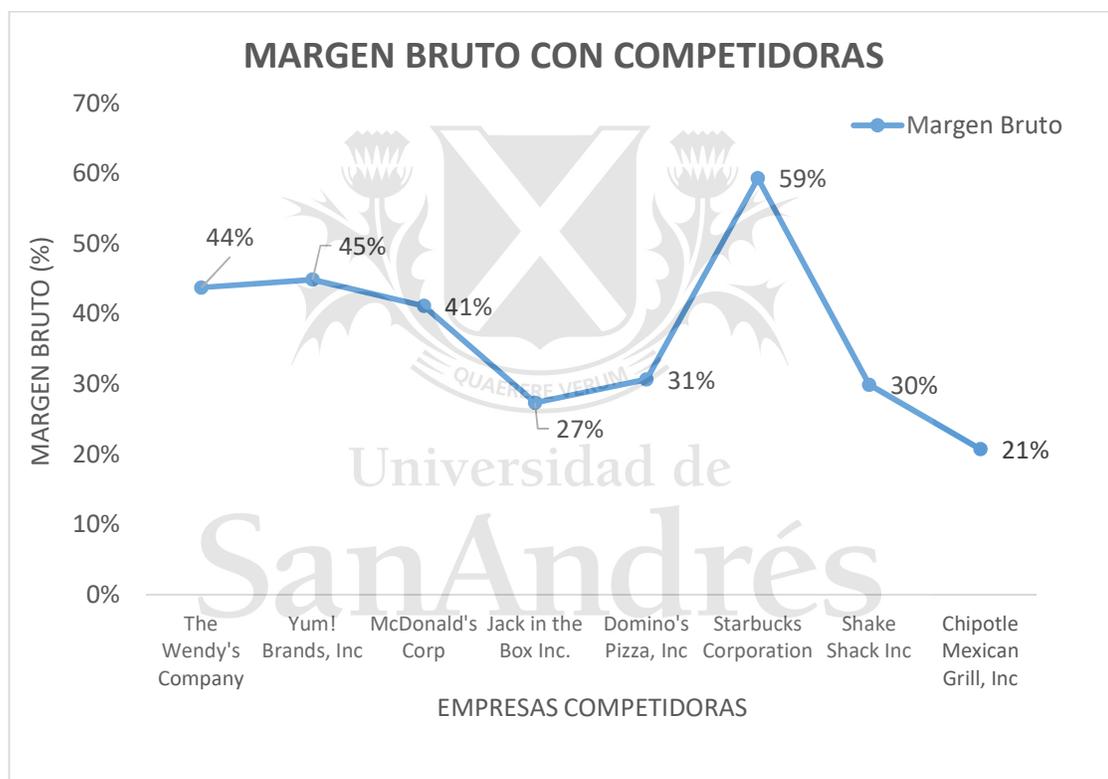


Gráfico 28 – Margen Bruto con competidoras

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de las compañías analizadas.

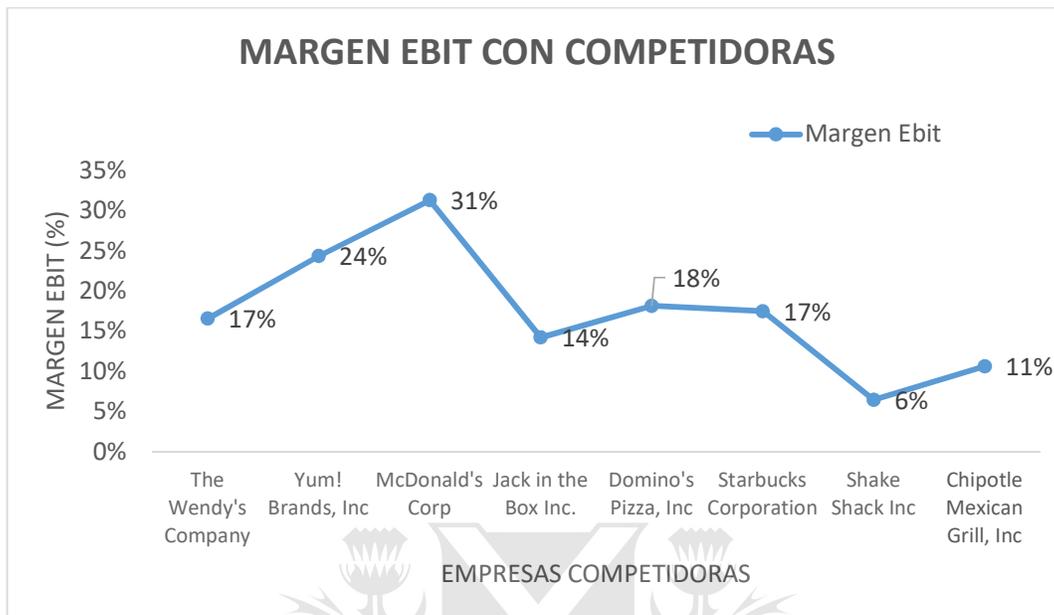


Gráfico 29 – Margen Ebit con competidoras.

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de las compañías analizadas.

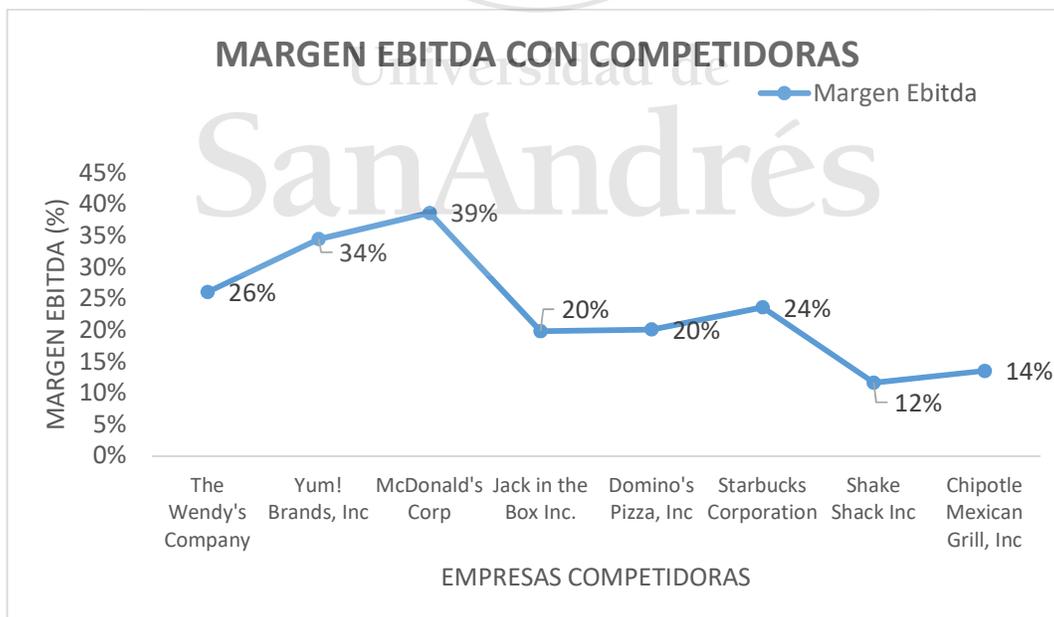


Gráfico 30 – Margen Ebitda con competidoras.

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de las compañías analizadas.

Retorno sobre activos (ROA)

El rendimiento sobre los activos, mide la eficiencia de los activos para generar rentabilidad. Si se observa el gráfico número 30: Retornos sobre activos (ROA), este cociente ha tenido un comportamiento poco uniforme para el periodo, mejorando para 2017. Su valor promedio fue de 3,72%.

Este ratio, puede ser analizado también, como el producto del margen neto y la rotación de los activos. El crecimiento del retorno sobre los activos, se debe a que el incremento del margen neto no solo logró compensar la caída de la rotación, sino que también, impactó en la *performance* del ratio. Esta mejora en términos de eficiencia, se debe al proceso de venta de restaurantes de la compañía a franquiciados.

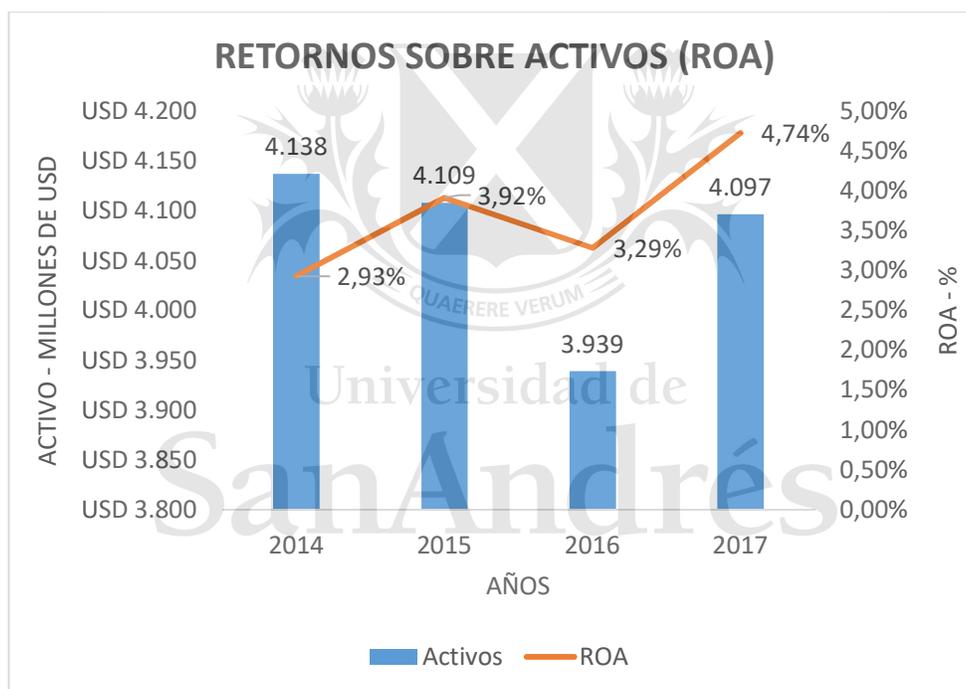


Gráfico 31 – Retornos sobre activos (ROA).

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de *The Wendy's Company*.

Retorno sobre capital (ROE)

El rendimiento sobre el capital evalúa la capacidad para remunerar a los accionistas. Para el periodo 2014-2017 el mismo ascendió a 21,72% en promedio. Tal como se aprecia en el gráfico número 31, el ROE ha mejorado conforme el paso del tiempo. Esta mejora se debe al incremento fundamentalmente del margen neto y, el multiplicador de capital.

| ANÁLISIS DU PONT | | | | |
|-------------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| Rotación de activos (x) | 0,4830 | 0,4552 | 0,3644 | 0,2986 |
| Margen Neto | 6,08% | 8,62% | 9,03% | 15,86% |
| Multiplicador del Capital (x) | 2,4090 | 5,4571 | 7,4646 | 7,1474 |
| ROE | 7,07% | 21,40% | 24,56% | 33,85% |

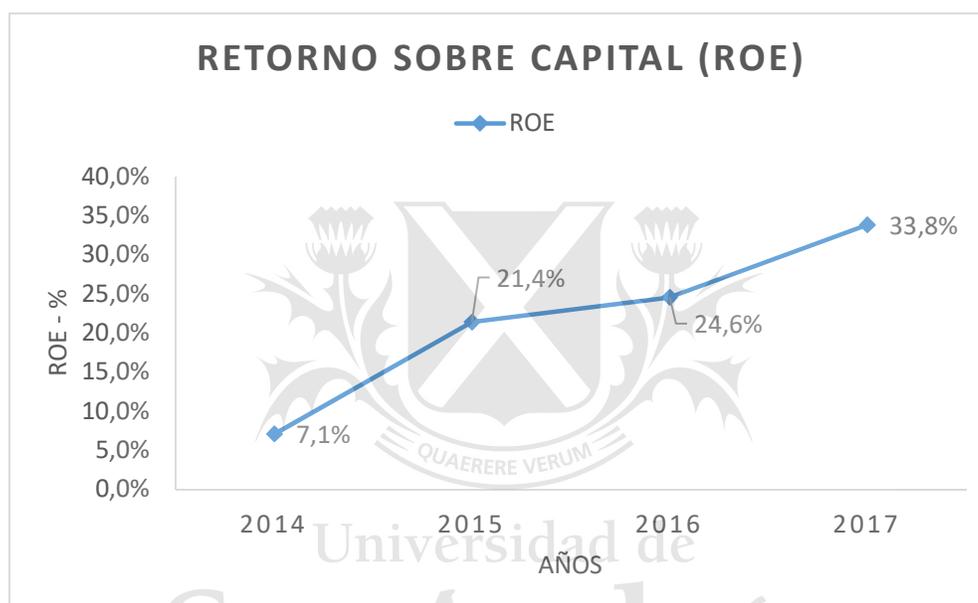


Gráfico 32 – Retornos sobre capital (ROE).

