

Самарец Ольга / samarets@prsp.ru

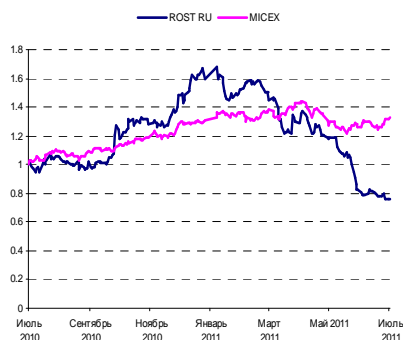
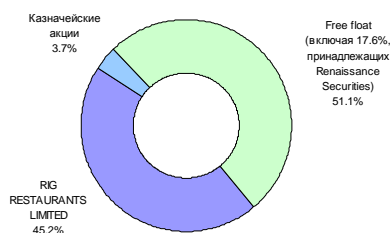
Росинтер – присвоение рекомендации

Мы начинаем анализ и оценку акций ОАО «Росинтер Ресторантс Холдинг». Наша целевая цена на 12-месячную перспективу составляет \$17,8 за акцию, что предполагает потенциал роста на уровне 42%. Мы присваиваем акциям рекомендацию «Покупать».

Росинтер	
Тикер	ROST
Цена, \$	12.6
Кол-во акций, шт.	16 305 334
МСар, \$ млн.	204.6
EV, \$ млн.	245.1
Целевая цена (12М), \$	17.8
Потенциал роста, %	42%
Рекомендация	Покупать

\$ млн.	2010	2011П	2012П
Выручка	320.8	376.1	440.4
ЕБИТДА	34.1	26.5	42.2
Чистая прибыль	8.5	4.2	15.4
P/S	0.6	0.5	0.5
P/E	22.8	32.4	12.7
EV/ЕБИТДА	7.2	9.2	5.8

Структура акционерного капитала



- «Росинтер» - один из ведущих игроков ресторанного рынка России. Компания объединяет 374 ресторана (на 31 мая 2011), в том числе 256 корпоративных и 118 франчайзинговых, работающих в 42 городах в 10 странах. Выручка по итогам 2010 года составила \$321 млн.
- Развитие сети, замедлившееся в 2009-2010 годах, начало набирать обороты. В 2011 году «Росинтер» планирует открыть 60 ресторанов (net), в т.ч. 30 собственных. В январе-мае было открыто 12 (net) ресторанов, так что основная часть открытий придется на второе полугодие.
- Сдерживающее влияние на рост ресторанного рынка оказывает ситуация с доходами населения. В январе-мае 2011 года реальные располагаемые доходы сократились на 3,7%, а индекс потребительской уверенности в 1 кв.2011 снизился до -13% с -10% в 4 кв.2010. Среднеценовой сегмент, в котором работает «Росинтер», является относительно устойчивым к изменениям потребительских предпочтений, однако и здесь рестораторы сталкиваются с чувствительностью посетителей к ценам.
- В 2011 году «Росинтер» рассчитывает на рост выручки в рублях на 10-12% при 7%-м увеличении оборота сопоставимых ресторанов. Рост LFL-выручки будет обеспечен, как ожидается, увеличением среднего чека, тогда как на трафик окажет давление повышение цен в ресторанах.
- Резкий рост затрат на продукты и напитки и оплату труда привел к падению валовой рентабельности «Росинтера» в 1 квартале на 620 б.п., до 17,2%, а рентабельности по ЕБИТДА – с 11,3% до 0,3%. Менеджмент рассчитывает компенсировать рост издержек за счет повышения цен в ресторанах и нарастить рентабельность по ЕБИТДА до 11-12% к концу года. По итогам 2011 года мы ожидаем рентабельность на уровне 7,1% (из-за влияния результатов 1 квартала), а в 2012 году – рост до 9,6%.
- В среднесрочном периоде мы ожидаем рост рентабельности по ЕБИТДА (до 12% в 2016 году) за счет улучшения закупочных условий по мере роста числа ресторанов, возможного снижения страховых взносов и повышения продуктивности персонала.
- С начала года акции «Росинтера» подешевели на 52%, причем после публикации результатов 1 кв.2011 падение составило более 20%. Мы считаем текущие ценовые уровни привлекательными для инвестирования, особенно с учетом ожидаемого улучшения финансовых показателей.
- Среди основных рисков можно выделить вероятность невыполнения плана по открытиям и более медленного восстановления рентабельности, существенное давление на трафик и рост выручки из-за повышения цен. Кроме того, в процессе выработки оптимальной ценовой стратегии финансовые показатели ближайших кварталов могут быть довольно нестабильными.

SWOT-анализ

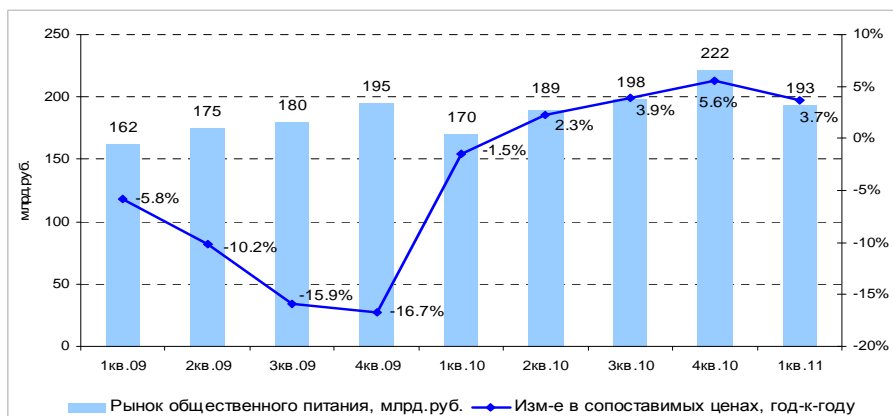
Strengths (Сильные стороны)	Weaknesses (Слабые стороны)
<ul style="list-style-type: none"> - Лидирующие позиции на российском рынке в сегменте семейных ресторанов. - Диверсифицированный портфель брендов, завоевавших доверие потребителей. - Рестораны «Росинтера» работают в сегментах итальянской, американской, японской и русской кухни, пивных ресторанов и кофеен (в рамках СП), что позволяет охватить практически весь спектр потребительских предпочтений. - Наличие франчайзинговой программы способствует увеличению выручки и укреплению рыночных позиций. - Невысокая долговая нагрузка позволяет в случае необходимости рассчитывать на привлечение долгового финансирования на достаточно выгодных условиях. 	<ul style="list-style-type: none"> - Сильная зависимость количества посетителей и оборота от уровня доходов населения и потребительского поведения. - Высокая чувствительность показателей рентабельности к изменению цен на продукты питания и напитки. - Доля расходов на персонал в выручке составляет около 30%, что создает сильную зависимость финансовых результатов от уровня оплаты труда и связанных налогов и взносов. - Ценовая политика находится в стадии формирования, что создает риск нестабильности финансовых результатов в краткосрочном и среднесрочном периоде.
Opportunities (Возможности)	Threats (Угрозы)
<ul style="list-style-type: none"> - Рост доходов населения и дальнейшее восстановление ресторанного рынка. - Расширение географии деятельности. - Возможность получения более выгодных закупочных условий по мере расширения сети ресторанов, и как следствие, снижение зависимости от цен на продукты и напитки. - Рост эффективности деятельности персонала может позволить снизить долю издержек на оплату труда в выручке. - Снижение административных издержек вследствие как расширения сети, так и внутренних процедур. 	<ul style="list-style-type: none"> - Снижение доходов населения и сокращение затрат на товары и услуги не первой необходимости, в том числе, и посещение ресторанов. - Девальвация рубля, и как следствие, рост затрат на продукты и напитки, закупаемые за рубежом. - Выход на российский ресторанный рынок новых компаний, в том числе, зарубежных сетевых игроков, и рост конкуренции. - Рост арендных ставок на рынке коммерческой недвижимости. - Дальнейший рост затрат на продукты питания и напитки в условиях снижения доходов населения может привести к снижению эффективности деятельности и невыполнению планов по увеличению рентабельности.

