



RUSSIAN CORPORATE DEBT

СБАРРО:

ВКУСНЫЙ КУПОН К НОВОГОДНЕМУ СТОЛУ

Бразерз&Со – крупнейший в мире франчайзи корпорации Sbarro Inc., развивающий в России и СНГ сеть ресторанов итальянской кухни быстрого обслуживания Sbarro, выходит на рынок с дебютным выпуском облигаций. Мы оцениваем справедливую доходность в диапазоне 12,25-12,55% к годовой оферте.

Сеть насчитывает 108 ресторанов итальянской и восточной кухни, открытых под брэндами Sbarro, Viaggio, Восточный базар и Баш-на-Баш, большая часть которых расположена в фудкортах торгово-развлекательных центров.

- Рост доходов населения и неудовлетворенный спрос на питание вне дома – ключевые драйверы роста выручки компании, которая достигла 55 млн. долл. в 2005 г. и по оценке менеджмента увеличится на 22% в 2006 г.;
- Управление компанией передано команде профессиональных менеджеров, которую с 2005 г. возглавил Хендрикус Ван Гелдерен, послужной список которого включает работу на руководящих позициях в Sun Interbrew и Группе компаний ПИТ;
- В декабре 2006 г. ожидается подписание аудиторского заключения за 2005 г. Аудитором финансовой отчетности Бразерз&Со по МСФО выступает Deloitte&Touche;
- Компания диверсифицировала бизнес и вышла в более дорогой сегмент рынка демократичных ресторанов полного обслуживания;
- Развитие вместе с торгово-развлекательными центрами снижает маркетинговые затраты и гарантирует поток потенциальных клиентов, а хорошо узнаваемый брэнд Sbarro, наряду с популярностью итальянской и кухни и качественным исполнением, дают конкурентное преимущество на фудкорте;
- Собственный производственно-логистический центр позволяет оптимизировать бизнес-процессы и снижать издержки;
- Умеренная долговая нагрузка. Значение коэффициента Долг/EBITDA составило 1,9 за 9 мес. 2006 г. или 2,5, если учитывать обязательства Компании по финансовому лизингу в составе долга.

Параметры выпуска

Объем займа составляет 500 млн. руб. Срок обращения – 3 года, выпуск имеет годовую оферту. Ставка 1-го квартального купона будет определена на аукционе, ставки 2-4 купонов устанавливаются равными ставке 1-го. После размещения выпуск будет торговаться к годовой оферте.

Цель займа

Средства от размещения облигационного займа будут направлены на рефинансирование привлеченного бридж-финансирования и на развитие ресторанных сетей эмитента, в приблизительной пропорции 45% на 55%.

Бразерз&Со-1 '09

Сектор	Общественное питание
Дата размещения	22 декабря 2006г.
Эмитент	ООО "Бразерз и Компания"
Объем выпуска	500 млн руб.
Купон	квартальный
Оферта	1 год по 100%
Срок обращения	3 года
Организатор	ФК УРАЛСИБ
Справедливая доходность	УТР 12,25-12,55%

Финансовые показатели Бразерз&Со

	2004	2005	9М2006
Выручка	-	1 530	1 316
Валовая прибыль	-	671	577
EBITDA	-	157	163
EBIT	-	117	132
Чистая прибыль	-	63	81
CFO	-	252	-
Активы, в т.ч.	613	875	1 199
основные средства	419	602	920
Собственный капитал	113	210	281
Долг*	244	223	409
Валовая маржа	-	43,9%	43,9%
Норма EBITDA	-	10,2%	12,4%
Норма EBIT	-	7,6%	10,0%
Чистая рентабельность	-	4,1%	6,1%
Долг / Выручка	-	0,15	0,23
Долг / EBITDA	-	1,42	1,88
Долг / EBIT	-	1,91	2,33
Долг / CFO	-	0,88	-
EBITDA / Проценты		6,04	6,10
Долг / Собственный капитал	2,16	1,06	1,46
Долг / Активы	0,40	0,25	0,34
Текущие активы / Активы	0,32	0,31	0,23
Краткоср. долг	0,19	0,40	0,54
Коэф. текущей ликвидности	0,69	0,52	0,46

* Без учета обязательств по финансовому лизингу

Источник: Бразерз&Со, оценки Уралсипа

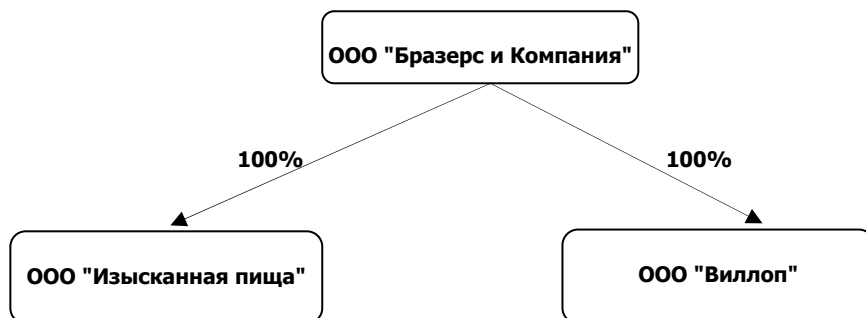
Бразерз&Со – это 108 ресторанов, в том числе 77 франчайзинговых ресторанов итальянской кухни Sbarro

Sbarro Inc. трижды признавала Бразерз&Со лучшим франчайзи корпорации в 2002, 2004 и 2006 гг.