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de *The Wendy's Company*.

Retorno sobre el capital invertido (ROIC)

Este ratio valora la rentabilidad que es capaz de generar una compañía de acuerdo a la inversión realizada. El valor para los últimos cuatro años fue de 6,44%. Si se observa el gráfico número 30: Retorno sobre el capital invertido (ROIC) su variación no fue uniforme, cayendo para el año 2017.

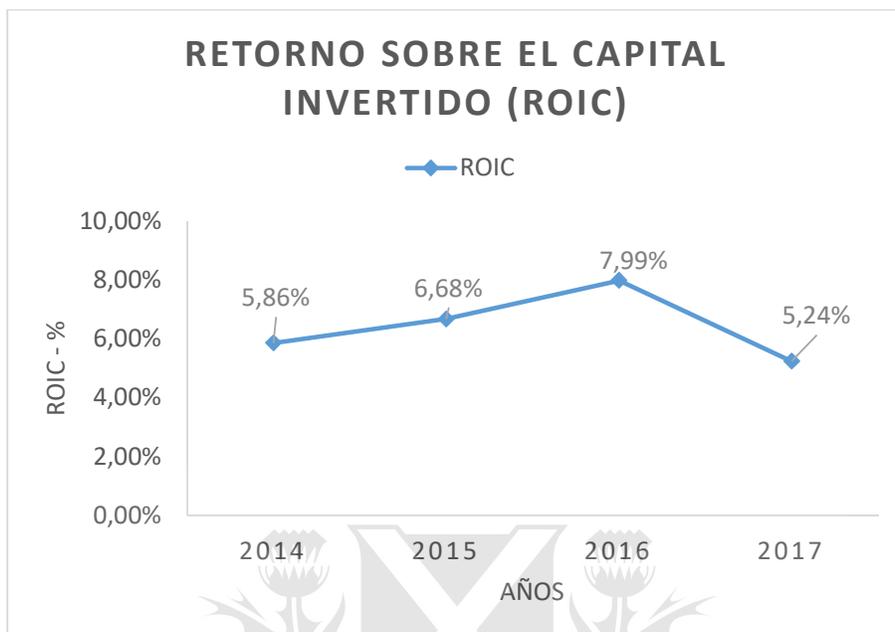


Gráfico 33 – Retornos sobre el capital invertido (ROIC).

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de *The Wendy's Company*.

Empresas competidoras

Domino's Pizza Inc, es la compañía con mayor eficiencia de activos²⁴ para generar rentabilidad. El promedio de este ratio para el periodo 2014-2017 fue de 29%. Si se compara dicho valor con el resto de comparables, es posible decir que, la rotación de activos para dicha compañía es alta. Como se hubiera comentado anteriormente, el ROA, es el producto del margen neto por la rotación de los activos. El alto cociente se debe fundamentalmente a la elevada rotación de los activos. *Starbucks Corporation*, tiene el segundo mejor ROA, con un 21% promedio. En este caso, es resultado del mix de margen y rotación. La empresa con la *performance* más baja de retornos sobre activos es *Shake Shack Inc*. *Wendy's* por su parte, posee un 4% promedio de eficiencia en los activos para generar ventas.

El nivel de rotación de los activos de *Wendy's* es inferior al resto de compañías comparables, le sigue en la *performance* *McDonald's*. En tanto, *Domino's Pizza*, *Chipotle Mexican Grill Inc*. y *Starbucks* son las empresas que muestran los índices de rotación más elevados.

²⁴ Se utiliza el Retorno sobre activos (ROA) para comparar la rentabilidad, puesto que, mide la rentabilidad operativa relacionando a la ganancia operativa y el total de los activos. La misma, no está afectada por las decisiones de financiamiento, que pueden ser distintas en las diferentes empresas comparables/competidoras.

| | The Wendy's Company | Yum! Brands, Inc | McDonald's Corp | Jack in the Box Inc. | Domino's Pizza, Inc | Starbucks Corporation | Shake Shack Inc | Chipotle Mexican Grill, Inc |
|----------|---------------------|------------------|-----------------|----------------------|---------------------|-----------------------|-----------------|-----------------------------|
| ROA | 4% | 19% | 14% | 9% | 29% | 21% | 1% | 12% |
| Rotación | 0,40 | 1,30 | 0,74 | 1,19 | 3,22 | 1,57 | 0,80 | 1,85 |

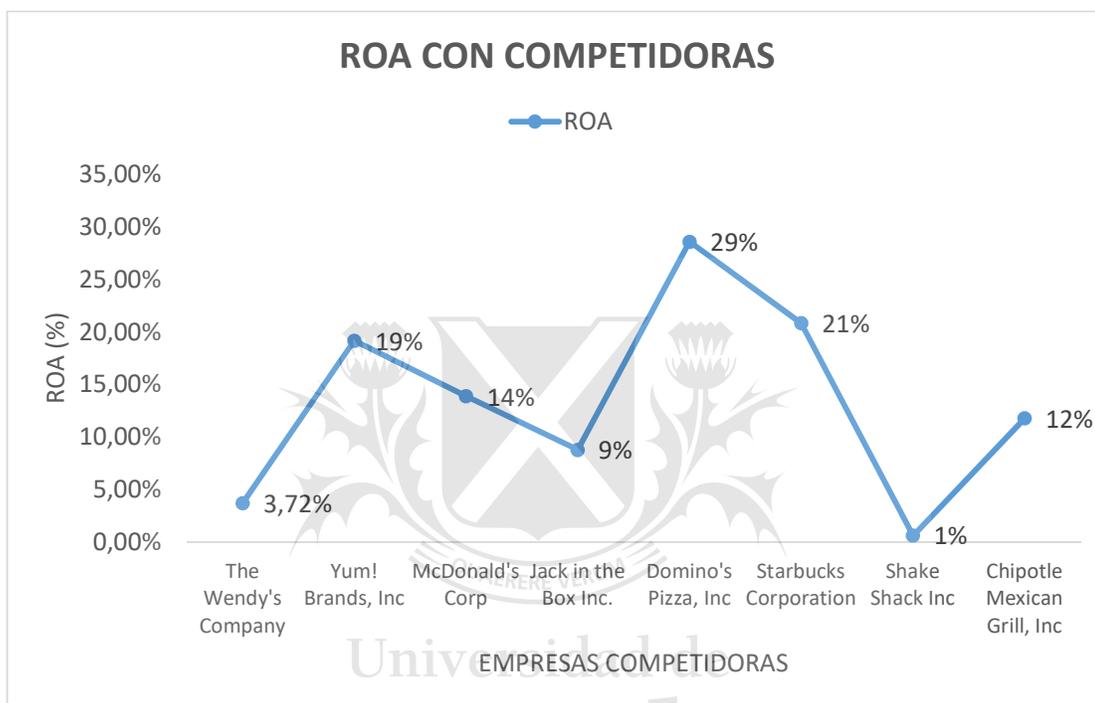


Gráfico 34 – ROA con empresas competidoras.

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de las compañías analizadas.

Por último, se analiza el ratio que mide la eficiencia de la empresa para la obtención de ganancias operativas, utilizando el total del capital invertido. De acuerdo al gráfico número 34: ROIC (%) con comparables, *The Wendy's Company* se encuentra muy por detrás sus comparables. Siendo *Starbucks* y *Yum Brands Inc*, las que mayor eficiencia tienen, con un 40% y 30% promedio respectivamente para los últimos cuatro años.

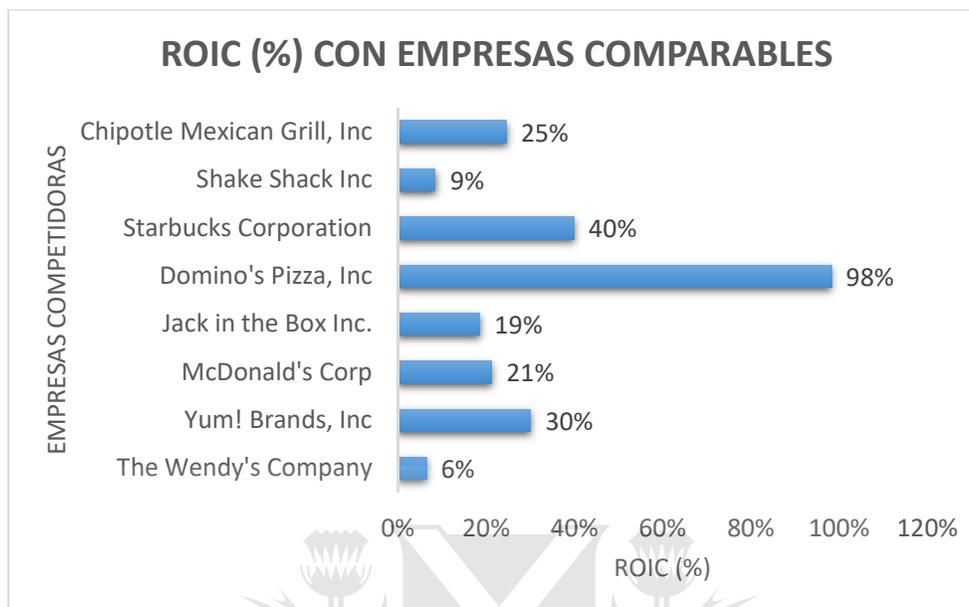


Gráfico 35 – ROIC con competidoras.

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de las compañías analizadas.

Conclusiones de los ratios

Concluido el análisis de los principales indicadores, se observa capacidad para hacer frente a las obligaciones de corto plazo, con niveles razonables para el sector de la industria en la que desarrolla sus actividades la empresa. Así mismo, se aprecia un incremento del endeudamiento, y consecuentemente un desmejoramiento de la capacidad de cobertura de intereses.

La disminución de las ventas, se explica por el proceso de ventas de locales propios a franquiciados. Consecuentemente se aprecia un incremento de las ventas provenientes de las franquicias y una caída de los costos operativos. Los márgenes brutos, Ebid, Ebidta y Neto mejoran luego de las políticas de reestructuración de la firma.

4.6 Ratios específicos de la industria

Este análisis complementario se efectuará a los fines de poder explicar el decrecimiento observado en las ventas durante el periodo 2014-2017. La CAGR ascendió a (15,09%). Si se subdivide el análisis teniendo en cuenta las ventas provenientes de los locales propios y por franquicias, es posible observar que se reporta una caída del 27,11% y un crecimiento de 15,48% respectivamente. Esto es como resultado del fuerte proceso de reestructuración e implementación del sistema de optimización que llevó a cabo la compañía en los últimos años.

Crecimiento orgánico (SSS)²⁵

En el gráfico que se detalla a continuación es posible observar que, el crecimiento de la productividad promedio total fue de un 2.1%. Si bien, el crecimiento orgánico proveniente de los franquiciados creció en los últimos años, en detrimento de los locales propios. En parte, el crecimiento orgánico explica el incremento de las ventas provenientes de las franquicias. Complementariamente la apertura de nuevos locales, incidió en el crecimiento de las ventas provenientes de las franquicias.

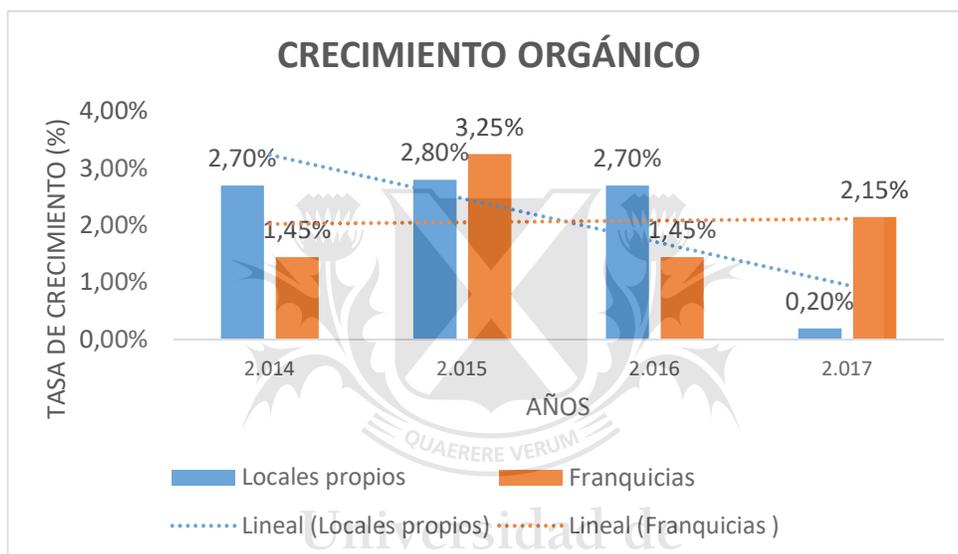


Gráfico 36 – Crecimiento orgánico.