В 2010 году объем рынка общественного питания составил \$25,7 млрд.

Ситуация в отрасли

Объем рынка общественного питания, согласно данным Росстата, по итогам 2010 года составил 779,5 млрд.руб. или \$25,7 млрд. Отметим, что на рынок ресторанов, не включающий точки общественного питания без свободного доступа (например, столовые), приходится, по оценочным данным, примерно половина оборота общественного питания. По данным «Росинтера», в 2009 году российский ресторанный рынок снизился на 21% в рублях, при этом сокращение московского рынка было гораздо меньше – около 11%.

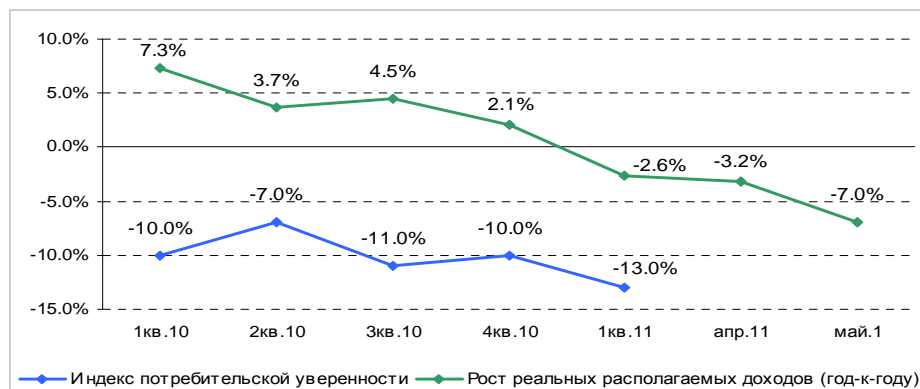
В прошедшем году рынок общественного питания, согласно данным Росстата, начал постепенно восстанавливаться после кризисного 2009 года, когда снижение достигло 12,7% в сопоставимых ценах, и по итогам 2010 года рост оборота общественного питания составил 2,8%, причем основной рост пришелся на второе полугодие. В 1 квартале 2011 года тенденция к увеличению оборота сохранилась, хотя темпы роста и снизились по сравнению с предыдущим кварталом. Данные Росстата отразили чистый рост рынка общественного питания на 3,7% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Снижение реальных доходов населения оказывает давление на темпы роста рынка

Следует отметить, что несмотря на наметившиеся положительные тенденции, динамика рынка пока еще отстает от докризисной, и по итогам текущего года вряд ли можно ожидать взрывного роста. Основным драйвером роста ресторанного рынка является увеличение доходов населения, а этот показатель пока не внушает оптимизм. Реальные располагаемые доходы населения снизились по итогам 1 квартала 2011 года на 2,6%, а в апреле и мае снижение было еще более значительным, на 3,2% и 7% соответственно. В итоге, за первые 5 месяцев текущего года реальные располагаемые доходы сократились на 3,7%. Индекс потребительской уверенности в 1 квартале 2011 года составил -13% по сравнению с -10% в предыдущем квартале и годом ранее.



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Но перспективы развития и потенциал роста рынка привлекают все новых игроков

Сокращение располагаемых доходов, снижение уверенности в будущем находят отражение и в поведении потребителей, которые остаются весьма чувствительными к ценам. В то же время, рост цен на продукты питания, наметившийся рост арендных ставок на рынке коммерческой недвижимости и рост страховых взносов вынуждают рестораторов или повышать цены в ресторанах, жертвуя ростом трафика, или мириться с падением рентабельности.

Тем не менее, ресторанный рынок России имеет неплохой потенциал роста по мере восстановления доходов населения, а уровень конкуренции (даже на московском рынке) еще не столь высок, что привлекает новых игроков. В первую очередь, активно действуют зарубежные сетевые рестораны, работающие в сегменте фастфуда, который в наименьшей мере пострадал от снижения доходов населения. В 2010 году на российский рынок вышла сеть Burger King, в 2011 – Wendy's. Активно развивается сеть Subway, рассчитывающая за счет роста числа франчайзи в 2011 году обогнать McDonald's по числу точек в России. Что касается ресторанов полного обслуживания, то этому сегменту потребуется больше времени для восстановления, но рестораторы, развивающие успешные концепции, все же продолжают расширение. В том числе, активный рост сети в текущем году планирует «Росинтер».

Описание компании и положение на рынке

ОАО «Росинтер Ресторантс Холдинг» входит в структуру корпорации «РостикГрупп». Компания управляет сетевыми ресторанами, работающими под брендами «IL Patio» (итальянская кухня), «Планета Суши» (японская кухня), «T.G.I. Friday's» (американская кухня), «Сибирская Корона» (пивные рестораны), «1-2-3 кафе» (русская кухня), а также в рамках СП с компанией Whitbread PLC развивает сеть кофеен «Costa Coffee». Помимо развития собственных ресторанов, «Росинтер» предлагает франчайзинг ресторанов под брендами «IL Patio» и «Планета Суши».

