

5 Octombrie 2021

Sectorul HoReCa | Restaurante

Sphera Franchise Group (SFG RO)

Cumpărare

Preț cu aripioare; CUMPĂRARE

Preț Țintă (Randament %):	20,52 Lei (28,63%)
Ultimul preț (1 Oct. 2021):	15,95 Lei
Capitalizare:	618,8 mil. Lei
Lichiditate medie (mil. RON/EUR)	0,50/0,10

• **Inițiem acoperire cu o recomandare de CUMPĂRARE și un preț țintă de 20,52 Lei/acțiune determinat prin metoda fluxurilor de numerar actualizate.** Potențialul de creștere este de 28,6% față de prețul de 15,95 Lei.

• **Sphera Franchise Group a planificat să deschidă 10 restaurante noi KFC în România în perioada 2020-2021, dintre care mai are încă 6 restaurante de inaugurat până la finalul anului.** Ținta pentru anul 2022 include deschiderea a 9 restaurante noi, iar pentru 2023 ținta este de 6 restaurante USFN. De asemenea, Sphera a convenit asupra unui număr minim de restaurante Pizza Hut ce urmează a fi deschise în 2021-2023: 3 restaurante noi în 2021, 3 restaurante în 2022 și 4 restaurante Pizza Hut în 2023.

• **Considerăm că scăderea vânzărilor din anul 2020 va fi devansată de o creștere de 30,9% a cifrei de afaceri preconizată pentru 2021. De asemenea, estimăm o creștere de 13,7% a veniturilor din exploatare în anul 2022.** În ceea ce privește profitul operațional al grupului, este așteptată o revenire, cu o marjă de 4,2% în 2021 și una de 6,1% în anul 2022, alături de o marjă EBITDA de 15,2%, respectiv 16,5% în anul 2022.

• **Grupul se tranzacționează la un multiplu EV/EBITDA sub mediana companiilor selectate, respectiv 8,3x față de 10,4x.** La nivel de industrie, multiplul EV/EBITDA este de 24,6x, fiind calculat pentru toate tipurile de restaurante din piețele emergente (EM). Companiile comparabile din regiunea Europei Centrale și de Est au marje EBITDA superioare față de cea a grupului Sphera pentru ultimele 12 luni (LTM). Marja medie EBITDA pentru industria restaurantelor din piețele emergente este de 13,8%, fiind apropiată de marja EBITDA a Sphera, de 13,4%, aferentă ultimelor 12 luni.

• **Potențiale riscuri la recomandarea noastră** sunt date de noul val al pandemiei, care ar putea determina închiderea temporară a restaurantelor și închiderea treptată a frontierelor sau limitarea/interzicerea circulației vehiculelor sau a persoanelor în/către anumite zone, inclusiv în țările de activitate ale grupului. Astfel, nu poate fi exclus riscul aferent deficiențelor de livrare sau întreruperilor în lanțul de aprovizionare. De asemenea, o schimbare în preferințele de consum ar putea determina consumatorii să evite produsele de tip fast-food și pizza și să se orienteze spre produse alimentare percepute a fi mai sănătoase.

Departament Analiză

0364 401 709 (int. 3025)

analiza@brk.ro

Date despre acțiuni

Preț minim/maxim (Lei) în 52 săpt.	11,3 – 19,4
Dividend pe acțiune 2020 (Lei)	0,9021
Număr total acțiuni (milioane)	38.799

Structura acționariatului (%)

Tatika Investments LTD	28,23 %
Computerland Romania S.R.L.	20,53 %
Wellkept Group S.A.	16,34 %
alți acționari	34,89 %

Performanța acțiunilor (%)

	YTD	1 săpt.	1 lună	6 luni	12 luni
Variație	8,5	1,59	-10,39	1,59	24,12
Relativ la BET	-20,3	0,1	-13,1	-9,9	-16,2

SFG – evoluția prețului acțiunii



Sursa: BVB, 30.09.2021

Indicatori cheie	Dec-18	Dec-19	Dec-20	Dec-21E	Dec-22E
Cifra de afaceri (mil. RON)	771.197	954.728	711.523	931.059	1.058.638
Creștere (%)	34,5%	23,8%	-25,5%	30,9%	13,7%
EBITDA	59.949	155.025	98.230	141.409	174.777
Marja EBITDA (%)	7,8%	16,2%	13,8%	15,2%	16,5%
EBIT	30.130	76.372	2.958	39.121	64.410
Marja EBIT (%)	3,9%	8,0%	0,4%	4,2%	6,1%

Sursa: BRK, Situațiile financiare ale companiei

Evaluarea companiei

Inițiem acoperire cu o recomandare de CUMPĂRARE și un preț țintă de 20,52 Lei/acțiune determinat prin metoda fluxurilor de numerar actualizate. Potențialul de creștere este de 28,6% față de prețul actual de 15,95 RON.