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de *The Wendy's Company*.

Ventas por local

A partir del gráfico número 36 se aprecia que, las ventas por local promedio para el periodo analizado son de USD 1,65 millones. Su valor máximo se alcanza en el año 2014, luego se observa un decrecimiento, aunque luego se recupera para 2017.

²⁵ *Same Store Sales* (ventas en los mismos locales), es una medida financiera utilizada en el sector minorista que evalúa el crecimiento orgánico. En *Wendy's*, la misma refleja el crecimiento de las ventas de locales de la empresa abiertos de forma continua, hace 15 meses o más. Refleja la productividad de la empresa para generar ingresos con recursos existentes. Las siglas de esta expresión son: SSS.

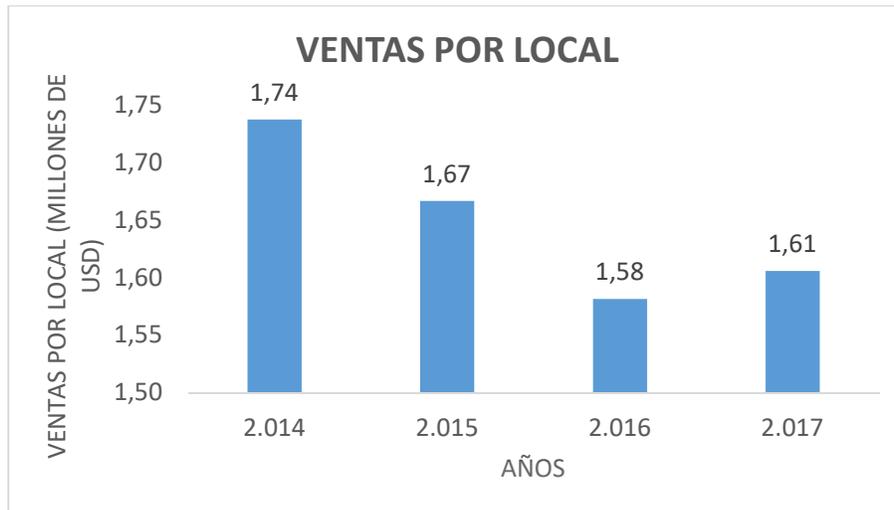


Gráfico 37 – Ventas por local.

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de *The Wendy's Company*.

Ratios específicos de la industria con competidores

En este apartado se analizarán los indicadores específicos de la industria de los restaurantes de las principales empresas competidoras, a los fines de lograr un análisis integral.

Crecimiento de ventas

El crecimiento de las ventas se calculó en base al CAGR de las distintas empresas para el periodo 2014-2017. *Shake Shack Inc*, es la compañía que muestra crecimiento en las ventas sustancial, respecto de sus pares, con un incremento de un 45%. *Domino's Pizza* le sigue en términos de crecimiento, con un aumento del 12%. En contraposición, las ventas de *McDonald's* ventas caen un 6%. *Wendy's* comparativamente tiene la peor *performance* con una caída del 15%.

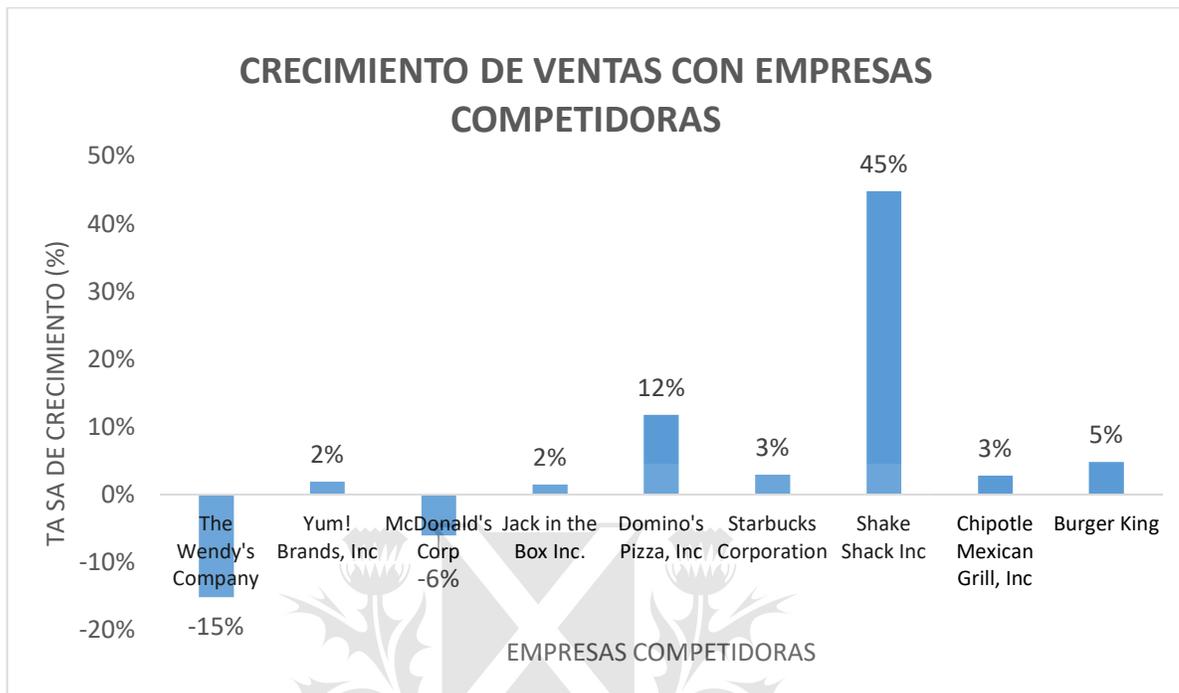


Gráfico 38 – Crecimiento de ventas.

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de las compañías analizadas.

Apertura de locales

En el gráfico que se detalla a continuación, se muestra el crecimiento de locales para el año 2017 de *Wendy's* y sus competidoras. Tal como puede observarse en el mismo, durante el año 2017, *Shake Shack* alcanzó el mayor incremento neto en la apertura de nuevos locales con un 28%, seguido por *Starbucks* y *Domino's Pizza* con un 8% y 7% respectivamente. Es por eso que, en los casos de *Shake Shack* y *Domino's Pizza* el fuerte crecimiento observado en las ventas para el periodo, se fundamenta en las elevadas tasas de apertura de nuevos locales. *Jack in the Box*, por su parte no mostró variación respecto del año anterior.

Por su parte, *Wendy's* reportó un crecimiento en la apertura de locales del 2% para el último año. La apertura de nuevos locales está dada por las franquicias, es por ello, el impacto en las ventas.

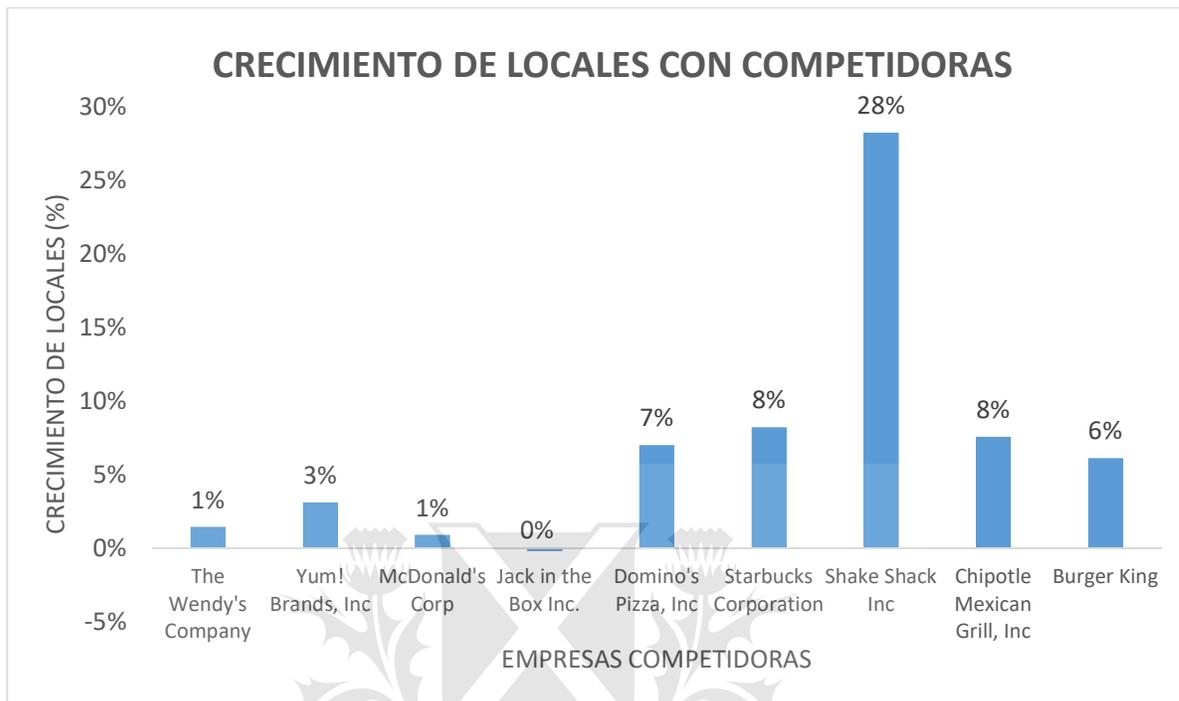


Gráfico 39 – Crecimiento de locales con competidoras.

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de las compañías analizadas.

Crecimiento orgánico (SSS)

Se aprecia en el siguiente gráfico que *Starbucks*, posee el crecimiento orgánico más alto, con un 11% promedio para el último año. *Domino's Pizza* y *Chipotle Mexican*, le siguen en su *performance* con un 6% en promedio. Por su parte, *Yum Brands Inc*, reporta un crecimiento orgánico negativo que asciende al 4%. El comportamiento de la productividad, explicada por la tasa de crecimiento orgánico en el caso de *Domino's Pizza* y *Starbucks* explica el crecimiento de las ventas, en parte. Distinto es el caso de *Shake Shack* que se debe a la apertura de nuevos locales exclusivamente.

Wendy's presenta una tasa de crecimiento de ventas comparables de los mismos locales de un 1% promedio. Esto demuestra que, el grado de eficiencia de crecimiento orgánico es positivo. La caída en las ventas, se explica por el proceso de reestructuración.

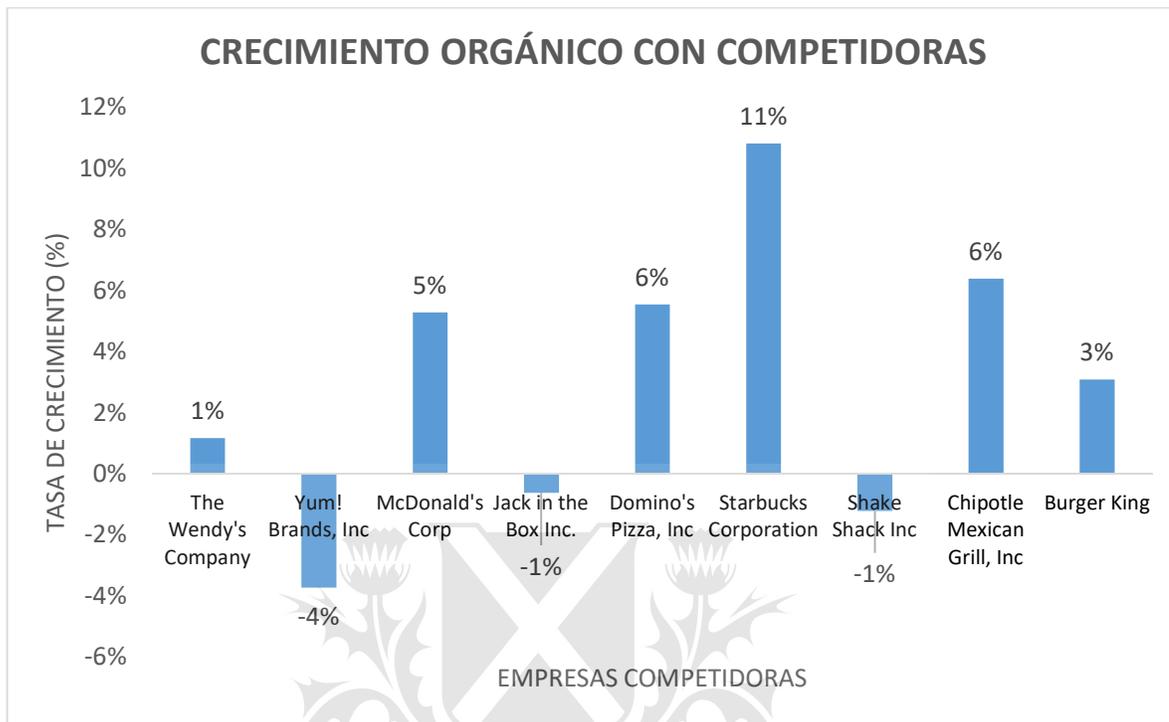


Gráfico 40 – Crecimiento orgánico.