«Росинтер» объединяет 374 ресторана, контролируя 19% рынка в сегменте семейных ресторанов

По состоянию на конец мая 2011 года «Росинтер» объединял 374 ресторана, в том числе 256 корпоративных и 118 франчайзинговых, работающих в 42 городах в 10 странах. Большая часть ресторанов сосредоточена на российском рынке, прежде всего в Москве.



Источник: данные компании. По состоянию на май 2011г.

Основными конкурентами «Росинтера» на российском рынке являются сетевые рестораны, работающие в среднеценовом сегменте, такие как «Елки-Палки», «Якитория», «Япоша», «Mi Piace», «Pizza Hut», «Тинькофф» и др.

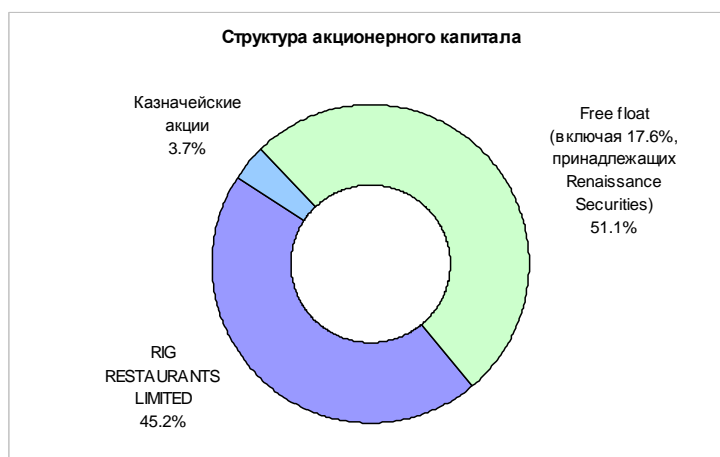
По данным компании, «Росинтер» занимает лидирующее положение в сегменте семейных ресторанов, контролируя 19,4% (по состоянию на конец 2010 года). В прошедшем году корпоративные рестораны компании посетило 17 млн.человек.

Акционерный капитал

Уставный капитал ОАО «Росинтер Ресторантс Холдинг» разделен на 16 305 334 акции. Бумаги компании появились на бирже в июне 2007 года, когда «Росинтер» в ходе IPO разместил 26% акций по цене \$32 за бумагу и привлек \$100 млн. В 2010 году компания провела SPO, разместив 4 274 877 акций допэмиссии по цене \$10,5 на общую сумму \$44,9 млн.

Акции компании обращаются на биржах РТС и ММВБ.

Контролирующим акционером является компания RIG Restaurants Ltd, которой принадлежит 45,2% акций. Еще 3,7% находится на балансе ОАО «Росинтер Ресторантс Холдинг». Доля акций в свободном обращении, включая номинальных держателей, составляет 51%.



Источник: данные компании

«Росинтер» в прошлом не выплачивал дивиденды и в ближайшие годы также планирует направлять прибыль на развитие компании.

Долговая нагрузка

Финансовый долг «Росинтера» по состоянию на 31 марта 2011 года составил 1434 млн.руб., из которых 84% пришлось на долгосрочные обязательства. Средняя процентная ставка по кредитам в течение 1 квартала снизилась, по данным компании, с 8,9% до 8,6%.

Долговую нагрузку компании мы оцениваем как невысокую. В конце 2010 года соотношение чистый долг/ЕБИТДА было на уровне 1,1х. По итогам 1 квартала 2011 года соотношение выросло до 1,4х, но в основном в связи с крайне невысоким уровнем ЕБИТДА в начале года, т.к. сумма займов за квартал увеличилась лишь на 5%, а чистый долг – снизился на 1%.

Учитывая то, что рестораны «Росинтер» открывает на арендованных площадях, органическое развитие сети не требует существенных инвестиций, так что мы не ожидаем значительного роста долговой нагрузки в ближайшие годы. Финансирование сделок M&A могло бы потребовать привлечения дополнительных заемных средств, однако конкретных планов покупки других игроков компания не анонсировала.

Развитие сети

До конца 2008 года компания активно развивалась, наращивая количество ресторанов, однако кризисная ситуация в экономике оказала свое негативное влияние, и в 2009-2010 годах расширение сети происходило лишь за счет франчайзинговых ресторанов, тогда как количество корпоративных сокращалось. Компания открывала новые рестораны, однако число закрытий было больше. В текущем году ситуация постепенно начала меняться к лучшему, хотя темпы открытий пока и невелики. За первые 5 месяцев года «Росинтер» открыл 7 новых корпоративных ресторанов (с учетом закрытий), доведя их количество до 256. Число франчайзинговых ресторанов по состоянию на конец мая 2011 года достигло 118.



Источник: данные компании

В 2011 году компания рассчитывает открыть 60 новых ресторанов (net)

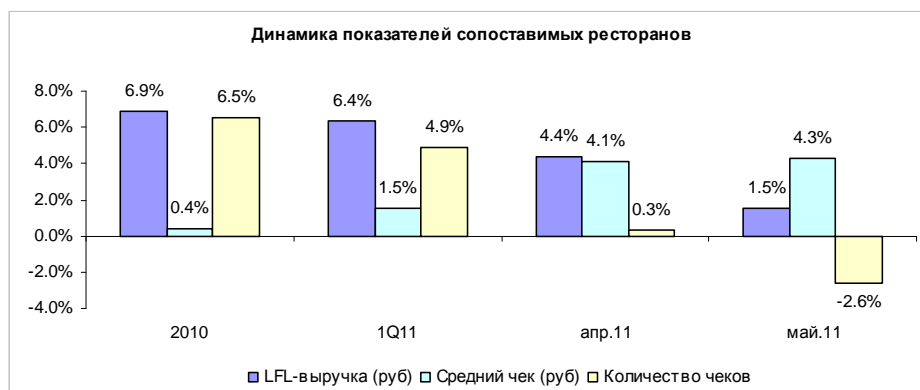
Стратегия развития «Росинтера» предполагает открытие в 2011 году 60 новых ресторанов (net), из которых половину должны составить корпоративные. Учитывая то, что в январе-мае число ресторанов увеличилось в общей сложности лишь на 12, большая часть открытий должна состояться во втором полугодии.