Акционеры и структура собственности

Отличительной особенностью Бразерз&Со является простая структура собственности. ООО «Бразерз и Компания», управляющая ресторанной сетью Sbarro, контролирует ООО «Изысканная пища» и ООО «Виллоп», развивающих сети ресторанов под собственными брендами.



Владельцами компании являются ее основатели – Елашвили М.И., Елашвили Г.И., Шамилашвили И.М. и Шамилашвили Р.И., каждый из которых контролирует по 25% уставного капитала ООО «Бразерз и Компания».

С 2005 г. собственники передали управление Компанией команде профессиональных менеджеров. Совет директоров возглавил Хендрикус Ван Гелдерен, послужной список которого включает работу на руководящих позициях в Sun Interbrew и Группе компаний ПИТ.

Профиль компании

Бразерз&Со – сетевой оператор ресторанного бизнеса, управляющий 108 заведениями быстрого и полного (с официантами) обслуживания, а также занимающий ведущие позиции на рынке доставки еды. Наибольшее число ресторанов – 77 – открыто под международным брендом Sbarro, права на развития которого в России и СНГ Компания приобрела в 1997 г. у американской корпорации Sbarro Inc. Бразерз&Со является крупнейшим в мире франчайзи Sbarro.

Sbarro Inc. трижды признавала Бразерз&Со лучшим франчайзи корпорации в 2002, 2004 и 2006 гг.

Выручка Компании составила 1,5 млрд. руб. в 2005 году, в том числе 1,3 млрд. руб. принесли рестораны, работающие под брендом Sbarro.

Начиная с 2002 г. Бразерз&Со запустила три сети под собственными брендами. Была реализована концепция восточной кухни, представленная 2-мя ресторанами Баш-на-Баш и 26-ю ресторанами Восточный Базар, а в 2005 г. Компания, разработав собственную концепцию ресторанов итальянской кухни – Viaggio, открыла три заведения в Москве.

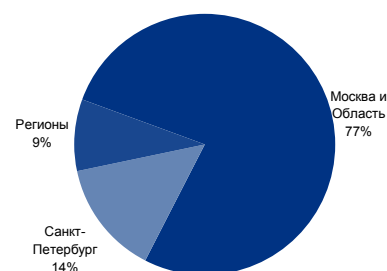
Компания начала свое развитие в Московском регионе и на сегодняшний день 83 из 108 ресторанов функционируют в Москве и Московской области. В 2005 г. Бразерз&Со вышла в регионы. С тех пор были открыты 15 ресторанов в Санкт-Петербурге и 10 – в Казани, Самаре, Екатеринбурге, Краснодаре, Калининграде и Нижнем Новгороде.

Обе кухни – итальянская и восточная представлены в двух сегментах рынка Quick&Casual (Sbarro, Восточный базар) и Casual Dining (Viaggio, Баш-на-Баш). Большинство ресторанов расположены в фудкортах

Выручка Компании составила 1,5 млрд. руб. в 2005 году, в том числе 1,3 млрд. руб. принесли рестораны, работающие под брендом Sbarro

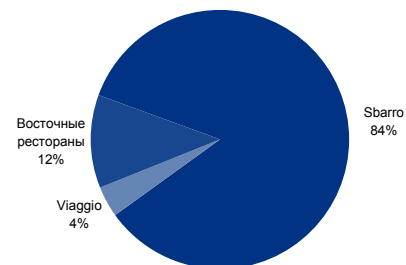
Бразерз&Со принадлежит группе физических лиц, которые передали управление компанией команде профессиональных менеджеров

География присутствия сети



Источник: Бразерз&Со

Выручка Бразерз&Со по брендам



Источник: Бразерз&Со

Региональная структура рынка общественного питания в России



Источник: Comcon-RTGI 2003-2005 гг



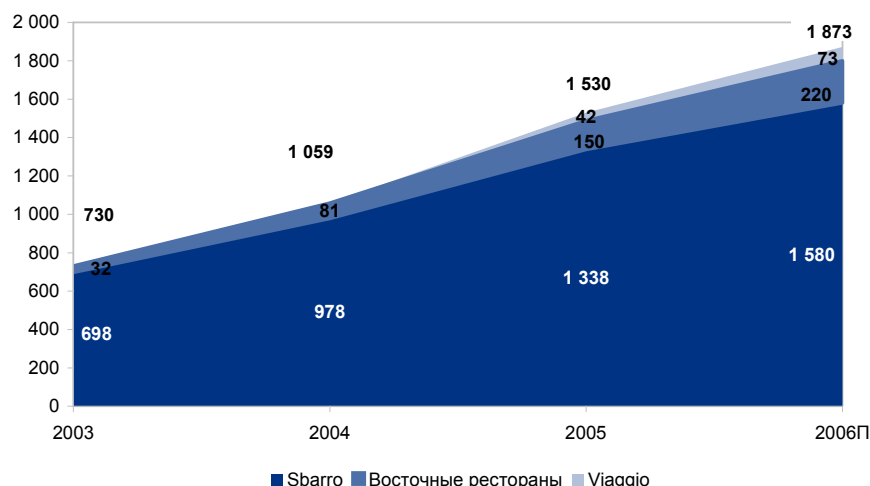
торгово-развлекательных центров, а так же на оживленных центральных улицах, как отдельно стоящие заведения.