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de las compañías analizadas.

Ventas por local

Como consecuencia de la apertura significativa de nuevos locales *Shack Shack* obtuvo el ratio más elevado de ventas por local (USD 4,5 millones). *McDonald's* le sigue con 2,67, siendo *Starbucks* quien tiene la menor cantidad de ventas por local. Tal como es posible apreciar en el gráfico número 40, el promedio de las empresas comparables analizadas asciende a USD 2 millones.

Comparativamente con sus pares *Wendy's*, se ubica en cuarto lugar con un ratio de USD 1,61 millones.

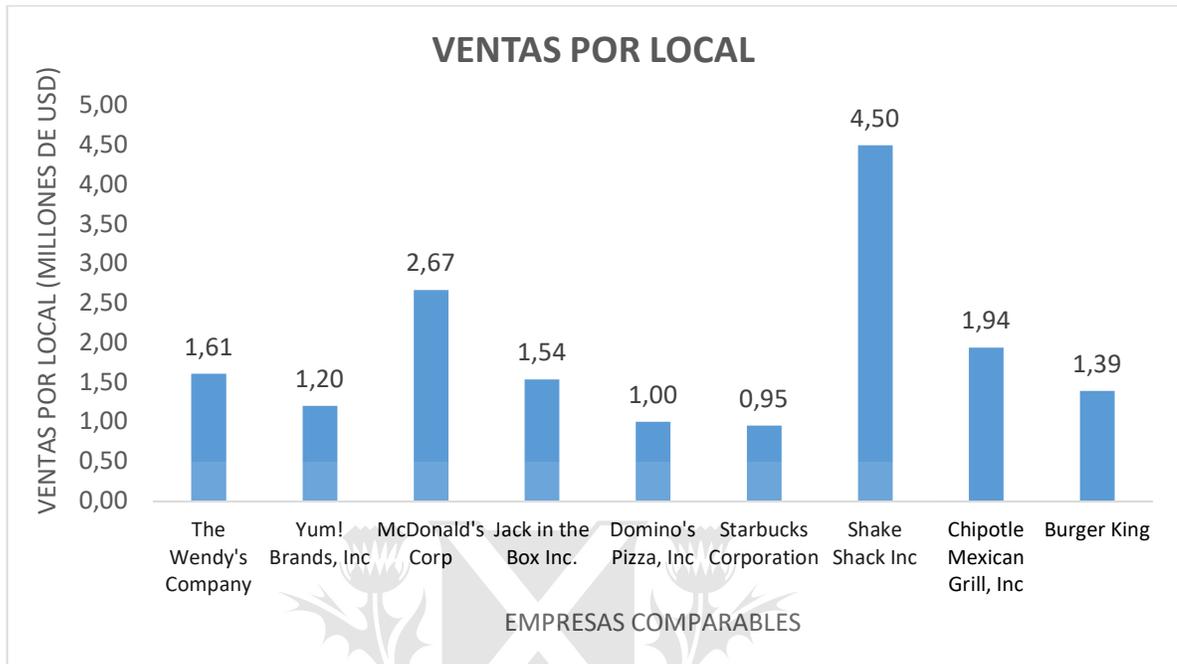


Gráfico 41 – Ventas por local.

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de las compañías analizadas.

5. Metodología de valuación

Para calcular el valor de *The Wendy's Company* (*WEN*) se utilizará el modelo de flujos de fondos descontados, por medio del cual se obtendrá su valor intrínseco.

A tales efectos, se considerarán ciertos supuestos de márgenes operativos, de crecimiento y necesidades de reinversión, con el fin de obtener los flujos de fondos proyectados generados por la empresa y que, luego descontados a una tasa de descuento, permitirá obtener el valor de la firma. La fórmula de flujo de fondos se detalla a continuación:

$$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFi}{(1 + WACC)^i} + \frac{VT}{(1 + WACC)^n}$$

Los flujos de fondos descontados se proyectarán en dólares y en términos nominales. Dicha estimación, surgirá del análisis del desempeño integral de la compañía, teniendo en cuenta la evolución y coherencia en el tiempo, de las principales variables que generan impacto en la generación de valor de la empresa. Se utilizarán los estados financieros e informes de management de la firma.

La proyección de los flujos de fondos, se dividirá en dos tramos. La primera parte, en donde se estiman los flujos de fondos, en base a variables críticas y más ajustadas a la realidad de la firma. Este periodo de tiempo, es el que se considera adecuado para suponer que la compañía se encuentra madura en la industria y luego, un segundo tramo, que se conoce como perpetuidad o valor terminal.

En relación al párrafo anterior, la proyección de los flujos de fondos, será de cinco años, es decir, hasta 2022. En dicho año, se estimará el valor terminal de la firma, puesto que se considera que, en el mismo, los flujos de fondos serán estables.

Los flujos de fondos se estimarán en base a un escenario base, en donde las principales variables se comportan de manera normal, siendo éste la situación más probable o factible. Complementariamente, se compararán dos escenarios uno optimista, en donde el comportamiento es mejor de lo esperado y otro pesimista, donde la situación es a la inversa.

El flujo de fondos libre se calcula de acuerdo a la siguiente expresión:

$$FCF = EBIT * (1 - t) + \text{Amortizaciones} \pm \text{Variaciones CT} - \text{Capex}$$

5.1 Valor terminal

El valor residual o terminal de la empresa, mediante el enfoque de empresa en marcha, se calcula considerando la continuidad de la compañía en el tiempo convirtiendo el flujo en una perpetuidad. Su valor depende del supuesto de crecimiento y del costo de capital de la empresa. A tal fin se aplica la siguiente fórmula:

$$VT_{2022} = \frac{FFL_{2022} * (1 + g)}{WACC - g}$$

Donde:

- *VT 2022: valor terminal para la empresa en el año 2022.*
- *FFL: flujos de fondos libres de The Wendy's Company para 2022.*
- *WACC: en el modelo de crecimiento perpetuo, se utiliza para descontar la misma tasa utilizada para descontar los flujos de fondos libres durante el periodo 2017-2022.*
- *g: es la tasa de crecimiento estable.*

Debido a la sensibilidad de la tasa de crecimiento estable sobre el valor de la firma, es muy importante, la razonabilidad y consistencia de la misma. Para estimar la tasa de crecimiento a perpetuidad para *The Wendy's Company* se toma un criterio conservador y prudente respecto

de las estimaciones efectuadas por el Fondo Monetario Internacional²⁶. La tasa de crecimiento anual considerada asciende al 3%.

Por último, se comparará el valor de esta metodología con el de valuación por múltiplos, con el fin de identificar posibles desvíos.

5.2 Proyección de flujo de fondos descontados

Las proyecciones de los flujos de fondos se estimarán en base a la información de la empresa, informes del sector, considerando el contexto en el que opera y supuestos propios.

En este sentido, se destaca la importancia de la comprensión de los factores internos y externos, que influyen en la *performance* de la organización y de su industria. En base a esto, para proyectar las ventas y la ganancia operativa (EBIT) se utilizarán las siguientes variables:

- **Ventas en los mismos locales**

Es una herramienta muy utilizada en el sector de los Restaurantes. Indica la evolución de las ventas de los locales ya establecidos, está determinado principalmente por el nivel de compras y cantidad de visitas de los clientes.

- **Cantidad de nuevos locales**

Estima la cantidad de locales que la empresa pone en funcionamiento cada año. Diferenciando de esta forma, los locales abiertos al comienzo del año y las aperturas realizadas en dicho año. Permite de esta forma, diferenciar las ventas generadas por los nuevos locales de, los ya establecidos.

Esta depende de las decisiones de inversión y de expansión que tome la compañía.

- **Márgenes Operativos**

Es un ratio de rentabilidad. Surge del cociente entre el Resultado antes de intereses e impuestos y las ventas, es decir, que tiene en cuenta todos los costos operativos, incluidas las depreciaciones.

5.3 Depreciaciones y amortizaciones

Su estimación surge de considerar el cociente entre las depreciaciones y ventas promedio de los últimos dos años. Se supone razonable tomar dicho periodo de tiempo, puesto que la compañía se encuentra en la fase final del proceso de ventas de locales propios a franquiciados.

²⁶ <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2018/01/11/world-economic-outlook-update-january-2018>

El mismo equivale a 9,41%. Si a este cociente lo aplicamos sobre las ventas proyectadas obtenemos la proyección del gasto en Depreciación y Amortizaciones.

Las depreciaciones no representan una verdadera erogación de fondos, se trata de un cargo contable. Sin embargo, permiten generar ahorros impositivos a los fines del impuesto de las ganancias. Por esta razón, se le suma al flujo de fondos.

5.4 Capex o Inversiones en capital

Incluye los flujos de inversiones de capital necesarios para el desarrollo de las operaciones de la firma, es decir, mantener el negocio en su estado actual y también, la inversión necesaria para mejorar.

Se podría estimar en base al comportamiento histórico (2014-2017) promedio de las inversiones de capital y las ventas, dicho valor equivale al 11,37%. Con respecto a la inversión de capital, la gerencia establece los valores objetivo, que fueron detallados anteriormente. En base a esto, los valores a considerar serán USD 80 millones para 2018, USD 75 millones para 2019, USD 65 millones para 2020. Para el resto del período proyectado, se estima que la política de inversión en capital se mantendrá constante, como resultado de los objetivos planteados por la gerencia en los informes de management de la compañía.

5.5 Variación de capital de trabajo

Este surge de la diferencia entre Activos corrientes y Pasivos corrientes. Una disminución del capital de trabajo, genera un incremento de la caja operativa y, por ende, se suma a los flujos de fondos. En tanto si, el capital de trabajo aumenta, produce una reducción de la caja y, por lo tanto, se resta.

Puesto que el capital de trabajo es volátil, se considera apropiado proyectarlo como un porcentaje de las ventas y, promediarlo en el tiempo. El mismo surge del cociente entre el promedio de capital de trabajo y el promedio de ventas para el periodo 2014-2017. De esta forma, las necesidades de capital de trabajo se estiman en base al crecimiento de la empresa.

5.6 Tasa impositiva

La tasa impositiva considerada para estimar los flujos de fondos, es la efectiva, que surge del cociente entre las erogaciones impositivas y el resultado antes de impuesto, la misma para el periodo 2014-2017, equivale al 21%. En este sentido la gerencia²⁹ estima que la tasa se ubicará entre el 21%-23%.

²⁹ Informe de management "The Wendy's Company – Goals 2020".

5.7 Tasa de descuento

De acuerdo a la metodología elegida, y bajo el supuesto de que se estimarán los flujos de fondos que genere la empresa independientemente de su financiamiento, se utilizará como tasa de descuento al costo promedio ponderado de capital, para la firma en su conjunto (en la bibliografía anglosajona, *weight average cost of capital*). El mismo, da un peso relativo a cada fuente de financiamiento (capital propio y deuda), en relación a la estructura de la empresa. Contemplando de esta forma, el promedio de los instrumentos de financiación y el ahorro impositivo, derivado de los empréstitos.

El costo de capital depende fundamentalmente de los usos de fondos, no de su origen³⁰.

A los fines de lograr consistencia en el proceso de valuación, la tasa descuento será calculada en dólares y en términos nominales.

$$WACC = \frac{E}{V} * Ke + \frac{D}{V} * Kd * (1 - T)$$

Donde:

- *Ke*: Costo de capital accionario.
- *E/(E+D)*: participación del capital en la estructura de financiamiento.
- *D/(E+D)*: participación de la deuda en la estructura de financiamiento.
- *D*: valor de la deuda.
- *E*: valor del capital accionario.
- *Kd*: costo de la deuda.
- *T*: alícuota impositiva.

5.7.1 Tasa de costo de capital accionario

Para la estimación de la tasa de costo de capital accionario, se utilizará la metodología del CAPM³². La fórmula de cálculo para este rendimiento requerido por los accionistas es la siguiente:

$$Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf)$$

Donde:

- *Rf*: es la tasa libre de riesgo actual o costo de oportunidad.
- *β*: beta, que se define como la sensibilidad del activo a los movimientos del mercado, es decir que, mide la exposición de la compañía al riesgo de mercado.

³⁰ Ross, S., Westerfiel, R. & Jordan, B. "Fundamentos de finanzas corporativas" 2006 p. 469.

³² CAPM: *Capital Asset Pricing Model*.