Ценовая политика – рост эффективности в обмен на трафик

Снижение доходов в 2009 году вынуждало потребителей сокращать расходы на товары и услуги не первой необходимости, что привело к оттоку посетителей даже в ресторанах средней ценовой категории, в которой работают рестораны «Росинтера». По итогам 2009 года количество чеков в сопоставимых ресторанах компании сократилось на 15,8%. Поэтому в 2010 году ценовая политика «Росинтера» была направлена на увеличение количества посетителей, в течение большей части года компания не поднимала цены в ресторанах. Эта стратегия дала результат, количество чеков сопоставимых ресторанов выросло за год на 6,5% при увеличении среднего чека всего на 0,4%. Однако рост издержек вынудил компанию внести коррективы в свою политику, и в конце 2010 года «Росинтер» начал постепенно повышать цены.

Рост цен в ресторанах оказывает давление на трафик, но должен повысить рентабельность

И если в 1 квартале 2011 года влияние на операционные показатели было не столь сильным (количество чеков сопоставимых ресторанов выросло на 4,9% при 1,5%-м росте среднего чека), то в апреле трафик увеличился лишь 0,3%, а в мае – снизился на 2,6%. По итогам января-мая 2011 года LFL-выручка «Росинтера» выросла на 4,9% в рублях за счет увеличения суммы среднего чека на 2,6% и роста количества чеков на 2,3%.



Источник: данные компании

По итогам 2011 года компания не рассчитывает на рост количества чеков сопоставимых ресторанов более чем на 1%, при этом не исключено, что трафик вовсе не увеличится. Однако повышение цен должно способствовать увеличению среднего чека, согласно планам менеджмента, на 6-7%, что позволяет ожидать рост LFL-выручки на 7% по итогам года.

Динамика выручки – темпы роста снизились

Основную долю выручки «Росинтера» составляют продажи корпоративных ресторанов и столовых, франчайзинговые рестораны обеспечивают лишь около 3% консолидированной выручки. Доходы от франчайзинга складываются из первоначальных взносов новых франчайзи (35 тыс. евро), роялти (6% от выручки с НДС) и взносов в маркетинговый фонд (1-4% от выручки с НДС).



Источник: данные компании

«Росинтер» достойно пережил кризисный 2009 год, выручка компании снизилась лишь на 0,3%, при том что падение ресторанного рынка, по оценкам компании, было на уровне 20%. Компания сумела нарастить выручку собственных ресторанов даже несмотря на сокращение их количества по итогам года и падение LFL-выручки на 16,1%. В немалой степени связано это было с активным расширением сети в 2008 году, особенно в 4 квартале. Кроме того, свою роль сыграла и эффективная маркетинговая и ценовая политика, проводившаяся компанией. Результаты 2010 года отразили существенное восстановление выручки, рост составил 17% в рублях даже при том, что расширение сети происходило за счет франчайзинговых ресторанов. Поддержку совокупному обороту оказал рост LFL-продаж на 6,9%.

По итогам 2011 года компания
ожидает рост выручки на уровне
10-12%

В 2011 году темпы роста выручки, безусловно, снизятся. Рост продаж сопоставимых ресторанов ожидается достаточно скромным, на уровне 7%, т.к. будет происходить, скорее всего, лишь за счет увеличения среднего чека. Что касается вклада в рост выручки показателей новых ресторанов, то учитывая тот факт, что основная часть будет открыта во втором полугодии, их влияние на результаты текущего года будет ограниченным. В 1 квартале года выручка «Росинтера» увеличилась на 9,8% в рублях, а по итогам 2011 года компания ожидает рост на уровне 10-12%. Наш прогноз роста выручки за год – 11,1%.

Финансовые результаты 1 квартала 2011 года – падение рентабельности

Финансовые показатели деятельности «Росинтера» в 1 квартале 2011 года были неожиданно слабыми. Эффективность работы компании существенно снизилась из-за опережающего роста издержек, и в результате компания получила не только чистый, но и операционный убыток.

Основные показатели, млн.руб.

	2009	2010	Изм-е	1Q2010	1Q2011	Изм-е
Выручка	8340.1	9745.9	16.9%	2266.3	2489.1	9.8%
Себестоимость	6260.8	7405.4	18.3%	1735.7	2060.9	18.7%
Доля в выручке	75.1%	76.0%		76.6%	82.8%	
Валовая прибыль	2079.3	2340.5	12.6%	530.6	428.3	-19.3%
Валовая рентабельность	24.9%	24.0%		23.4%	17.2%	
SG&A	1475.5	1530.4	3.7%	362	410	13.4%
Доля в выручке	17.7%	15.7%		16.0%	16.5%	
Первоначальные расходы на новые рестораны	69.6	51.9	-25.4%	7.4	38.0	413.0%
Прочие доходы	32.1	44.9	39.8%	12	12	1.4%
Прочие расходы	188.4	172.0	-8.7%	22	49	122.0%
Прибыль/убыток от обесценения операционных активов	-42.435	3.884		5.4	-38.1	
ЕБИТДА	738.3	1038.5	40.6%	255.0	7.2	-97.2%
Рентабельность по ЕБИТДА	8.9%	10.7%		11.3%	0.3%	
ЕБИТДА*	780.8	1034.6	32.5%	249.6	45.3	-81.8%
Рентабельность по ЕБИТДА*	9.4%	10.6%		11.0%	1.8%	
Операционная прибыль	335.3	635.0	89.4%	156.5	-95.4	
Операционная рентабельность	4.0%	6.5%		6.9%	-3.8%	
Операционная прибыль*	377.8	631.1	67.1%	151.1	-57.2	
Операционная рентабельность*	4.5%	6.5%		6.7%	-2.3%	
Чистая прибыль	-278.3	257.5		22.3	-146.4	
Чистая рентабельность	-3.3%	2.6%		1.0%	-5.9%	

Источник: данные компании, расчеты ИК «Проспект»
* - без учета обесценения операционных активов

Основными статьями расходов компании являются затраты на продукты и напитки и расходы на персонал, и в 1 квартале 2011 года стремительный рост этих издержек привел к падению валовой рентабельности на 620 б.п. год-к-году, до 17,2%, и получению операционного убытка. Рентабельность по ЕБИТДА снизилась с 11,3% до 0,3% (с 11% до 1,8% без учета убытка от обесценения операционных активов, который компания включает в расчет ЕБИТДА).