Metoda de evaluare utilizată surprinde atât potențialul de dezvoltare a restaurantelor cu specific pe piețele din România, Italia și Republica Moldova, cât și estimări corelate cu cele mai recente planuri de dezvoltare ale companiei. Creșterea estimată a cifrei de afaceri pentru anii 2021 și 2022 este corelată cu numărul de restaurante pe care grupul a convenit să le deschidă în această perioadă. De asemenea, printre ipotezele evaluării menționăm un buget de investiții ajustat la noile planuri de dezvoltare negociate cu francizorul YUM! pentru anul 2021 și o majorare a investițiilor în active fixe în linie cu creșterea veniturilor începând cu anul 2022. Amortizarea estimată cuprinde atât de amortizarea imobilizărilor corporale, cât și amortizarea imobilizărilor necorporale și amortizarea drepturilor de utilizare a activelor pentru perioada analizată.

Rata de actualizare (WACC) folosită pentru estimarea valorii prezente a fluxurilor de numerar viitoare ale Sphera Franchise Group este de 8,38%.

Figura 1: DCF

mii RON	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Profit operațional net	33.052	52.018	47.253	40.841	41.691
Plus: Depreciere	12.285	13.968	15.562	17.027	18.393
Plus: Amortizare	90.003	96.399	101.387	106.811	112.641
Minus: Investiții în active fixe	(56.079)	(63.835)	(70.253)	(76.357)	(82.051)
Minus (creșterea)/scăderea capitalului de lucru	(10.575)	10.774	(2.863)	9.732	13.101
FCFF	68.687	109.324	91.086	98.053	103.776
Marja (%)	7,4%	10,3%	7,7%	7,6%	7,4%
Rata de actualizare	8,38%				
Factor de actualizare	0,9606	0,8863	0,8177	0,7545	0,6962
FCFF actualizat	65.977	96.892	74.485	73.982	72.245
Suma FCFF actualizate	383.581				
Creștere reziduală	1,00%				
Valoare terminală	814.284				
Valoarea companiei	1.197.865				
Plus: Numerar și echivalente la 30.06.2021	123.934				
Minus: Datorii totale la 30.06.2021	525.765				
Valoarea prezentă a capitalului propriu	796.034				
Număr de acțiuni	38.799				
Valoarea capitalului propriu pe acțiune (Lei)	20,52				
Prețul curent al unei acțiuni (Lei)	15,95				
Creștere (%)	28,63%				

Sursa: Datele companiei, BRK

Figura 2: Calculul valorii terminale

Profit operațional net	41.691
x (1+ Rata de creștere reziduală)	1,0100
Valoarea terminală a profitului operațional net	42.108
Plus: Amortizare și depreciere normalizată	132.345
Minus: Investiții în active fixe normalizate	(90.256)
Minus: Capital de lucru normalizat	(2.137)
Valoarea terminală a Cash Flow-ului	86.334
/ Rata de capitalizare	13,5483
x Factor de actualizare	0,6962
Valoare terminală	814.284

Sursa: BRK

Preț (1 Oct. 2021) 15,95 Lei
Preț țintă 20,52 Lei

Sphera Franchise Group are în plan extinderea prin deschiderea unui număr de aproximativ 13 restaurante noi pe an în perioada 2021-2022. Considerăm că creșterea cifrei de afaceri va fi corelată cu planurile de dezvoltare ale companiei, cu excepția situației în care criza sanitară ar determina închiderea temporară a restaurantelor sau ar crea deficiențe de livrare sau întreruperi grave în lanțul de aprovizionare.

Scenariu optimist 24,90 Lei

Cifra de afaceri ar putea avea în 2021 o revenire care să depășească scenariul de bază, cu o creștere de până la 31,4% pe fondul unui Trimestru III fără restricții și dacă consumatorii se vor orienta din ce în ce mai mult spre serviciile de livrare la domiciliu în Trimestrul IV.

Scenariu pesimist 17,19 Lei

Pandemia poate avea un impact negativ asupra industriei pentru o perioadă mai lungă de timp, determinând schimbări semnificative în comportamentul de consum, care s-ar reflecta în volumul de vânzări al companiei.

Rata de actualizare folosită pentru estimarea valorii prezente a fluxurilor de numerar viitoare ale grupului este de 8,4%, iar rata de creștere reziduală este estimată la 1%. Prezentăm mai jos o analiză de sensibilitate.