En un mercado competitivo, la prima por riesgo de mercado varía en proporción directa a su beta. Lo que implica que, una inversión con riesgo tendrá un rendimiento superior a una sin riesgo, es la recompensa por correr riesgos en los mercados financieros.

- *R_m-R_f: es la prima de riesgo de mercado. Este es el rendimiento adicional que se requiere por no invertir en activos libres de riesgo.*

5.7.1.1 Tasa libre de riesgo

En un activo libre de riesgo se entiende que no existe riesgo de impago y que no existen desvíos alrededor del rendimiento esperado, si se mantiene el activo hasta el vencimiento. Se interpreta como el retorno de un activo o cartera de activos que no tienen riesgo de default o, dicho de otro modo “es la renta mínima que brinda una inversión “segura”. Según *Damodaran*, los gobiernos están libres de riesgo no por ser mejores administradores que los privados sino porque, manejan la emisión de moneda. *Ross* este sentido, plantea que, los bonos están libres de riesgo, porque los gobiernos pueden crear más impuestos para cumplir con sus obligaciones.

Para estimar la tasa libre de riesgo, se utilizarán los bonos del tesoro americano con vencimiento a 10 años. La misma, es consistente con los flujos de fondos, que están proyectados en dólares y en términos nominales. De acuerdo a los datos del mercado es igual a: 2,40% a la fecha de la valuación (31/12/2017)³³.

5.7.1.2 La prima por el riesgo de mercado – Market Risk Premium

La prima por riesgo de mercado no existe como tal, es una expectativa matemática. En realidad, es lo que “esperan ganar” los inversores por correr un riesgo mayor, al que el que correrían en una inversión libre de riesgo. Es el *spread* entre los activos libres de riesgo y la rentabilidad del mercado.

Para el cálculo del rendimiento del mercado, se considera razonable tomar el retorno promedio histórico anual del período 1968-2017 del *S&P 500*, cuyo valor equivale a 10,03%³⁵. Esto, se fundamenta, tal como lo expresa *Damodaran* en que, existe ventaja en utilizar periodos largos para el cálculo de la prima de riesgo, puesto que existen errores estándares más razonables en comparación con periodos más cortos de tiempo.

La prima por riesgo de mercado se obtiene como la diferencia entre el retorno total del mercado (10,03%) y la tasa libre de riesgo (2,40%). Esto arroja un resultado equivalente a 7,63%.

³³<https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2017>

³⁵ Información obtenida en el sitio web oficial de *Damodaran*, Aswath: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

5.7.1.3 Beta

La “beta” (β) del activo, se define como la sensibilidad del mismo a los movimientos del mercado. Representa la contribución de un título individual al riesgo de una cartera bien diversificada.

La beta de *The Wendy’s Company* se calculará mediante un análisis de regresión entre los retornos históricos de la compañía contra los retornos históricos del *S&P 500*, de acuerdo a la siguiente relación:

$$\text{Beta} = \text{Covarianza} \frac{(\text{WEN:S\&P500})}{\text{Varianza (S\&P500)}}$$

La beta estimada, está dada por la pendiente de la regresión lineal del gráfico que se muestra a continuación, es decir, 0,9059. La misma, está proyectada a partir de los últimos tres años, puesto que presenta una mayor correlación entre las variables, respecto de los otros periodos analizados (1 y 5 años).

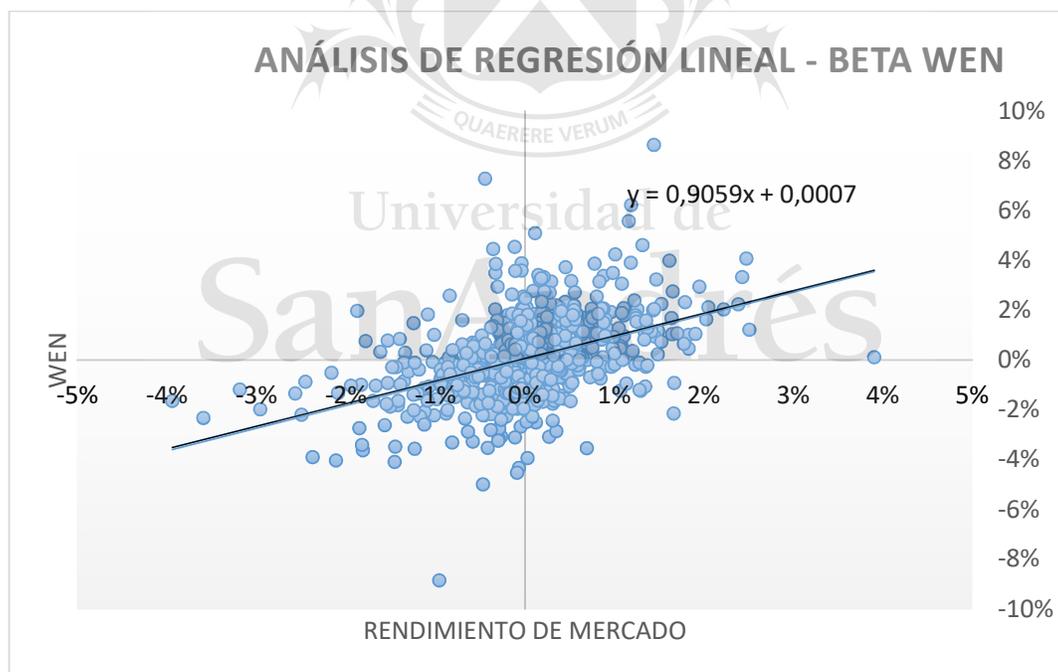


Gráfico 42 – Análisis de regresión lineal – Beta WEN.

Fuente: elaboración propia en base a datos del mercado *S&P 500* y WEN.

De acuerdo al detalle de betas por industria realizado por *Damodaran*, el valor promedio de la industria “Restaurantes/Comedor” para Estados Unidos asciende a 0,85³⁶.

³⁶ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

Complementariamente, si se analizan las características del negocio, el producto y servicio, y el apalancamiento, el resultado obtenido es consistente con la empresa.

5.7.1.4 Costo del equity

En base al modelo CAPM, el retorno requerido por los accionistas de *The Wendy's Company* es del 9,31%.

5.7.2 Costo de la deuda financiera

En lo que se refiere al costo de deuda, se tomará como tasa la de las emisiones de deuda más reciente de la compañía, y la de más largo plazo. Su valor es 4,696³⁷%. A los efectos de su cálculo hay que contemplar el efecto impositivo³⁹, en cuyo caso, el valor equivale a 3,66%.

Complementariamente como alternativa se consideró la calificación asignada a la deuda financiera de la empresa por agencia de calificación crediticia, tal como lo plantea *Damodaran* para el caso de que exista escasa cantidad de bonos emitidos por la empresa. Si bien esto, no aplicaría de manera directa, es importante analizar dicho resultado también, para poder contrastar los resultados obtenidos. Sus bonos tienen calificación crediticia BBB, para la cual la prima de riesgo crediticio asociada es de 3,67%, que después de impuestos equivale a 2,86%. Comparando los mismos, es posible decir que hay razonabilidad entre los costos de deuda financiera.

5.8 Costo de capital

Tal como se desarrollara anteriormente, el costo del capital es un promedio ponderado entre el costo del capital accionario y el costo de deuda después de impuestos. El factor de ponderación está dado por la estructura de capital de la compañía a valores de mercado.⁴⁰

Mediante la aplicación de la fórmula expresada anteriormente, se obtiene que, el valor del costo promedio ponderado de capital para descontar los flujos de fondos es de: 7,23%.

³⁷ <https://www.bloomberg.com/>

³⁹ Se considera apropiado utilizar la tasa efectiva impositiva de la empresa.

⁴⁰ Para la deuda, se considera el valor contable, expresado como *fair value* como la mejor aproximación a valores de mercado. En tanto el capital accionario, está dado por el producto entre el precio de mercado de la acción de *The Wendy's Company* al cierre del ejercicio contable (29/12/2017) y el total de acciones en circulación a la misma fecha. El precio de la acción es USD 16,17 y las acciones en circulación 252,289 millones, siendo el *equity* de USD 4.080.191 miles. El valor de mercado de la deuda equivale a USD 2.374.659 miles.

6. Modelo de proyecciones

6.1 Escenario base

En este escenario, los factores críticos detallados anteriormente tienen un desempeño esperable o probable, tanto en lo que respecta a las ventas comparables como en el crecimiento en la apertura de locales y como consecuencia de los dos anteriores, lo mismo para los márgenes operativos.

Cabe destacar que, si bien la compañía, lleva a cabo un proceso de optimización de mejoras de productividad, en donde hay un desprendimiento de locales propios a franquiciados. La misma, no planea reducir su propiedad por debajo del nivel del 5%, es por ello, que la composición de ventas provenientes de locales propios y de franquicias, es de esperar que se mantenga en el tiempo. Como fuera mencionado anteriormente, ese porcentaje ya fue alcanzado en 2017.

El crecimiento de las ventas, se estima, en base a los objetivos determinados por la gerencia en base a los informes de management, que prevé un crecimiento del 3% hasta 2020, luego se supone que producto de la madurez, crece a un ritmo del 2% en promedio. Esto implica una CAGR igual a 2,4%.

En lo que respecta de los nuevos locales, de acuerdo a los objetivos antes mencionados se planea que para el 2020, se alcanzarán los 7.250 establecimientos. Es por ello, que la tasa de apertura de locales se estima del 3% para los primeros tres años y luego, se consolida en un 2%. Para este caso la tasa de crecimiento compuesta promedio ascenderá a un 2,5%.

Las proyecciones de ganancia operativa (EBIT) y el margen operativo prevén una mejora de 1% para 2018, con otro salto para el periodo 2019-2020 y, estabilizándose para 2022 en un 20%.

Se muestran a continuación las proyecciones del crecimiento de ventas, el crecimiento orgánico, la apertura de locales y la ganancia operativa, de acuerdo a los supuestos antes mencionados.

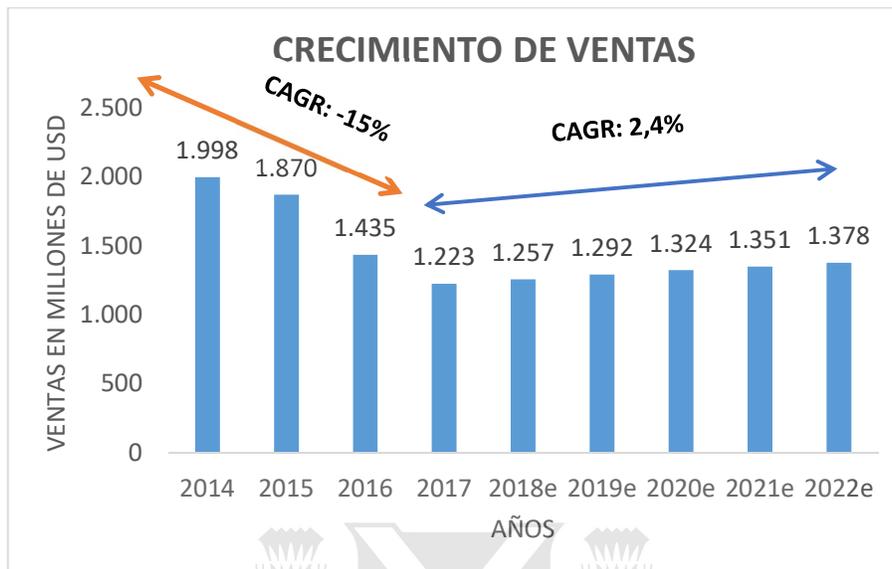


Gráfico 43 – Crecimiento de ventas – Escenario base

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de *The Wendy's Company* y supuestos propios.

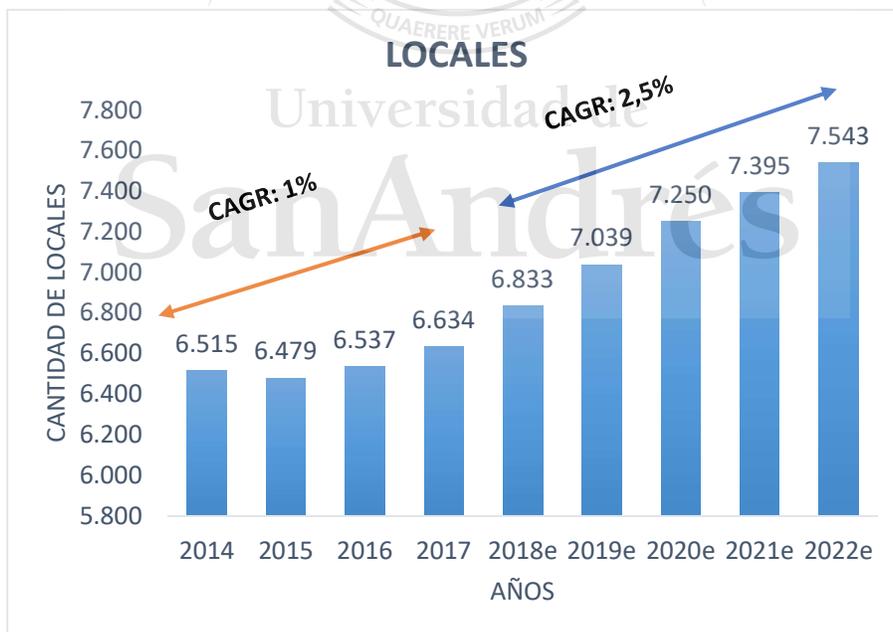


Gráfico 44 – Locales – Escenario base

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de *The Wendy's Company* y supuestos propios.