Рост цен на продукты и напитки и
увеличение страховых взносов
привели к существенному падению
рентабельности в 1 квартале 2011

Общий рост цен на продукты питания и напитки привел к существенному росту этих расходов для компании. В то же время, увеличение цен в ресторанах компании было ниже, т.к. «Росинтер» стремился не допустить оттока посетителей. В результате доля затрат на продукты и напитки в выручке компании выросла с 23% в 1 квартале 2010 года до 24,3%, что оказало существенное давление на валовую рентабельность.

Еще более значительным было влияние расходов на оплату труда операционного персонала (учитываемых в составе себестоимости), доля которых в выручке выросла за год с 21,6% до 25%. Отметим, что рост этой статьи затрат был ожидаемым в связи с увеличением страховых взносов в 2011 году.

Дополнительное давление на рентабельность оказал рост коммунальных платежей (что также было ожидаемым), а также увеличение затрат на маркетинг и открытие новых ресторанов. Что касается затрат на новые рестораны, то в компании увеличение их доли в выручке с 0,3% в 1 квартале 2010 года до 1,5% в 1 квартале 2011 года объясняют различиями в распределении открытий во времени (в январе-марте 2010 года уровень расходов был ниже из-за того, что большая часть ресторанов открывалась в начале квартала, и часть расходов была понесена в предыдущем периоде).

Статьи себестоимости как % от выручки

	2007	2008	2009	2010	1Q2011
Продукты и напитки	26.9%	24.5%	23.0%	23.7%	24.3%
З/п и соответствующие налоги	19.9%	20.6%	20.5%	20.7%	25.0%
Коммунальные услуги	2.5%	2.6%	3.4%	3.5%	4.1%
Прочие статьи	21.1%	22.8%	28.2%	28.0%	29.4%
Всего себестоимость	70.4%	70.5%	75.1%	76.0%	82.8%

Источник: данные компании

**Менеджмент «Росинтера»
рассчитывает на восстановление
рентабельности до 11-12% на
уровне EBITDA до конца года**

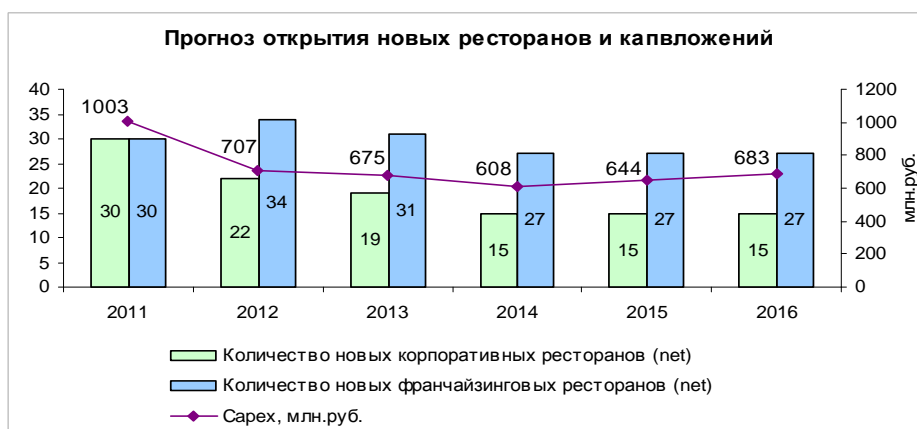
Отметим, что менеджмент «Росинтера» настроен достаточно оптимистично относительно возможности преодолеть давление растущих издержек и ожидает постепенного восстановления уровня рентабельности в течение года. Компания видит возможность компенсировать рост цен на продукты за счет повышения цен в ресторанах, что будет способствовать увеличению валовой рентабельности. Что касается издержек на оплату труда, то на 1 квартал года приходится большая часть выплат страховых взносов, так что в последующих кварталах влияние этого фактора будет меньше. Кроме того, компания намерена работать над повышением продуктивности деятельности персонала, что должно позволить сдерживать рост численности работников вследствие увеличения количества ресторанов.

Согласно предварительным данным, озвученным менеджментом, в апреле валовая рентабельность была на уровне выше 20%, а рентабельность по EBITDA – выше 5%. К концу года компания рассчитывает довести рентабельность по EBITDA до 11-12%. Безусловно, восстановление будет постепенным, и результаты 1 квартала окажут свое негативное влияние, так что по итогам года рентабельность будет значительно ниже. По нашему прогнозу, в 2011 году она составит 7,1% (без учета убытка от обесценения операционных активов) или 6,6% по методике расчета EBITDA, принятой в компании.

Прогноз операционных и финансовых результатов

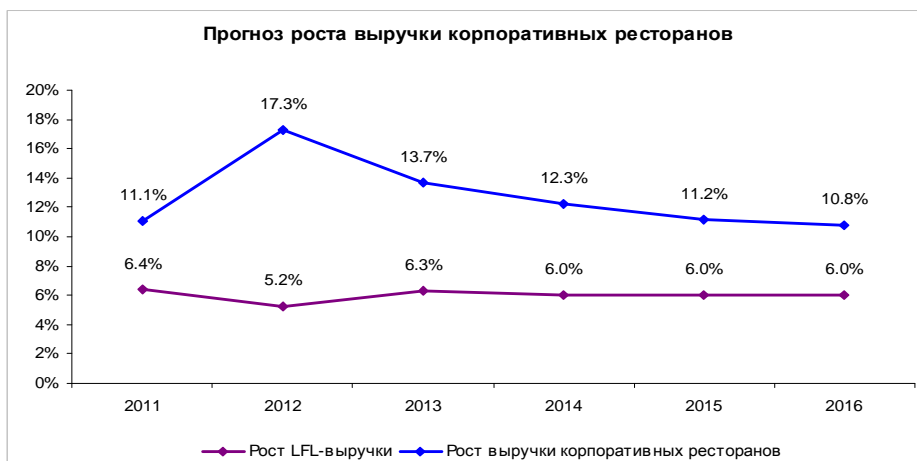
Наш прогноз открытия новых ресторанов «Росинтера» в текущем году соответствует плану менеджмента, предполагающим расширение сети на 60 новых ресторанов, половину из которых должны составить корпоративные. В дальнейшем мы ожидаем постепенного замедления темпов открытий по мере как снижения количества подходящих площадей на рынке, так и роста конкуренции. Существенное увеличение количества ресторанов возможно за счет покупки других игроков, однако мы применяем достаточно консервативные допущения и ориентируемся лишь на органический рост. Также мы ожидаем увеличения доли франчайзинговых ресторанов в открытиях.