Наибольшую долю в выручке обеспечивает сеть ресторанов быстрого обслуживания Sbarro. В 2003 г. доля ресторанов Sbarro составила 96% и с тех пор снижалась с открытием новых заведений под собственными брендами до 87% в 2005 г. Стратегия Компании предполагает быстрый рост ресторанов под собственными брендами, однако Sbarro и в дальнейшем будет оставаться основным источником дохода Бразерз&Со.

В 2002 г. Бразерз&Со запустила три сети под собственными брендами. Концепция восточной кухни представлена ресторанами Баш-на-Баш и Восточный Базар

В 2005 г. был запущен собственный бренд итальянских ресторанов Viaggio

Динамика выручки Бразерз&Со в 2003-2006 гг.



Источник: Бразерз&Со

Оптимизация бизнес-процессов достигается благодаря производственно-логистическому комплексу, рассчитанному на обслуживание более чем 300 ресторанов. На основе автоматизированной системы управления запасами и движением продукции, Комплекс обеспечивает рестораны сети свежими и охлажденными продуктами, а так же полуфабрикатами собственного производства. Доставка осуществляется силами собственного автопарка, насчитывающего более 110 транспортных средств, в том числе 7 рефрижераторов.

Бразерз&Со арендует большую часть площадей под рестораны по долгосрочным договорам средним сроком действия 5 лет. Учитывая тот факт, что более 70% заведений открыто в фудкортах торгово-развлекательных центров, эта модель является стабильной и обеспечивает устойчивый рост Компании, позволяя быстро и с меньшими затратами расширять сеть, используя динамичный рост организованной розничной торговли. Посетители торгово-развлекательных центров обеспечивают высокий потенциальный спрос, а хорошо узнаваемый бренд Sbarro, наряду с популярностью итальянской кухни и качественным исполнением, дают конкурентное преимущество на фудкорте. Восточная концепция в сегменте Quick&Casual обладает теми же преимуществами.

Отрасль

Российский рынок общественного питания динамично развивается. В 2005 году объем рынка составил 5,4 млрд. долл., а темп роста достиг 20%.

Основными факторами роста рынка остаются увеличение покупательской способности населения и неудовлетворенный спрос на питание вне дома. Россия в 6-8 раз отстает от европейских стран по

83 ресторана сети функционируют в Москве и Московской области

Собственный производственно-логистический центр позволяет оптимизировать бизнес-процессы, снижая издержки

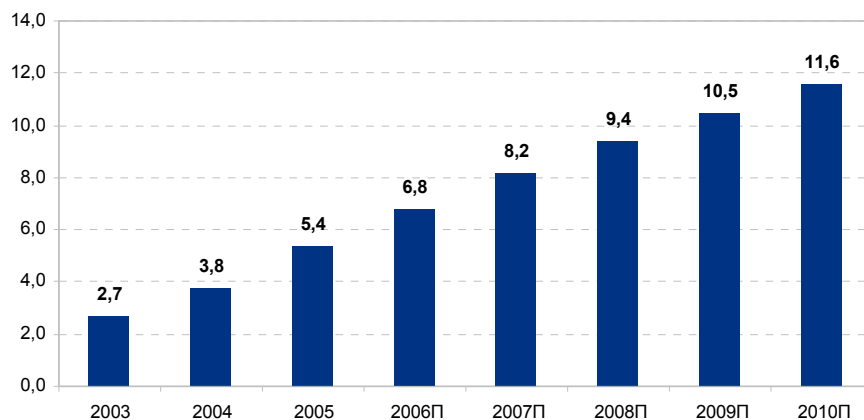
Бразерз&Со развивается на арендованных площадях. Более 70% ресторанов открыто в фудкортах торгово-развлекательных центров

Факторами роста рынка общественного питания являются увеличение покупательской способности населения и неудовлетворенный спрос на питание вне дома



количеству посадочных мест в кафе и ресторанах на 1 тыс. чел. населения.

Прогноз роста рынка общественного питания до 2010 г.



Источник: РБК

Рост рынка общественного питания достиг 20% в 2005 г.

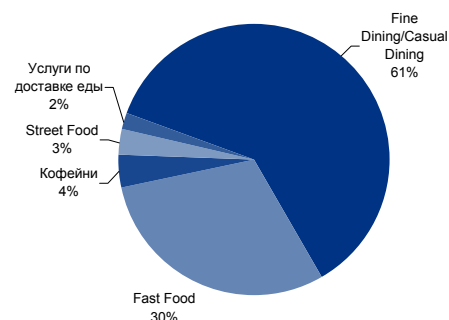
Емкость рынка оценивалась в 5,4 млрд. долл.

Ресторанный рынок сегментирован в зависимости от формата обслуживания и величины среднего чека. К основным сегментам относятся:

- **Fast food** – рестораны быстрого питания со средним чеком 3-7 долл., «конвейерным» способом приготовления блюд и быстрым обслуживанием. Рестораны, как правило, располагаются на фудкортах торговых и развлекательных центров. К таким сетям относятся: McDonalds, Ротикс, Крошка-Картошка, KFC, Кебаб-Хаус и пр. В рамках этого сегмента так же выделяются сетевые предприятия уличной торговли со средним чеком – 3-5 долл. (Теремок, Хуанхэ, Стардогз и пр.)
- **Fast casual (quick&casual)** – сочетает в себе «конвейерный» способ приготовления блюд с полноценным ресторанным обслуживанием недорогого сегмента. Рестораны расположены как в фудкортах, так и в отдельно стоящих помещениях. Средний чек в ресторанах этой категории составляет 5-12 долл. К таким ресторанам относятся: Sbarro, Му-Му, Елки-Палки, Габбли.
- **Casual dining** – это сетевые и несетевые рестораны с широким ассортиментом блюд и полным обслуживанием и средним чеком 12-50 долл. К ним относятся Viaggio, Баш-на-Баш, Шеб-Беш, Il Patio, Планета Суши, Якитория, T.G.I Friday's и пр.
- **Fine dining** – сегмент элитных ресторанов класса премиум, с изысканной авторской кухней, первоклассным обслуживанием и дорогим оформлением. Средний счет таких ресторанов превышает 50 долл. Примерами таких ресторанов в Москве служат Кафе Пушкинъ, Ваниль, Семифредо, Сыр и пр.
- **Кофейни** – отдельный сегмент рынка, конкурирующий с ресторанами Fast Food и традиционными ресторанами. Средний счет в этих заведениях 4-12 долл. (Шоколадница, Кофе Хаус, Кофе Бин и др.)