Gráfico 45 – Ganancia Operativa – Escenario base.

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de *The Wendy's Company* y supuestos propios.

Expresados en millones de USD

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| EBIT | 226,96 | 239,67 | 245,66 | 264,08 | 269,36 |
| Impuestos | 47,66 | 50,33 | 51,59 | 55,46 | 56,57 |
| Gastos de depreciación y amortización | 118,30 | 121,56 | 124,60 | 127,10 | 129,64 |
| Cambios en el capital de trabajo | 10,36 | 5,17 | 4,82 | 3,95 | 4,03 |
| Flujo de fondos de las operaciones | 307,97 | 316,07 | 323,49 | 339,67 | 346,46 |
| CAPEX (inversiones de capital) | 80,00 | 75,00 | 70,00 | 65,00 | 65,00 |
| Flujo de fondos libres | 227,97 | 241,07 | 253,49 | 274,67 | 281,46 |
| Denominador (1+WACC)ⁿ | 1,07 | 1,15 | 1,23 | 1,32 | 1,42 |
| Valor presente de flujos de fondos | 212,59 | 209,64 | 205,57 | 207,72 | 198,49 |
| Valor terminal | 6.846 | | | | |
| Valor presente | 7.880 | | | | |

El valor obtenido es el Valor Actual Neto (VAN) de la empresa, en este caso el mismo equivale a USD 7.880 millones. A este valor, se le adiciona el valor de la caja de la empresa⁴¹ y se le sustrae el saldo total de deuda financiera al 2017. De esto surge que, el valor presente del capital accionario (*Equity*) asciende a USD 5.677 millones.

⁴¹ Se supone que el saldo correspondiente a caja es exceso de caja (caja no operativa). Así mismo, se considera que el concepto contable es la mejor aproximación a su posible valor de mercado.

Expresados en millones de USD

| | |
|------------------------------|--------------|
| Valor presente | 7.880 |
| Deuda | 2.375 |
| Caja | 171 |
| Valor presente Equity | 5.677 |

6.2 Escenario optimista

En este escenario, los factores críticos detallados anteriormente tienen un desempeño mejor, tanto en lo que respecta a las ventas comparables como en el crecimiento de la apertura de locales y como consecuencia de los dos anteriores, una mejora en términos de los márgenes operativos.

Los supuestos utilizados para arribar al EBIT y posteriormente a los flujos de fondos libres, son las mismas que las consideradas para el escenario base, ajustadas a los cambios de los factores claves mencionadas en este apartado.

El crecimiento de las ventas, se estima, que crecerá 1,5% por encima el escenario base, es decir, 4,5% estabilizándose para el 2020 en 2,5%. De esta forma, se proyecta que la CAGR para el periodo 2018-2022 será de 3%.

En lo que respecta a la apertura de nuevos locales, se estima que se abren 250 establecimientos más como consecuencia, del nuevo escenario. Es por ello, que la tasa de apertura de locales se estima del 4,3% para los primeros tres años y luego se estabiliza con una tasa de 2,5%. La tasa de crecimiento promedio compuesta asciende a 3,3%.

Las proyecciones de ganancia operativa (EBIT) y el margen operativo prevén una mejora de 1% en cada uno de los años, como resultado de la mejor eficiencia de la empresa. Estabilizándose para 2022 en un 23%.

Se muestran a continuación las proyecciones del crecimiento de ventas, el crecimiento orgánico, la apertura de locales y la ganancia operativa, de acuerdo a los supuestos antes mencionados.

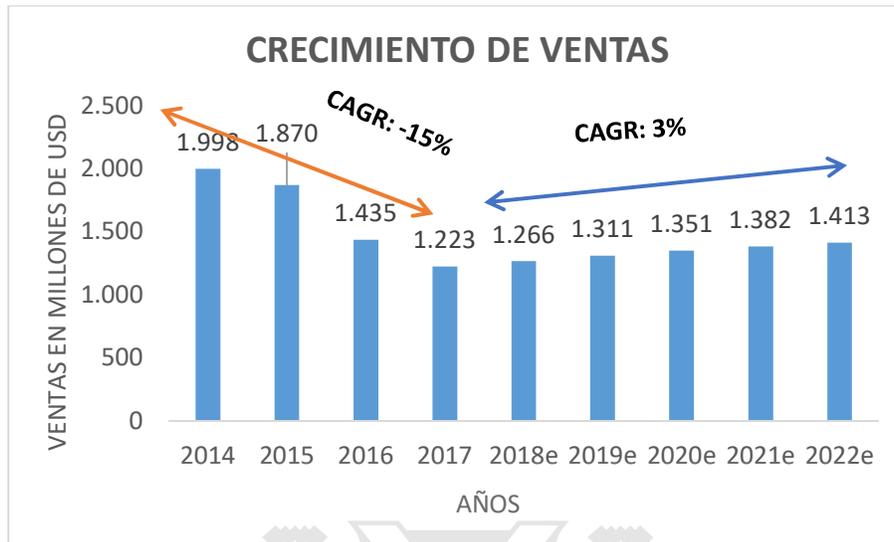


Gráfico 46 – Crecimiento de ventas – Escenario optimista.

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de *The Wendy's Company* y supuestos propios.

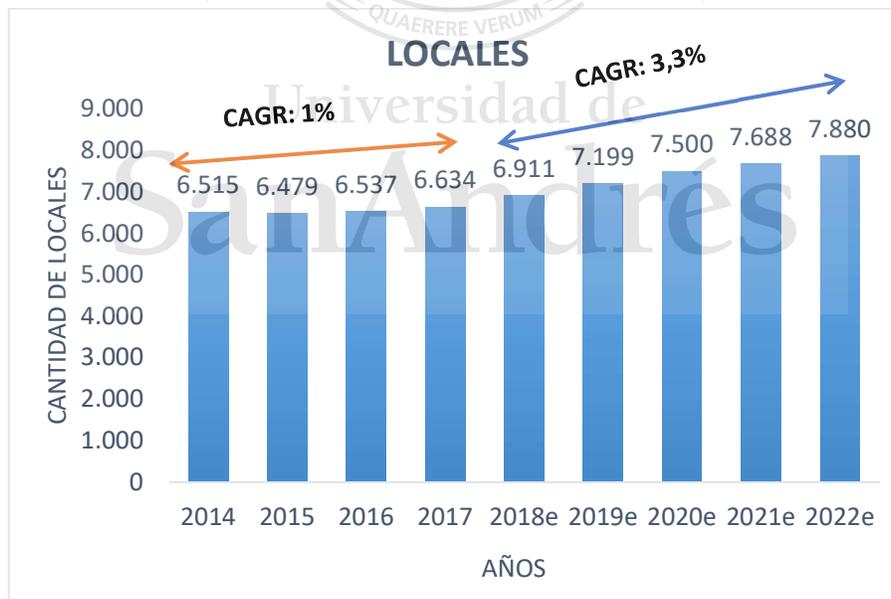


Gráfico 47 – Locales – Escenario optimista.

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de *The Wendy's Company* y supuestos propios.

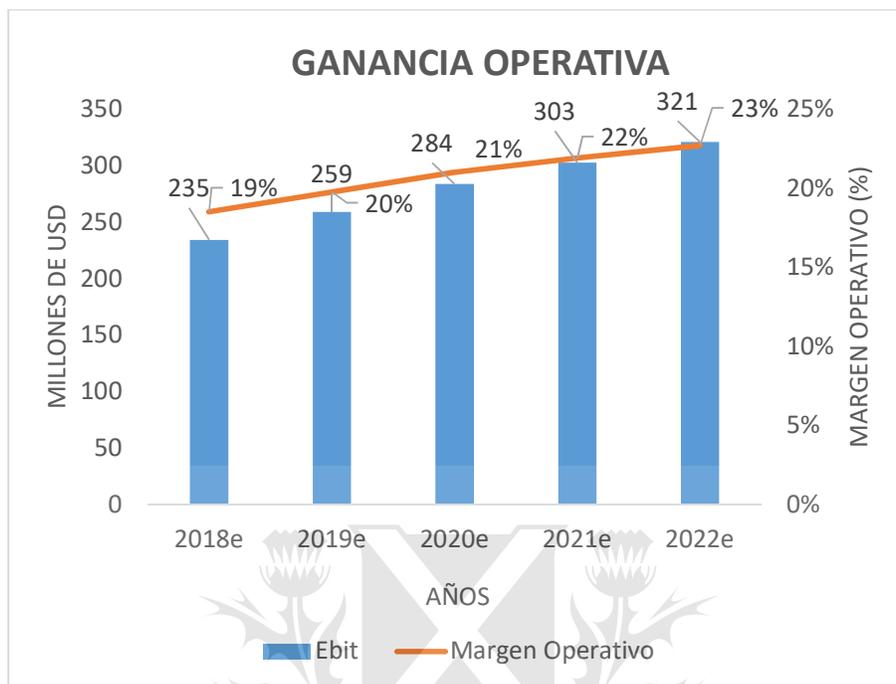


Gráfico 48 – Ganancia operativa – Escenario optimista.

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de *The Wendy's Company* y supuestos propios.

Expresados en millones de USD

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| EBIT | 234,72 | 259,42 | 284,29 | 303,16 | 321,32 |
| Impuestos | 49,29 | 54,48 | 59,70 | 63,66 | 67,48 |
| Gastos de depreciación y amortización | 119,18 | 123,39 | 127,18 | 130,05 | 132,99 |
| Cambios en el capital de trabajo | 11,76 | 6,67 | 6,01 | 4,56 | 4,66 |
| Flujo de fondos de las operaciones | 316,37 | 335,00 | 357,77 | 374,10 | 391,50 |
| CAPEX (inversiones de capital) | 80,00 | 75,00 | 70,00 | 65,00 | 65,00 |
| Flujo de fondos libres | 236,37 | 260,00 | 287,77 | 309,10 | 326,50 |
| Denominador (1+WACC)ⁿ | 1,07 | 1,15 | 1,23 | 1,32 | 1,42 |
| Valor presente de flujos de fondos | 220,43 | 226,10 | 233,37 | 233,76 | 230,25 |
| Valor terminal | 7.941 | | | | |
| Valor presente | 9.085 | | | | |

El valor obtenido es el Valor Actual Neto (VAN) de la empresa, en este caso el mismo equivale a USD 9.085 millones. A este valor, se le adiciona el valor de la caja de la empresa y se le sustrae el saldo total de deuda financiera al 2017. De esto surge que, el valor presente del capital accionario (*Equity*) asciende a USD 6.882 millones.

Expresados en millones de USD

| | |
|------------------------------|--------------|
| Valor presente | 9.085 |
| Deuda | 2.375 |
| Caja | 171 |
| Valor presente Equity | 6.882 |

6.3 Escenario pesimista

En este caso, las variables críticas descritas en el escenario base tiene un peor desempeño de lo esperado. Es decir que, tanto las ventas comparables como el crecimiento en la apertura de locales, y en consecuencia los márgenes operativos empeoran su *performance*.

Los supuestos utilizados para arribar al EBIT y posteriormente a los flujos de fondos libres, son las mismas que las consideradas para el escenario base, ajustadas a los cambios de los factores claves mencionadas en este apartado.

El crecimiento de las ventas, se estima, que crecerá 1,5%, es decir, la mitad de la tasa de crecimiento del escenario base, estabilizándose para el 2020 en 1%. Se proyecta que la CAGR para el periodo 2018-2022 será de 1%.

En lo que respecta de los nuevos locales, se estima que no se alcanza el objetivo de 7.250 locales para 2020, solo alcanzando 6.903. Es por ello, que la tasa de apertura de locales se estima del 1,5% para los primeros tres años y luego se estabiliza con una tasa de 1%, siendo la CAGR 1%.

Las proyecciones de ganancia operativa (EBIT) y el margen operativo prevén una peor *performance* de lo previsto para el escenario base y optimista, con una tasa de 16,61% promedio para todo el periodo.