Наш прогноз предполагает рост количества ресторанов компании до 654 (в том числе 365 корпоративных) к концу 2016 года по сравнению с 374 в настоящее время.



Прогноз выручки компании основан на прогнозе количества транзакций и суммы среднего чека «зрелых» ресторанов и прогнозе расширения сети. В текущем году мы ожидаем увеличение LFL-выручки на 6,4% (что немного ниже планов компании) и рост совокупной выручки корпоративных ресторанов на 11,1% в рублях. Мы ожидаем, что в 2012 году компании придется достаточно сдержанно повышать цены в ресторанах, чтобы не допустить оттока посетителей, и прогнозируем некоторое снижение темпов роста продаж сопоставимых ресторанов. В то же время, увеличится вклад в совокупный оборот ресторанов, открытых во втором полугодии текущего года, благодаря чему мы ожидаем увеличение темпов роста совокупных продаж корпоративных ресторанов до 17%. В дальнейшем мы прогнозируем постепенное снижение темпов роста выручки по мере замедления расширения сети.

Мы прогнозируем рост выручки корпоративных ресторанов на 11% в 2011 году и на 17% - в 2012



Наш прогноз предполагает средний рост выручки «Росинтера» в 2011-2016 годах на уровне 13%. Мы ожидаем постепенного восстановления эффективности деятельности на уровне как валовой прибыли, так и EBITDA за счет снижения в выручке доли основных статей себестоимости и административных расходов. В 2011 году показатели рентабельности будут ниже прошлогодних из-за слабых результатов 1 квартала, наш прогноз предполагает валовую рентабельность на уровне 21,3% и рентабельность по EBITDA 7,1% (без учета убытка от обесценения операционных активов). Но уже со следующего года мы рассчитываем на существенное улучшение эффективности деятельности, а в течение последующих 5 лет ожидаем рост валовой рентабельности до 24,6%, а рентабельности по EBITDA – до 12%. Отметим, что планы менеджмента «Росинтера» предполагают достижение более высокого уровня рентабельности, на уровне 15%, однако в настоящее время мы предпочитаем более консервативный прогноз.

Среди основных факторов, способных оказать положительное влияние на рентабельность, можно выделить снижение доли затрат на продукты и напитки в выручке вследствие как повышения цен в ресторанах, так и улучшения закупочных условий по мере роста количества ресторанов. Также мы ожидаем сокращения доли расходов на оплату труда в выручке благодаря усилиям компании по повышению продуктивности персонала и постепенному снижению доли административного персонала в общей численности. Кроме того, существует вероятность уменьшения страховых взносов в следующем году. Снижение ставки с 34% до обсуждаемых в настоящее время 30%, по нашим расчетам, способно уменьшить долю расходов на оплату труда в выручке «Росинтера» на 80-90 б.п.

Прогноз основных финансовых показателей, млн.руб.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	CAGR
Выручка	10831	12773	14565	16391	18268	20284	13.0%
Себестоимость	-8528.8	-9881.7	-11175.9	-12470.9	-13808.8	-15288.7	
<i>Доля в выручке</i>	78.7%	77.4%	76.7%	76.1%	75.6%	75.4%	
Валовая прибыль	2302	2891	3390	3920	4459	4995	13.5%
<i>Валовая рентабельность</i>	21.3%	22.6%	23.3%	23.9%	24.4%	24.6%	
SG&A	-1730.5	-1949.3	-2164.6	-2385.8	-2617.7	-2886.5	
<i>Доля в выручке</i>	16.0%	15.3%	14.9%	14.6%	14.3%	14.2%	
Первоначальные расходы на новые рестораны	-160.0	-106.5	-99.6	-86.4	-91.6	-97.1	
EBITDA*	764	1222	1528	1856	2165	2435	15.3%
<i>Рентабельность по EBITDA</i>	7.1%	9.6%	10.5%	11.3%	11.9%	12.0%	
Операционная прибыль*	282	695	965	1267	1548	1788	19.0%
<i>Операционная рентабельность</i>	2.6%	5.4%	6.6%	7.7%	8.5%	8.8%	
Чистая прибыль	122	446	686	986	1208	1396	32.5%
<i>Чистая рентабельность</i>	1.1%	3.5%	4.7%	6.0%	6.6%	6.9%	

*Операционная прибыль и EBITDA – без учета убытка от обесценения операционных активов

Оценка

Для оценки справедливой стоимости акций ОАО «Росинтер Ресторантс Холдинг» мы применили метод дисконтированных денежных потоков. Первый год постпрогнозного периода – 2017. Целевая цена рассчитана на 12-месячную перспективу, и денежные потоки приведены к середине 2012 года. Темп роста в постпрогножном периоде – 3,5%. Рассчитанная нами средневзвешенная стоимость капитала (WACC), которую мы использовали в качестве ставки дисконтирования, составляет 15,4%.

Модель дисконтированных денежных потоков

млн.руб.	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ЕВИТ	282	695	965	1267	1548	1788
Налог на ЕВИТ	56	139	193	253	310	358
Амортизация	482	528	562	589	617	647
Сарех	1003	707	675	608	644	683
Изменение неденежной части оборотного капитала	-326	55	-229	74	-246	42
Денежный поток	31	321	889	921	1457	1353
Ставка дисконтирования	15.4%					
Фактор дисконтирования		0.93	0.81	0.70	0.61	0.52
Дисконтированный денежный поток		299	717	644	883	710
Сумма ДДП	3253					
Темпы роста в постпрогножном периоде	3.5%					
Продленная стоимость	11767					
Приведенная продленная стоимость	6176					
Стоимость компании	9429					
Доля миноритариев	20					
Чистый долг	1137					
Стоимость акционерного капитала	8272					
Количество акций, млн.	16,3					
Стоимость на акцию (12М), руб.	507					
Стоимость на акцию (12М), \$	17.8					

Согласно нашим расчетам, целевая цена акций ОАО «Росинтер Ресторантс Холдинг» составляет \$17.8, что предполагает потенциал роста на уровне 42% к текущей рыночной цене. Мы присваиваем акциям компании рекомендацию «Покупать».