Наибольшее насыщение рынка наблюдается в сегменте Fine Dining, темпы роста которого не превышают 10-15% в год, тогда как рынок демократичных ресторанов, ориентированных на широкий слой посетителей продолжает расти на 25-30% в год.

Сегментация рынка общественного питания



Источник: МКГ, 2006

Лидеры сетевого ресторанного рынка по объему продаж, млн. долл.

	Компания	2005
1	McDonald's	700
2	Ростик Групп	235
3	Группа компаний Аркадия Новикова	95
4	Бразерс и Компания	55
5	Рестораны Андрея Деллоса	50
6	Кофе Хаус	50
7	Компания Малахит	40
8	Крошка-Картошка	39
9	Арпиком	35

Источник: журнал «Ресторанные Ведомости»



Лидером российского рынка ресторанных услуг является McDonald's оборот которого составил 700 млн. долл. в 2005 г. За ним, с заметным отставанием, следует Ростик Групп с оборотом 235 млн. долл.

Франчайзинговая ресторанная сеть Sbarro – лидер в сегменте Quick & Casual.

Бразерз&Со занял 4-е место по обороту среди крупнейших сетевых компаний получив 55 млн. долл. выручки в 2005 г.

Бразерз&Со является единственным сетевым представителем в сегменте Quick&Casual, тогда как смежные сегменты – Fast Food и Casual Dining – достаточно конкурентны.

В сегменте итальянской кухни основным конкурентом Бразерз&Со является сеть ресторанов Il Патио.

В сегменте восточной кухни – Шеш-Беш и Кебаб Хаус.

Планы развития бизнеса

Стратегия развития ресторанов до 2009 года направлена на достижение четырехкратного роста выручки как за счет увеличения присутствия на Российском рынке, так и благодаря выходу на рынки стран СНГ и Балтию.

Бразерз&Со планирует открыть порядка 20 новых ресторанов до конца 2006 г. На графике представлены планы Компании по открытию новых заведений на три года. Расширение сети будет происходить главным образом за счет развития франчайзинговой сети Sbarro, и опережающего роста количества ресторанов под собственными брендами. К 2009 г. число ресторанов под управлением Бразерз&Со

Бразерз&Со – № 4 по обороту среди крупнейших сетевых компаний

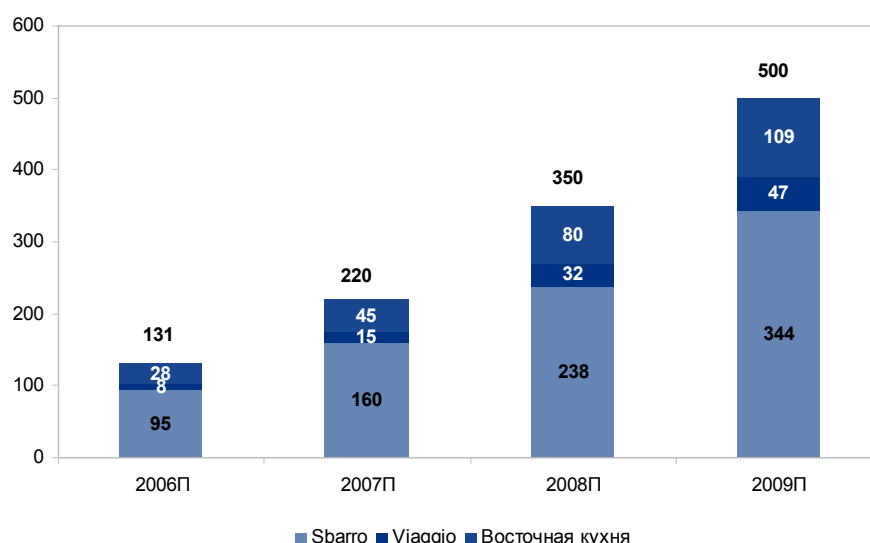
Франчайзинговая ресторанная сеть Sbarro – лидер в сегменте Quick & Casual

Стратегия развития Бразерз&Со включает выход на региональные рынки России, а также рынки стран СНГ и Балтии.

Бразерз&Со планирует увеличить сеть до 500 ресторанов в 2009 г., в т.ч. 344 ресторанов Sbarro

Бразерз&Со планирует открыть 20 новых ресторанов до конца 2006 г.

План открытия новых ресторанов Бразерз&Со до 2009 г.



Источник: Бразерз&Со

должно достигнуть 500, в том числе 344 ресторанов Sbarro и 156 заведений под собственными брендами итальянской и восточной концепций.