Se muestran a continuación las proyecciones del crecimiento de ventas, el crecimiento orgánico, la apertura de locales y la ganancia operativa, de acuerdo a los supuestos antes mencionados.

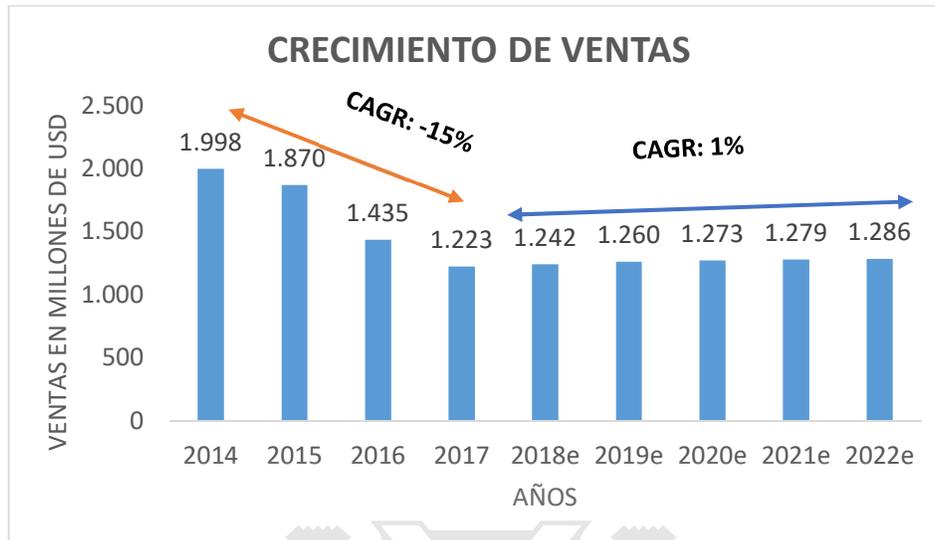


Gráfico 49 – Crecimiento de ventas – Escenario pesimista.

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de *The Wendy's Company* y supuestos propios.

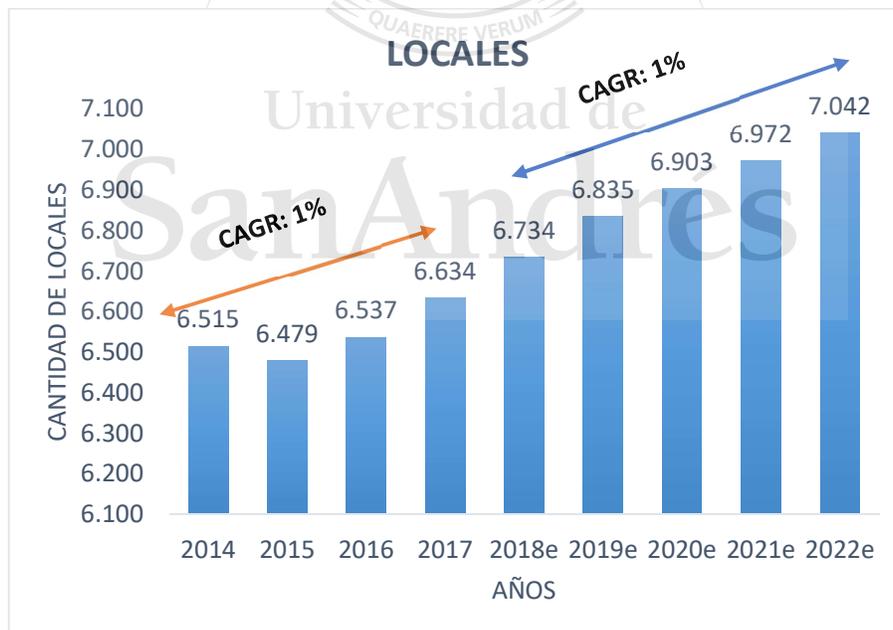


Gráfico 50 – Locales – Escenario: pesimista.

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de *The Wendy's Company* y supuestos propios.

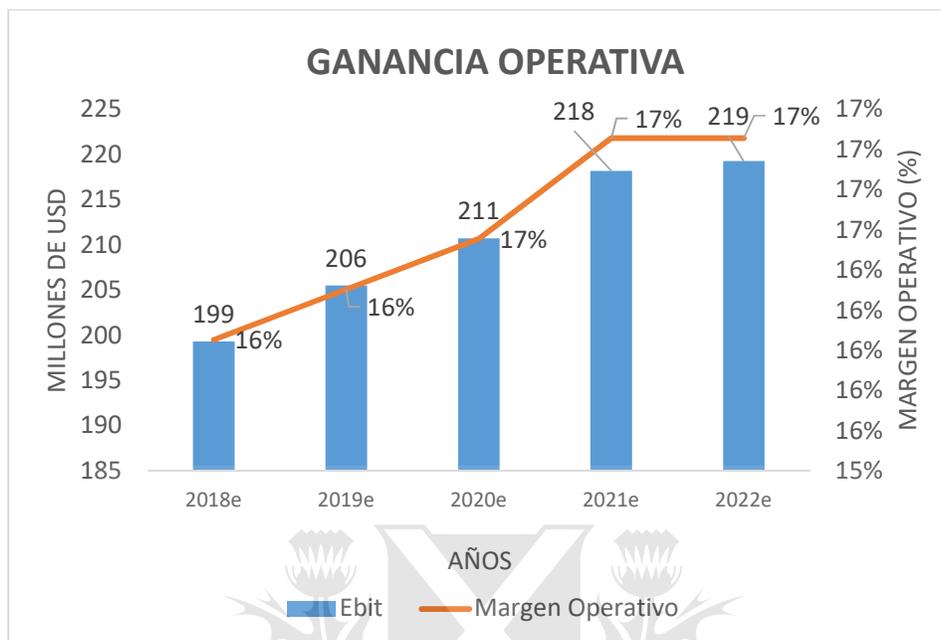


Gráfico 51 – Ganancia operativa – Escenario pesimista.

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida en los informes anuales de *The Wendy's Company* y supuestos propios.

Expresados en millones de USD

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| EBIT | 199,35 | 205,52 | 210,77 | 218,22 | 219,31 |
| Impuestos | 41,86 | 43,16 | 44,26 | 45,83 | 46,06 |
| Gastos de depreciación y amortización | 116,86 | 118,61 | 119,80 | 120,40 | 121,00 |
| Cambios en el capital de trabajo | 8,07 | 2,78 | 1,88 | 0,95 | 0,95 |
| Flujo de fondos de las operaciones | 282,42 | 283,75 | 288,19 | 293,74 | 295,21 |
| CAPEX (inversiones de capital) | 80,00 | 75,00 | 70,00 | 65,00 | 65,00 |
| Flujo de fondos libres | 202,42 | 208,75 | 218,19 | 228,74 | 230,21 |
| Denominador (1+WACC)ⁿ | 1,07 | 1,15 | 1,23 | 1,32 | 1,42 |
| Valor presente de flujos de fondos | 188,77 | 181,54 | 176,94 | 172,98 | 162,35 |
| Valor terminal | 5.599 | | | | |
| Valor presente | 6.482 | | | | |

El valor obtenido es el Valor Actual Neto (VAN) de la empresa, en este caso el mismo equivale a USD 6.482 millones. A este valor, se le adiciona el valor de la caja de la empresa y se le sustrae el saldo total de deuda financiera al 2017. De esto surge que, el valor presente del capital accionario (*Equity*) asciende a USD 4.279 millones.

Expresados en millones de USD

| | |
|------------------------------|--------------|
| Valor presente | 6.482 |
| Deuda | 2.375 |
| Caja | 171 |
| Valor presente Equity | 4.279 |

A modo de resumen se detallan a continuación los valores de capital accionario obtenidos en cada uno de los escenarios:



7. Valuación por múltiplos

Este método se basa en la comparación de ratios de la empresa a valorar con los de una empresa similar o, con la media de un grupo de empresas similares. El ratio generado se extrapola para obtener valores generales.

En primer lugar, se buscarán empresas de características similares a *The Wendy's Company*, dentro de la industria de restaurantes. Una vez seleccionadas las empresas, se escogerán diversas variables que estén relacionadas con el múltiplo a valorar. Luego, se establecerá un valor mínimo, máximo y una mediana para las empresas comparables, para compararlo con el de la empresa objetivo.

Las empresas comparables, fueron elegidas en función de las similitudes con el tipo de negocio. El múltiplo que se utilizará para la valoración será:

- **EV/Ebitda:** este ratio muestra el valor de la compañía sobre los recursos que genera una empresa con independencia de su estructura financiera, es por ello que, puede utilizarse para comparar empresas con distintos niveles de deuda.

Complementariamente se incorpora el EV/Ebit y se determina el valor de la capitalización bursátil de las distintas compañías.

| Empresas | Ticket | Mkt Cap (Millones de | Múltiplos | |
|----------|--------|-------------------------|-----------|---------|
| | | | EV/Ebitda | EV/EBIT |
| MCD | MCD | 127.092 | 15,21 | 17,49 |
| YUM | YUM | 27.943 | 19,53 | 22,99 |
| CMG | CMG | 12.115 | 16,97 | 26,72 |
| SBUX | SBUX | 76.157 | 14,47 | 17,97 |
| SHAK | SHAK | 2.114 | 27,81 | 43,85 |
| DPZ | DPZ | 11.609 | 21,02 | 22,83 |
| JACK | JACK | 2.237 | 11,55 | 15,44 |

| | | |
|----------------|--------------|--------------|
| MIN | 11,55 | 15,44 |
| MAX | 27,81 | 43,85 |
| MEDIANA | 16,97 | 22,83 |

| | | | |
|------------|--------------|--------------|--------------|
| WEN | 4.057 | 18,95 | 29,82 |
|------------|--------------|--------------|--------------|

El valor de EBITDA de The Wendy's Company es igual a USD 344 millones. En base dicho valor se toma un rango de EBITDA para sensibilizar el análisis, de entre USD 300 y USD 550 millones.

Para hallar el valor del capital accionario, hay que considerar el efecto de la deuda y caja, en base a ello, se presenta el siguiente cuadro⁴².

| ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD | | | | | | |
|--------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| EBITDA | EV/EBITDA | | | | | |
| | 15,5 | 16 | 16,5 | 17 | 17,5 | 18 |
| USD 300 | USD 2.446 | USD 2.596 | USD 2.746 | USD 2.896 | USD 3.046 | USD 3.196 |
| USD 350 | USD 3.221 | USD 3.396 | USD 3.571 | USD 3.746 | USD 3.921 | USD 4.096 |
| USD 400 | USD 3.996 | USD 4.196 | USD 4.396 | USD 4.596 | USD 4.796 | USD 4.996 |
| USD 450 | USD 4.771 | USD 4.996 | USD 5.221 | USD 5.446 | USD 5.671 | USD 5.896 |
| USD 500 | USD 5.546 | USD 5.796 | USD 6.046 | USD 6.296 | USD 6.546 | USD 6.796 |
| USD 550 | USD 6.321 | USD 6.596 | USD 6.871 | USD 7.146 | USD 7.421 | USD 7.696 |

| | |
|-------|-------|
| Deuda | 2.375 |
| Caja | 171 |

En base a los resultados obtenidos, el rango de valores obtenidos del capital accionario, se encuentra entre USD 2.746 y USD 3.921 millones.

⁴² En el cuadro de análisis de sensibilidad, se incluye el efecto de la deuda y de caja a los efectos de obtener el valor del *Equity* para *Wendy's*.

8. Conclusiones

Considerando las dos metodologías de valuación utilizadas en el presente trabajo, se concluye que existe amplitud de los resultados obtenidos.

A partir de la valuación por descuento de flujo de fondos, se obtiene un rango que va desde USD 4.279 a USD 6.882 millones. La estimación de valor del capital accionario de la empresa *The Wendy's Company*, de acuerdo al escenario base equivale a USD 5.677 millones, en el optimista a USD 6.882 millones y en el pesimista USD 4.279.

En tanto el valor del capital accionario obtenido mediante múltiplos comparables, se encuentra dentro del rango USD 2.746 y USD 3.921 millones.

En base al desempeño económico-financiero de la compañía, los objetivos planteados por la gerencia, las expectativas de crecimiento de la compañía y el sector y, el contexto macroeconómico en que se encuentra la compañía, resulta razonable asignar un valor para el capital accionario (*Equity*) de *The Wendy's Company* en el rango de USD 2.746-USD 6.882 millones, de acuerdo a las metodologías utilizadas.