Анализ чувствительности модели

Темпы роста в постпрогножном периоде	Ставка дисконтирования	14.5%	15.0%	15.4%	16.0%	16.5%
	2.5%		18.2	17.3	16.7	15.7
3.0%		18.8	17.9	17.2	16.2	15.5
3.5%		19.6	18.5	17.8	16.8	16.0
4.0%		20.3	19.3	18.5	17.3	16.5
4.5%		21.2	20.0	19.2	18.0	17.1

Сравнение с компаниями-аналогами

Акции ОАО «Росинтер Ресторантс Холдинг» торгуются с существенным дисконтом к аналогам развитых и развивающихся рынков. По мультипликатору P/S (2012) недооценка составляет 30% и 70% соответственно, по P/E (2012) – 12% и 33%. Отчасти дисконт можно объяснить более низкой рентабельностью «Росинтера» по сравнению со средним у компаний-аналогов. Однако и по мультипликатору EV/EBITDA (2012) дисконт составляет 5% к среднему по развитым рынкам и 31% к среднему по развивающимся рынкам.

Мы полагаем, что текущая цена акций «Росинтера» не в полной мере отражает перспективы развития компании и считаем, что бумаги недооценены рынком.

Компания	Тикер	МСар, \$ млн.	EV, \$ млн.	P/S		EV/EBITDA		P/E		EBITDA margin 2012
				2011	2012	2011	2012	2011	2012	
Росинтер	ROST RU	204.6	245.1	0.5	0.5	9.2	5.8	32.4	12.7	9.6%
Компании развитых рынков										
CARIBOU COFFEE CO INC	CBOU US	280.9	256.0	0.9	0.8	8.9	7.9	36.9	27.5	9.6%
EINSTEIN NOAH RESTAURANT GRO	BAGL US	249.3	321.3	0.6	0.6	6.8	6.2	17.4	15.1	11.5%
CARROLS RESTAURANT GROUP INC	TAST US	234.7	497.3	0.3	0.3	6.3	5.9	13.7	11.6	10.1%
RUTH'S HOSPITALITY GROUP INC	RUTH US	206.9	272.9	0.6	0.5	6.2	5.6	12.8	10.2	12.2%
MCCORMICK & SCHMICK'S SEAFOO	MSSR US	132.5	132.9	0.4	0.4	6.3	5.8	28.4	25.5	6.5%
MORTON'S RESTAURANT GROUP	MRT US	127.4	193.6	0.4	0.4	7.4	6.7	15.3	12.6	8.4%
PREZZO PLC	PRZ LN	247.3	238.7	1.3	1.2	7.0	6.4	14.1	12.7	18.1%
RESTAURANT GROUP PLC	RTN LN	956.9	1038.4	1.2	1.1	7.0	6.5	13.8	12.0	18.7%
GROUPE FLO	FLO FP	361.7	490.8	0.6	0.6	6.3	5.6	13.3	11.1	14.4%
IBERSOL SGPS SA	IBS PL	212.1	262.3	0.7	0.7	6.1	5.6	12.3	11.3	15.0%
RESTAURANT BRANDS NZ LTD	RBD NZ	206.0	215.7	0.8	0.7	5.4	5.1	10.1	9.2	15.4%
Среднее				0.7	0.7	6.7	6.1	17.1	14.4	12.7%
Компании развивающихся рынков										
ARMREST HOLDINGS	EAT PW	628.8	721.8	0.7	0.6	7.8	5.8	28.4	17.9	11.4%
ALSEA SAB DE CV	ALSEA* MM	633.0	754.0	0.7	0.6	7.4	6.2	28.3	18.6	12.3%
INTL MEAL COMP HOLDINGS SA	IMCH3 BZ	889.3	903.1	1.5	1.1	10.3	7.0	21.7	20.5	16.7%
JOLLIBEE FOODS CORPORATION	JFC PM	2209.9	2163.0	1.6	1.4	14.3	12.5	29.4	24.9	10.6%
KFC HOLDINGS (MALAYSIA) BHD	KFC MK	1006.8	1034.6	1.1	1.0	9.3	8.4	18.2	16.5	12.7%
BERJAYA FOOD BHD	BFD MK	43.0	31.7	1.7	1.5	4.7	3.9	11.3	9.1	28.5%
AJISEN CHINA HOLDINGS LTD	538 HK	2225.9	1943.3	5.0	3.9	16.1	12.5	30.4	24.0	27.1%
LITTLE SHEEP GROUP LTD	968 HK	826.7	810.4	2.2	1.8	12.7	10.1	23.4	18.7	17.4%
CHINA QUANJUDE GROUP	002186 CH	613.1	619.4	2.6	2.4	n/a	n/a	35.6	30.9	n/a
COUNTRY STYLE COOKI	CCSC US	368.5	276.0	2.3	1.6	14.5	9.9	35.5	21.4	12.0%
TANG PALACE CHINA HOLDINGS	1181 HK	147.2	132.8	1.2	1.0	7.9	6.4	15.6	12.1	13.5%
OISHI GROUP PCL	OISHI TB	602.3	619.1	n/a	n/a	10.8	9.4	15.5	13.8	
Среднее				1.9	1.5	10.5	8.4	24.4	19.0	16.2%
Премия/дисконт к развитым рынкам				-23.1%	-29.7%	37.8%	-4.8%	89.2%	-11.8%	
Премия/дисконт к развивающимся рынкам				-70.9%	-69.7%	-12.3%	-30.6%	32.3%	-33.0%	

Источник: Bloomberg, прогнозы и расчеты ИК «Проспект»

Прогнозный отчет о прибылях и убытках

млн.руб.	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Выручка	10831	12773	14565	16391	18268	20284
Себестоимость	-8529	-9882	-11176	-12471	-13809	-15289
Валовая прибыль	2302	2891	3390	3920	4459	4995
<i>Валовая рентабельность</i>	<i>21.3%</i>	<i>22.6%</i>	<i>23.3%</i>	<i>23.9%</i>	<i>24.4%</i>	<i>24.6%</i>
SG&A	-1730	-1949	-2165	-2386	-2618	-2886
Первоначальные расходы на новые рестораны	-160	-107	-100	-86	-92	-97
Прочие операционные доходы и расходы, нет	-130	-140	-160	-180	-201	-223
Операционная прибыль	282	695	965	1267	1548	1788
<i>Операционная рентабельность</i>	<i>2.6%</i>	<i>5.4%</i>	<i>6.6%</i>	<i>7.7%</i>	<i>8.5%</i>	<i>8.8%</i>
Убыток от обесценения операционных активов	-50	-20	0	0	0	0
Финансовые доходы и расходы, нет	-58	-89	-87	-36	-39	-44
Доля в прибыли СП и ассоциированных компаний	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3	1.3
Прибыль до налогообложения	165.1	586.9	879.7	1232.8	1510.4	1745.2
Налог на прибыль	-42.9	-140.9	-193.5	-246.6	-302.1	-349.0
Чистая прибыль	122	446	686	986	1208	1396
<i>Чистая рентабельность</i>	<i>1.1%</i>	<i>3.5%</i>	<i>4.7%</i>	<i>6.0%</i>	<i>6.6%</i>	<i>6.9%</i>