Лидером по количеству открываемых ресторанов останется Sbarro. В трехлетний период будет открыто 250 новых заведений под франчайзинговым брендом, 80 заведений восточной концепции и 40 ресторанов Viaggio.

Реализация стратегии роста, снизит долю московского региона, однако он останется крупнейшим регионом присутствия сети.

Целью Компании является четырехкратное увеличение выручки в течение трех лет



Успех региональной экспансии обусловлен присутствием неудовлетворенного спроса, ростом покупательской способности населения и выходом крупных розничных операторов на региональные рынки.

Зарубежное развитие сети будет преимущественно сосредоточено на Украине (40 новых заведений), в Казахстане (10 заведений), а так же в Белоруссии, Азербайджане и странах Балтии.

Стратегическими целями Бразерз&Со являются:

- достижение лидерства сети Sbarro на рынке итальянской кухни с 20% -ой долей рынка;
- достижение лидерства в сегменте доставки пиццы с 20% -ой долей рынка;
- достижение 5% -ой доли рынка бренда Viaggio в сегменте Casual Dining;
- достижение 20% доли рынка восточной кухни;
- развитие ресторанов Sbarro по субфранчайзингу.

Первые субфранчайзинговые рестораны Sbarro были открыты в 2006 г. в Калининграде и Алматы. Приобретатели франшизы ежемесячно выплачивают в качестве роялти 7% валовой выручки ресторана. В дальнейшем, по франчайзинговой программе планируется развитие всех концепций Эмитента. Предполагается к 2009 году открыть более 50 субфранчайзинговых заведений, где 60% будут составлять рестораны сети Sbarro, 30% - рестораны «восточной концепции» и 10% - Viaggio.

Финансы

Бразерз&Со готовит консолидированную финансовую отчетность в соответствии с МСФО. В декабре ожидается подписание аудиторского заключения Deloitte&Touche за 2005 г.

В целях анализа финансового состояния, мы используем предварительную отчетность по МСФО за 2005 год и управленческую отчетность за 9 мес. 2006 г., подготовленную в соответствии с МСФО.

Цели:

20% на рынке итальянской кухни

20% на рынке доставки пиццы

20% на рынке восточной кухни

Бразерз&Со планирует активизировать деятельность по субфранчайзингу ресторанов Sbarro

Консолидированная отчетность по МСФО за 2005 г.

До конца 2006 г ожидается подписание аудиторского заключения Deloitte&Touche

Финансовые показатели Бразерз&Со

млн. руб.	2004	2005	9М2006	Фин. коэффициенты	2004	2005	9М2006	Фин. коэффициенты*	2004	2005	9М2006
Выручка	-	1 530	1 316	Долг / Выручка	-	0,21	0,31	-	0,15	0,23	
Валовая прибыль	-	671	577	Долг / EBITDA	-	2,00	2,48	-	1,42	1,88	
EBITDA	-	157	163	Долг / EBIT	-	2,69	3,08	-	1,91	2,33	
EBIT	-	117	132	Долг / CFO	-	1,24	-	-	0,88	-	
Чистая прибыль	-	63	81	EBITDA / Проценты		6,04	6,10				
CFO	-	252	-								
Активы, в т.ч.	613	875	1 199	Долг / Собственный капитал	2,68	1,49	1,92	2,16	1,06	1,46	
основные средства	419	602	920	Долг / Активы	0,49	0,36	0,45	0,40	0,25	0,34	
Собственный капитал	113	210	281	Текущие активы / Активы	0,32	0,31	0,23				
Долг, в т.ч.	303	314	541	Краткоср. долг	22,3%	44,9%	46,2%	19,5%	40,5%	53,7%	
займы и кредиты	244	223	409	Козф. текущей ликвидности	0,69	0,52	0,46				
обязательства по финансовому лизингу	59	91	131	Оборачиваемость запасов, дн.	-	22	26				
Долг*	244	223	409	Оборачиваемость дебиторской задолженности, дн.	-	8	15				
Валовая маржа	-	43,9%	43,9%	Оборачиваемость кредиторской задолженности, дн.	-	62	60				
Норма EBITDA	-	10,2%	12,4%								
Норма EBIT	-	7,6%	10,0%								
Чистая рентабельность	-	4,1%	6,1%								

* без учета обязательств по финансовому лизингу

Источник: Бразерз&Со, оценки Уралсиба



Прибыли и убытки

Выручка Компании превысила 1,5 млрд. руб. в 2005 г. За 9 месяцев 2006 г. Бразерз&Со заработала 1,3 млрд. руб., что составляет 86% от выручки 2005 г. По прогнозам менеджмента, темп роста выручки снизится до 22% в 2006 г. с 45% и 44% в предшествующие периоды. Снижение темпов роста выручки в 2006 г. объясняется открытием большинства новых ресторанов во втором полугодии, достижение плановых показателей по выручке которых найдет отражение в финансовом результате 2007 г.

Основным источником выручки Бразерз&Со является сеть франчайзинговых ресторанов Sbarro, которые генерируют свыше 80% доходов компании.

Валовая рентабельность за 9 месяцев 2006 г. сохранилась на уровне 2005 г. и составила 43,9%.

Норма EBITDA улучшилась до 12,4% с 10,2% в 2005 г. Рост нормы EBITDA был вызван стабилизацией работы ранее введенных ресторанов. В дальнейшем, по мере расширения сети и обусловленных этим ростом затрат, норма EBITDA стабилизируется на уровне 10,7%-11%.

Чистая рентабельность также значительно улучшилась по сравнению с 2005 г. с 4,1% до 6,1%.