Bibliografía

Páginas web:

- Banco Mundial: <https://www.bancomundial.org/>
- *Bloomberg*: <https://www.bloomberg.com/>
- *Damodaran, Aswath*: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- *eMarketer retail*: <https://retail-index.emarketer.com/>
- Investopedia: <https://www.investopedia.com>
- *Fermag*: <https://www.fermag.com/>
- *Franchise help*: <https://www.franchisehelp.com>
- Nasdaq: <https://www.nasdaq.com/>
- *National Restaurant Association*: <https://www.restaurant.org>
- *Panmore*: <http://panmore.com/>
- *Research and markets*: <https://www.researchandmarkets.com>
- *Restaurant Business Online*: <https://www.restaurantbusinessonline.com/>
- Sitios oficiales de las empresas analizadas como comparables: *Starbucks Corporation*, *Chipotle Mexican Grill, Inc.*, *Shake Shack Inc.*, *Domino's Pizza, Inc.*, *Jack in the Box Inc.*, *McDonald's Corporation*, *Yum! Brands, Inc.*
- *Standard and Poors*: <http://standardandpoors.com/ratingsdirect>
- *Statista*: <https://www-statista-com.eza.udes.edu.ar/>
- *Thecnomic*: <https://www.thecnomic.com>
- *The Conference Board*: <https://conference-board.org>
- *The Wendy's Company*: <https://www.wendys.com/>
- *U.S. Department of the Treasury*: <https://www.treasury.gov>
- *Yahoo Finance*: <https://finance.yahoo.com/>

Bibliografía académica:

- *Allen, F y Brealey, R., Myers, S.* (2009)- Principios de Finanzas Corporativas - Madrid- Editorial *McGraw Hill*. Octava Edición.
- *Damodaran, Aswath: Investment Valuation, Wiley Finance.* Segunda edición.
- *Fernández, P.* (2007). 102 errores en valoraciones de empresas. *IESE Business School paper*, Documento de investigación DI n°681.
- *Jordan, Ross y Westerfield* (2007) – Fundamentos de finanzas corporativas –México Editorial *McGraw Hill*. Séptima Edición.

Anexos

ANEXO I – Estado de Situación Patrimonial – The Wendy's Corporation

Expresados en millones de USD

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| ACTIVO | | | | |
| ACTIVO CORRIENTE | | | | |
| Caja y bancos | 267,11 | 327,22 | 198,24 | 171,45 |
| Caja restringida | 0,00 | 42,87 | 57,61 | 32,63 |
| Cuentas a cobrar y notas recibidas, netas | 68,21 | 104,85 | 98,83 | 114,39 |
| Existencias | 6,86 | 4,31 | 2,85 | 3,16 |
| Impuesto diferido | 73,66 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Pagos por adelantado y otros activos corrientes | 72,26 | 69,92 | 19,24 | 20,13 |
| Fondos de publicidad activos restringidos | 65,31 | 67,40 | 75,76 | 62,60 |
| Activos corrientes de operaciones discontinuadas | 8,69 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| TOTAL DEL ACTIVO CORRIENTE | 562,10 | 616,57 | 452,53 | 404,35 |
| ACTIVO NO CORRIENTE | | | | |
| Propiedades | 1.241,17 | 1.227,94 | 1.192,34 | 1.263,06 |
| Llave de negocio (Goodwill) | 822,56 | 770,78 | 741,41 | 743,33 |
| Otros activos intangibles | 1.351,31 | 1.339,59 | 1.322,53 | 1.321,59 |
| Inversiones | 74,05 | 58,37 | 56,98 | 56,00 |
| Otros activos | 56,27 | 95,47 | 173,52 | 308,61 |
| Otros activos de operaciones discontinuadas | 30,13 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| TOTAL DEL ACTIVO NO CORRIENTE | 3.575,50 | 3.492,15 | 3.486,78 | 3.692,59 |
| TOTAL DE ACTIVO | 4.137,60 | 4.108,72 | 3.939,31 | 4.096,94 |
| PASIVO | | | | |
| PASIVO CORRIENTE | | | | |
| Deudas con entidades de crédito y otros pasivos financ | 53,20 | 23,29 | 24,65 | 30,17 |
| Cuentas por pagar | 77,31 | 53,68 | 27,64 | 22,76 |
| Gastos acumulados y otros pasivos corrientes | 125,88 | 124,40 | 102,03 | 111,62 |
| Fondos publicitarios de pasivos restringidos | 65,31 | 67,40 | 75,76 | 62,60 |
| Pasivos corrientes de operaciones discontinuadas | 18,53 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| TOTAL DEL PASIVO CORRIENTE | 340,22 | 268,77 | 230,08 | 227,16 |
| PASIVO NO CORRIENTE | | | | |
| Deuda financiera | 1.384,97 | 2.402,82 | 2.487,63 | 2.724,23 |
| Impuestos diferidos | 493,84 | 459,71 | 446,51 | 299,05 |
| Otros pasivos | 199,83 | 224,50 | 247,35 | 273,29 |
| Pasivos no corrientes de operaciones discontinuadas | 1,15 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| TOTAL DEL PASIVO NO CORRIENTE | 2.079,80 | 3.087,03 | 3.181,50 | 3.296,57 |
| TOTAL DE PASIVO | 2.420,02 | 3.355,81 | 3.411,58 | 3.523,74 |
| PATRIMONIO NETO | | | | |
| Acciones Ordinarias - Capital | 47,04 | 47,04 | 47,04 | 47,04 |
| Prima de Emisión | 2.826,97 | 2.874,75 | 2.878,59 | 2.885,96 |
| Reservas (pérdidas) acumuladas | -445,92 | -356,63 | -290,86 | -163,29 |
| Acciones propias en cartera | -679,22 | -1.741,43 | -2.043,80 | -2.150,31 |
| Diferencias de Conversión | -31,29 | -70,82 | -63,24 | -46,20 |
| TOTAL DE PATRIMONIO NETO | 1.717,58 | 752,91 | 527,74 | 573,20 |
| TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO | 4.137,60 | 4.108,72 | 3.939,31 | 4.096,94 |

Fuente: elaboración propia en base a estados financieros presentados por la empresa.

Anexo II – Estado de Resultados - The Wendy's Corporation

Expresados en millones de USD

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Ingresos | 1.608,46 | 1.438,80 | 920,76 | 622,80 |
| Ingresos por derechos de franquicia y tarifas | 322,05 | 344,52 | 371,55 | 410,50 |
| Ingresos por franquicia | 67,99 | 86,97 | 143,12 | 190,10 |
| Costo de ventas | 1.355,09 | 1.184,07 | 744,70 | 512,95 |
| GROSS MARGIN | 643,42 | 686,22 | 690,72 | 710,46 |
| Costo de alquiler de franquicias | 37,85 | 47,78 | 67,76 | 88,02 |
| Costos generales y administrativos | 260,73 | 256,55 | 245,87 | 208,58 |
| Pérdidas/Ganancias por optimización de sistema | -91,51 | -74,01 | -71,93 | 39,08 |
| Reorganización de costos | 31,90 | 21,91 | 10,08 | 22,57 |
| Otros gastos de explotación | -11,64 | -10,53 | -14,79 | 7,67 |
| EBITDA | 416,08 | 444,52 | 453,73 | 344,54 |
| Amortizaciones | 153,88 | 145,05 | 122,70 | 125,69 |
| Deterioro de activos de larga duración | 19,61 | 25,00 | 16,24 | 4,10 |
| EBIT | 242,59 | 274,47 | 314,78 | 214,76 |
| Impuesto sobre los beneficios | 76,12 | 94,15 | 72,07 | -93,01 |
| NOPAT | 166,47 | 180,32 | 242,71 | 307,77 |
| Gastos por intereses netos | -51,99 | -86,07 | -114,80 | -118,06 |
| Otros neto | 1,95 | 45,73 | 1,71 | 4,32 |
| Resultado operaciones interrumpidas | 5,01 | 21,16 | 0,00 | 0,00 |
| OPERATING INCOME | 121,43 | 161,14 | 129,62 | 194,03 |

Fuente: elaboración propia en base a estados financieros presentados por la empresa.

Anexo III- Análisis empresa competidoras – Ratios específicos de la industria y otros indicadores de relevancia

| | The Wendy's Company | Yum! Brands, Inc | McDonald's Corp | Jack in the Box Inc. | Domino's Pizza, Inc | Starbucks Corporation | Shake Shack Inc | Chipotle Mexican Grill, Inc | Burger King |
|--------------------------|---------------------|------------------|-----------------|----------------------|---------------------|-----------------------|-----------------|-----------------------------|-------------|
| Cantidad de locales | 6.634 | 45.084 | 37.241 | 2.251 | 14.856 | 27.339 | 159 | 2.408 | 16.767 |
| Cantidad nuevos locales | 97 | 1.409 | 342 | -4 | 1.045 | 2.254 | 45 | 183 | 1.029 |
| Crecimiento locales (%) | 1% | 3% | 1% | 0% | 7% | 8% | 28% | 8% | 6% |
| Crecimiento ventas (%) | -15% | 2% | -6% | 2% | 12% | 3% | 45% | 3% | 5% |
| Crecimiento orgánico (%) | 1% | -4% | 5% | -1% | 6% | 11% | -1% | 6% | 3% |
| Ventas propias | 623 | 3.572 | 12.719 | 1.152 | 558 | 17.651 | 346 | 4.476 | 94 |
| Ventas por franquicia | 601 | 2.306 | 10.101 | 401 | 491 | 2.355 | 12 | 0 | 1.126 |
| Totales de ventas | 1.223 | 5.878 | 22.820 | 1.554 | 1.049 | 20.006 | 359 | 4.476 | 1.219 |
| Ventas por unidad (2017) | 1,61 | 1,20 | 2,67 | 1,54 | 1,00 | 0,95 | 4,50 | 1,94 | 1,39 |

Observaciones: El crecimiento de ventas está calculado para el periodo 2014-2017. El resto de valores corresponden al año 2017.

Anexo IV- Proyección del Flujo de Fondos de la Firma – Escenario base (en millones de USD)

| Proyección Flujo de fondos | 2018e | 2019e | 2020e | 2021 e | 2022e |
|------------------------------|-------|-------|-------|--------|-------|
| Cantidad de locales | 6.833 | 7.039 | 7.250 | 7.395 | 7.543 |
| Nuevas locales | 199 | 205 | 211 | 145 | 148 |
| Apertura nuevos locales (%) | 3% | 3% | 3% | 2% | 2% |
| Ventas | 1.257 | 1.292 | 1.324 | 1.351 | 1.378 |
| Ventas de nuevos locales | 38 | 39 | 40 | 27 | 28 |
| Ventas locales ya existentes | 1.219 | 1.253 | 1.284 | 1.324 | 1.350 |
| Resultado Operativo (EBIT) | 227 | 240 | 246 | 264 | 269 |
| Margen Operativo (%) | 18% | 19% | 19% | 20% | 20% |

Fuente: elaboración propia en base a estados financieros presentados por la empresa.

Anexo V- Proyección del Flujo de Fondos de la Firma – Escenario optimista (en millones de USD)

| Proyección Flujo de fondos | 2018e | 2019e | 2020e | 2021 e | 2022e |
|------------------------------|-------|-------|-------|--------|-------|
| Cantidad de locales | 6.911 | 7.199 | 7.500 | 7.688 | 7.880 |
| Nuevas locales | 277 | 289 | 301 | 187 | 192 |
| Apertura nuevos locales (%) | 4% | 4% | 4% | 2% | 2% |
| Ventas | 1.266 | 1.311 | 1.351 | 1.382 | 1.413 |
| Ventas de nuevos locales | 53 | 55 | 56 | 35 | 35 |
| Ventas locales ya existentes | 1.214 | 1.256 | 1.295 | 1.347 | 1.378 |
| Resultado Operativo (EBIT) | 235 | 259 | 284 | 303 | 321 |
| Margen Operativo (%) | 19% | 20% | 21% | 22% | 23% |

Fuente: elaboración propia en base a estados financieros presentados por la empresa.

Anexo VI- Proyección del Flujo de Fondos de la Firma – Escenario pesimista (en millones de USD)

| Proyección Flujo de fondos | 2018e | 2019e | 2020e | 2021 e | 2022e |
|------------------------------|-------|-------|-------|--------|-------|
| Cantidad de locales | 6.734 | 6.835 | 6.903 | 6.972 | 7.042 |
| Nuevas locales | 100 | 101 | 68 | 69 | 70 |
| Apertura nuevos locales (%) | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| Ventas | 1.242 | 1.260 | 1.273 | 1.279 | 1.286 |
| Ventas de nuevos locales | 19 | 19 | 19 | 13 | 13 |
| Ventas locales ya existentes | 1.223 | 1.241 | 1.254 | 1.267 | 1.273 |
| Resultado Operativo (EBIT) | 199 | 206 | 211 | 218 | 219 |
| Margen Operativo (%) | 16% | 16% | 17% | 17% | 17% |

Fuente: elaboración propia en base a estados financieros presentados por la empresa.