Прогнозный баланс

млн.руб.	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Денежные средства и эквиваленты	123	280	1121	2060	3468	4630
Запасы	277	288	351	362	427	447
Авансы	263	259	298	308	363	380
Дебиторская задолженность	241	340	323	422	408	514
Прочие текущие активы	198	229	258	287	317	350
Итого текущие активы	1101	1396	2350	3440	4984	6320
Основные средства	2712	2751	2725	2603	2489	2383
Нематериальные активы	257	274	291	308	327	346
Гудвил	143	143	143	143	143	143
Прочие долгосрочные активы	440	425	410	395	381	367
Итого долгосрочные активы	3553	3593	3569	3450	3340	3239
Всего активы	4654	4989	5919	6890	8324	9559
Банковские займы	550	850	400	400	400	400
Кредиторская задолженность	1663	1744	2109	2191	2571	2701
Прочие текущие обязательства	152	154	131	126	128	130
Итого краткосрочные обязательства	2366	2748	2641	2717	3099	3232
Банковские займы	710	310	710	710	710	710
Прочие долгосрочные обязательства	192	173	177	188	200	212
Итого долгосрочные обязательства	902	483	887	898	910	922
Неконтрольные доли участия	20	15	10	10	10	10
Уставный капитал	2767	2767	2767	2767	2767	2767
Добавочный капитал	2205	2205	2205	2205	2205	2205
Выкупленные акции	-355	-355	-355	-355	-355	-355
Нераспределенная прибыль/убыток	-3177	-2731	-2114	-1275	-369	608
Резервы и курсовые разницы	-73	-143	-123	-77	58	171
Итого капитал	1366	1743	2381	3264	4305	5396
Всего обязательств и акционерного капитала	4654	4989	5919	6890	8324	9559

Прогнозный отчет о движении денежных средств

млн.руб.	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Прибыль до налогообложения	165	587	880	1233	1510	1745
Амортизация	482	528	562	589	617	647
Финансовые доходы и расходы, net	58	89	87	36	39	44
Прочие статьи	174	133	128	144	160	177
<i>Изменение в оборотном капитале</i>						
(Увеличение)/уменьшение запасов	-66	-11	-63	-12	-65	-20
(Увеличение)/уменьшение авансов, налогов к возмещению, дебиторской задолженности и прочих внеоборотных активов	-68	-87	-57	-99	-77	-113
Увеличение дебиторской/ кредиторской задолженности по расчетам со связанными сторонами, нетто	41	-37	18	-38	17	-39
(Уменьшение)/увеличение кредиторской задолженности	455	79	354	79	368	127
Денежные средства от операционной деятельности	1241	1281	1909	1932	2570	2569
Уплаченный налог на прибыль	-43	-141	-194	-247	-302	-349
Полученные/уплаченные проценты, net	-58	-89	-87	-36	-39	-44
Денежный поток от основной деятельности	1140	1051	1629	1650	2229	2176
Приобретение основных средств и компаний	-1003	-707	-675	-608	-644	-683
Приобретение НМА	-19	-17	-17	-17	-18	-20
Прочие статьи	-35	-30	-10	-10	-10	-10
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-1056	-754	-703	-635	-673	-712
Кредиты и займы	-101	-100	-50	0	0	0
Дивиденды	0	0	0	-69	-148	-302
Прочие статьи	-61	-30	-30	-6	0	0
Денежный поток от финансовой деятельности	-163	-130	-80	-75	-148	-302
Курсовые разницы	-15	-10	-5	0	0	0
Увеличение денежных средств	-94	157	841	940	1408	1161
Денежные средства на начало года	217	123	280	1121	2060	3468
Денежные средства на конец года	123	280	1121	2060	3468	4630

Аналитический отдел + 7 (495) 937 3363

Потавин Александр

Начальник отдела
тел.: +7 (495) 933-32-34
доб. тел.: 6188
potavin@itinvest.ru

Самарец Ольга

Потребительский сектор
доб. тел.: 6170
samarets@prsp.ru

Солодин Дмитрий

Технический анализ
тел.: +7 (495) 933-32-34
solodin@itinvest.ru

Егишянц Сергей

Макроэкономика, мировые рынки
тел.: +7 (495) 933-32-34
egishynts@itinvest.ru

Трейдинг + 7 (495) 937 3363

Лобанов Александр

Начальник отдела
lobjr@prospect.com.ru

Кузнецова Ирина

kuznetsova@prospect.com.ru

Хмельник Михаил

hop@prospect.com.ru

Синельщикова Екатерина

skat@prsp.ru

Зуев Дмитрий

zouev@prospect.com.ru

Билялов Энвер

bilyalov@prospect.com.ru

Гусев Николай

ngusev@prospect.com.ru

Брокерская группа «Ай Ти Инвест - ПРОСПЕКТ»

119180, Москва, 1-й Голутвинский пер., д. 6

Тел.: +7 (495) 937 3363

Факс: +7 (495) 937 3360

www.prospect.com.ru

www.itinvest.ru

www.prospect.com.ua

www.plasma-prospect.com

Представленная информация базируется на достоверных источниках.

Тем не менее, содержание данного аналитического обзора может использоваться только в информационных целях.

Брокерская группа «Ай Ти Инвест - Проспект» не несет ответственности за точность представленных данных.

Данный документ не является предложением на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг.

Он также не является рекомендацией на покупку или продажу ценных бумаг, упомянутых в отчете.

Брокерская группа «Ай Ти Инвест - Проспект» и ее сотрудники, включая тех, кто готовил этот отчет, могут иметь позиции, а также покупать и продавать ценные бумаги упомянутых в отчете компаний.

Инвестирование в странах СНГ является исключительно рискованным, поэтому инвесторы должны самостоятельно тщательно проработать свое решение.

Все права на данный аналитический отчет принадлежат Брокерской группе «Ай Ти Инвест - Проспект».

Перепечатка целиком или отдельными частями без письменного разрешения Брокерской группы «Ай Ти Инвест - Проспект» не допускается.