Значительную часть прибыли формируют прочие внереализационные доходы. Эта статья представляет собой доходы по маркетинговой поддержке от компаний «ПепсиКо Холдингс» и «Пивоварня Москва-Эфес». Бразерз&Со получает доход от эксклюзивной продажи продукции именно этих производителей в ресторанах сети. Доля этих доходов в прибыли до уплаты процентов по кредитам и налогов составила 22% в 2005 г.

Активы

Валюта баланса составляла 1,2 млрд. руб. на конец третьего квартала 2006 г. По сравнению с 2004 г. совокупные активы Компании удвоились, главным образом, за счет более чем двукратного роста основных средств.

Финансовый лизинг оборудования позволяет Компании сохранять денежные средства в обороте, направляя их на расширение сети. На конец 2005 года основные средства на сумму 144 млн. руб. принадлежали Компании по договорам финансового лизинга. Сроки договоров, как правило, составляют три года, а средняя процентная ставка по ним не превышала 8,5% в 2005 г. По итогам третьего квартала 2006 г. объем основных средств в финансовом лизинге оценивался в 101,6 млн. руб.

Основные средства формируют 77% совокупных активов Бразерз&Со.

В 2005 г. основные средства на сумму 183 млн. руб. находились в залоге по предоставленным краткосрочным кредитам.

На 01.10.2006 основные средства стоимостью 227,5 млн. руб. и запасы в обороте на сумму около 7,5 млн. руб. находились в залоге по предоставленным кредитам.

Долг

Активное использование лизингового финансирования, обуславливает высокую долю лизинговых обязательств в структуре долга. В третьем квартале 2006 г. около 25% долга было сформировано за счет обязательств по лизинговым платежам.

Долг составил 541 млн. руб. в третьем квартале 2006 г., увеличившись на 72% по сравнению с 2005 г.

Выручка в 2005 г. – 1,5 млрд. руб.

**Выручка за 9 мес. 2006 г.
– 1,3 млрд. руб.**

**Выручка в 2006 г. составит 1,8 млрд.
руб. по прогнозам компании**

Валовая рентабельность – 43,9%

Норма EBITDA – 12,4%

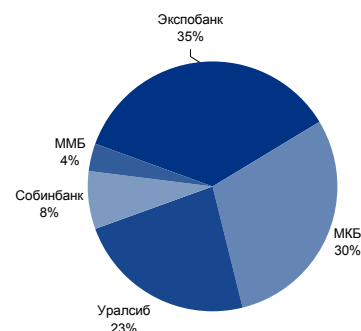
Чистая рентабельность – 6,1%

**Активы – 1,2 млрд. руб., на 77%
сформированы основными
средствами**

**Финансовый лизинг оборудования
позволяет Компании сохранять
денежные средства в обороте,
направляя их на расширение сети.**

**По состоянию на 01.10.2006
основные средства стоимостью
227,5 млн. руб. находились в залоге
по предоставленным кредитам**

Кредиторы Бразерз&Со на 01.10.2006



Источник: Бразерз&Со



Без учета обязательств по финансовому лизингу долг Компании составил 409 млн. руб. в третьем квартале 2006 г.

Банковские кредиты предоставляются как в российских рублях, так и в долларах США. По состоянию на 01.10.2006 более трети предоставленных кредитов были деноминированы в долларах США.

Крупнейшими кредиторами Бразерз&Со являются Экспобанк, МКБ и Уралсиб, на долю которых приходится около 90% предоставленных кредитов.

Соотношение долга к собственным средствам составило 1,5 в третьем квартале 2006 г. по сравнению с 1,1 в 2005 г. С учетом обязательств по лизинговым платежам соотношение долга к собственным средствам составляло 1,5 и 1,9 в 2005 и за 9 мес. 2006 г. соответственно.

Доля долга в структуре активов увеличилась с 25% до 34% (36% до 45% с учетом лизинговых обязательств) за 9 месяцев 2006 г.

Соотношение Долг/EBITDA увеличился с 1,4 до 1,9 (с 2 до 2,5 с учетом лизинговых обязательств) за 9 мес. 2006 г.

Долг – 409 млн. руб.

Долг с учетом обязательств по финансовому лизингу – 541 млн. руб.

Долг/EBITDA – 1,9х

Долг/EBITDA с учетом обязательств по финансовому лизингу – 2,5х

Кредитный портфель Бразерз&Со на 01.10.2006

Кредитор	RUR	USD
Экспобанк	103,5	1,5
МКБ	118,8	
Уралсиб		3,5
Собинбанк	30,3	
ММБ		0,5
Итого	253	5,5
Валютная структура	63%	37%

Источник: Бразерз&Со

Финансовый прогноз

Бразерз&Со ожидает, что среднегодовой тем роста выручки в ближайшие три года составит 60%. Преимущественное влияние на выручку окажет развитие франчайзинговой сети, в том числе реализация субфранчайзинговой программы.

Наиболее высокие темпы роста компания планирует реализовать в сегменте Casual Dining, представленным ресторанами итальянской кухни Viaggio.

Рост сети потребует сохранять относительно высокий уровень долговой нагрузки. В результате привлечения займа соотношение

Среднегодовой рост выручки – 60% до 2009 г.

Прогноз основных финансовых показателей Бразерз&Со, млн. руб.

	2006П	2007П	2008П	2009П
Выручка	1 873	2 796	4 754	7 757
Sbarro	1 580	2 239	3 500	5 742
Viaggio	73	287	778	1 314
Восточная концепция	220	270	476	701
EBITDA	197	294	523	853
Норма EBITDA	10,5%	10,5%	11,0%	11,0%
Долг (кредиты и займы)	600	800	900	400
Долг/Выручка	0,32	0,29	0,19	0,05
Долг/EBITDA	3,05	2,72	1,72	0,47

Источник: Бразерз&Со, оценки Уралсиба

В результате размещения облигаций Долг/EBITDA увеличится до 3х

На 2007-2009 гг. запланировано снижение долговой нагрузки до 0,5х по коэффициенту Долг/EBITDA



долга (без обязательств по лизинговым платежам) к EBITDA составит 3х в конце 2006 г., снизится до 2,7 в 2007 г. и продолжит сокращаться вплоть до 0,5 в 2009 г.

Сильные стороны и возможности роста

- Высокий потенциал роста ресторанного рынка;
- Развитие вместе с торгово-развлекательными центрами снижает маркетинговые затраты и гарантирует поток потенциальных клиентов;
- Покупка франшизы снижает риски нового бизнеса;
- Право на субфранчайзинг Sbarro по России, странам СНГ и Балтии;
- Оптимизация бизнес-процессов благодаря собственной производственно-логистической инфраструктуре;
- Прозрачная корпоративная структура и предоставление финансовой отчетности по МСФО;
- Сильная команда управленцев;
- Умеренная долговая нагрузка.

Слабые стороны и риски

- Ухудшение макроэкономического климата в России может помешать Компании реализовать планы роста;
- Активы компании преимущественно сформированы быстро теряющим стоимость ресторанным оборудованием.

Прайсинг

Ближайшим аналогом Бразерз&Со на рынке облигаций является Роситер Ресторантс. Однако в связи с отсутствием ликвидного рынка облигаций эмитента, сравнение с ним не представляется возможным.

Схожими характеристиками с сегментом рынка, занимаемым Бразерз&Со, обладает рынок розничной торговли продуктами питания. Рост располагаемых доходов населения является общим драйвером роста выручки компаний, представляющих эти сегменты розницы.

Мы полагаем, что облигации Бразерз&Со должны торговаться с премией к продуктовому ритейлу, так как именно этот сегмент пожинает первые плоды роста благосостояния населения, удовлетворяя потребность в качественных продовольственных продуктах.

Для оценки справедливой доходности выпуска облигаций Бразерз&Со, мы сравниваем финансовые показатели компании с небольшими по объему выручки региональными розничными сетями Монетка и Корой.

Монетка и Кора – региональные розничные сети, развивающиеся преимущественно в Уральском федеральном округе и Кемеровской области соответственно. На конец 1-го квартала 2006 г. сеть Монетки насчитывала 46 магазинов, а сеть Кору – 19 магазинов на конец 2-го квартала 2006 г.

К преимуществам Бразерз&Со по сравнению розничными сетями относятся:

- Основной бизнес сосредоточен в Москве и Московской области, с более высокими уровнем доходов населения и платежеспособным спросом;
- Ожидаемое в декабре подписание аудиторского заключения даст неоспоримое преимущество Бразерз&Со, с точки зрения качества предоставляемой финансовой информации.

Облигации Бразерз&Со должны торговаться с премией к продуктовому ритейлу, так как именно этот сегмент пожинает первые плоды роста благосостояния населения, удовлетворяя потребность в качественных продовольственных продукта

Преимущества Бразерз&Со по сравнению с Монеткой и Корой:

- **Основной бизнес сосредоточен в Москве и Московской области, с более высокими уровнем доходов населения и платежеспособным спросом;**
- **Ожидаемое в декабре подписание аудиторского заключения даст неоспоримое преимущество Бразерз&Со, с точки зрения качества предоставляемой финансовой информации.**



По объему выручки Бразерз&Со уступала обеим сетям в 2005 г., однако показатели рентабельности как на уровне валовой прибыли так и на уровне EBITDA превосходили рентабельность обеих сетей. На уровне прибыли до уплаты процентов и налогов Бразерз&Со опережала Монетку и немного уступала Коре. Чистая рентабельность так же была несколько ниже в 2005 г. – 4,1% против 5,9% и 4,7% у Кору и Монетки соответственно.

Соотношение Долг/Выручка было несколько ниже чем у Кору и превышало значение для Монетки, оставаясь, по нашему мнению, в безопасном диапазоне, и составило 0,15.

Соотношение Долг/EBITDA незначительно превысило долговую нагрузку Монетки и было ниже, чем у Кору.

Бразерз&Со характеризовать наиболее безопасной структурой долга, в котором только 40% приходилось на краткосрочные займы.

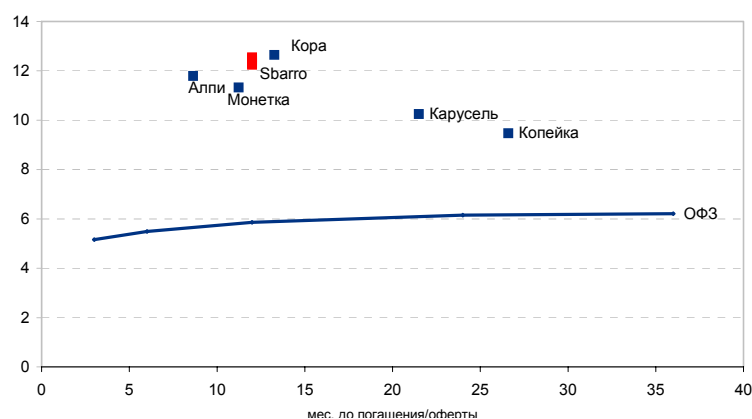
Обе сети привлекли существенные объемы на публичном долговом рынке в 2006 г., которые не учтены в представленных для сравнения финансовых показателях.

Вывод

Проведя сопоставление количественных и качественных характеристик Эмитента и компаний розничной торговли, мы оцениваем кредитное качество Бразерз&Со выше, чем кредитное качество Кору и считаем что облигации компании должны торговаться с дисконтом около 30-50 б.п. к облигациям Кору. Бразерз&Со значительно уступает Монетке по величине выручки и демонстрировала несколько более высокую долговую нагрузку. Мы считаем, что выпуск Бразерз&Со должен торговаться с премией около 100 б.п. к облигациям Монетки. Наша оценка справедливой доходности без учета премии за первичное размещение находится в диапазоне 12,15-12,35% к годовой оферте.

С учетом премии за первичное размещение мы оцениваем справедливую доходность дебютного выпуска облигаций Бразерз&Со в диапазоне 12,25-12,55% к годовой оферте.

Картина рынка



Источник: ММБФ, Cbonds

Бразерз&Со в сравнении с компаниями розничного сектора в 2005 г., млн. руб.

	Бразерз&Со	Кора	Монетка*
Выручка	1 530	3 603	4 966
Валовая прибыль	671	438	955
EBITDA	157	323	386
EBIT	117	288	321
Чистая прибыль	63	213	235
Активы, в т.ч.	875	1 444	1 825
основные средства	602	-	1 127
Собственный капитал	210	404	711
Долг**	223	609	435
Валовая маржа	43,9%	12,2%	19,2%
Норма EBITDA	10,2%	9,0%	7,8%
Норма EBIT	7,6%	8,0%	6,5%
Чистая рентабельность	4,1%	5,9%	4,7%
Долг / Выручка	0,15	0,17	0,09
Долг / EBITDA	1,42	1,89	1,13
Долг / EBIT	1,91	2,11	1,35
EBITDA / Проценты	6,04	6,82	8,67
Долг / Собственный капитал	1,06	1,51	0,61
Долг / Активы	0,25	0,42	0,24
Текущие активы / Активы	0,31	-	0,32
Краткоср. долг	40%	57%	56%
Коеф. текущей ликвидности	0,52	-	0,65

* выручка с НДС

** долг и все коэффициенты, включающие Долг Бразерз&Со, представлены без учета лизинговых обязательств для целей сопоставления.

Источник: Данные компаний

По кредитному качеству Бразерз&Со превосходит Кору, поэтому мы считаем обоснованным дисконт около 30-50 б.п. к облигациям Кору.

Бразерз&Со значительно уступает Монетке по размеру выручки и демонстрировала несколько более высокую долговую нагрузку, мы считаем обоснованной премию около 100 б.п. к облигациям Монетки.

Наша оценка справедливой доходности с учетом премии за первичное размещение находится в диапазоне 12,25-12,55% к годовой оферте



Бизнес-направление по операциям с долговыми

Исполнительный директор, руководитель направления

Александр Пугач, apugach@uralsib.ru

Управление продаж

Сергей Шемардов, начальник управления, she_sa@uralsib.ru

Елена Довгань, клиентский менеджер, dov_en@uralsib.ru

Анна Карпова, клиентский менеджер, kar_am@uralsib.ru

Дмитрий Кузнецов, клиентский менеджер, KuznetsovDE@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, ст. трейдер, bor_av@uralsib.ru

Чалов Вячеслав, трейдер, chalovVG@uralsib.ru

Аналитика

Дудкин Дмитрий, начальник управления, DudkinDI@uralsib.ru

Кити Панцхава, аналитик, PantskhavaKS@uralsib.ru

Надежда Мырсыкова, аналитик, mur_nv@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Гузель Тимошкина, начальник отдела, tim_gg@uralsib.ru

Виктор Орехов, ст. аналитик, ore_vv@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководители управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Стратегия

Наталья Майорова, аналитик, mai_ng@uralsib.ru

Нефть и газ / Энергетика

Каюс Рапаны, ст. аналитик, rap_ca@uralsib.ru

Алексей Кормицков, аналитик, kor_an@uralsib.ru

Матвей Тайц, аналитик, tai_ma@uralsib.ru

Металлургия/Машиностроение

Кирилл Чуйко, аналитик, chu_ks@uralsib.ru

Дмитрий Смолин, аналитик, smolindv@uralsib.ru

Телекоммуникации

Константин Чернышев, руководитель управления, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, аналитик, belovka@uralsib.ru

Банки

Владимир Тихомиров, ст. экономист, tih_vl@uralsib.ru

Потребительский сектор

Андрей Никитин, аналитик, Nikitin_AI@uralsib.ru

Экономика России

Владимир Тихомиров, ст. экономист, tih_vi@uralsib.ru

Редактирование/Полиграфия/ПереводМарк Брэдфорд, ст. редактор (англ. яз.),
bra_ms@uralsib.ruЮлия Прокопенко, ст. редактор,
pro_ja@uralsib.ruАндрей Пятигорский, ст. редактор,
pya_ae@uralsib.ru

Юлия Крючкова, переводчик/редактор, kru_jo@uralsib.ru

Ольга Симкина, переводчик/редактор,
sim_oa@uralsib.ru**Интернет / Базы данных**

Андрей Богданович, специалист, BogdanovicAS@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ 2006