Figura 3: Analiza de sensibilitate – preț țintă (RON/acțiune)

		Rata de creștere reziduală				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
Rata de actualizare (WACC)	6,0%	27,35	30,52	34,33	38,99	44,81
	7,0%	22,24	24,53	27,20	30,36	34,14
	8,4%	17,19	18,75	20,52	22,55	24,90
	9,0%	15,42	16,76	18,27	19,97	21,93
	10,0%	13,02	14,09	15,28	16,61	18,10

Sursa: BRK

Evaluare relativă

Din punct de vedere a evaluării relative, companiile comparabile din regiunea Europei Centrale și de Est au marje EBITDA superioare față de cea a grupului Sphera pentru ultimele 12 luni (LTM). Totuși, Sphera se tranzacționează la un multiplu EV/EBITDA sub mediana companiilor selectate, respectiv 8,3x față de 10,4x. La nivel de industrie, multiplul EV/EBITDA este de 24,6x, fiind calculat pentru toate tipurile de restaurante din piețele emergente (EM). Marja medie EBITDA pentru industria restaurantelor din piețele emergente este de 13,8%, fiind foarte apropiată de marja EBITDA a grupului Sphera, de 13,4%, aferentă ultimelor 12 luni.

Companiile comparabile au fost selectate astfel încât capitalizările bursiere să fie relativ apropiate, iar societățile să fie cât mai similare din punct de vedere a modelului de business și a produselor comercializate.

Figura 4: Evaluarea relativă pe baza companiilor comparabile (mil. EUR)

Compania	Simbol Bloomberg	Capitalizare LTM	EV LTM	Total Datorii/EV LTM (%)	EBITDA LTM	Marja EBITDA LTM (%)	EV/EBITDA LTM
AmRest Holdings SE	EAT PW	1.526,1	2.833,4	52,4%	273,6	16,3%	10,4
Ibersol SGPS SA	IBS PL	209,5	657,3	77,2%	53,5	18,4%	12,3
Rosinter Restaurants Holding PJSC	ROST RM	14,6	124,2	89,7%	13,8	24,1%	9,0
Mediana		209,5	657,3	77,2%	53,5	18,4%	10,4
Medie Sector EM						13,8%	24,6
Sphera Franchise Group SA	SFG RO	138,0	193,3	41,6%	23,4	13,4%	8,3

Sursa: Bloomberg, BRK, la data de 14.09.2021

Sphera Franchise Group în cifre

Despre Sphera

Afacerea francizată în sectorul serviciilor alimentare desfășurată de grup a fost lansată în 1994, odată cu deschiderea primei unități Pizza Hut, care a fost urmată de deschiderea în 1997 a primei unități KFC, ambele în București. La 30 iunie 2021, grupul administra 161 de restaurante în România, Italia și Republica Moldova.

Activitatea Sphera Franchise Group se desfășoară prin intermediul următoarele segmente:

- i. Restaurante cu servicii rapide – prin restaurantele KFC (în România, Republica Moldova și Italia) și restaurantele Taco Bell (în România);
- ii. Restaurante cu servicii complete – prin restaurantele Pizza Hut Dine-In din România;
- iii. Restaurante de livrare – prin unitățile de livrare Pizza Hut din România.

KFC, Pizza Hut, Pizza Hut Delivery și Taco Bell sunt toate operate într-un sistem master de franciză, de companii deținute de Sphera Franchise Group. O franciză principală este un contract de franciză în care francizorul principal predă controlul activităților de franciză pe un teritoriu specificat unei persoane sau entități, numit „francizat principal”. Yum! este francizorul principal al Sphera Franchise Group.

Planurile de dezvoltare

În urma negocierilor între francizorul YUM! și US Food Network SA („USFN”), filiala grupului care deține drepturile de franciză de a opera restaurante KFC în România, părțile au convenit ca în perioada 2020-2021, USFN să deschidă 10 restaurante noi în România. Dintre acestea, 4 restaurante noi au fost deja deschise în anul 2020, iar pentru a-și atinge obiectivul, USFN mai are încă 6 restaurante de inaugurat până la finalul anului 2021. Ținta pentru anul 2022 include deschiderea a 9 restaurante noi, iar pentru 2023 ținta este de 6 restaurante noi USFN.

În ceea ce privește restaurantele Pizza Hut, părțile au convenit în urma negocierilor asupra unui număr minim net de unități (nivel de bază) ce urmează a fi deschise în 2021-2023:

- 3 restaurante noi Pizza Hut în 2021;
- 3 restaurante noi Pizza Hut în 2022;
- 4 restaurante noi Pizza Hut în 2023.

Toate unitățile Pizza Hut noi nete vor fi puncte de livrare fast-casual. Cu toate acestea, dintre noile restaurante, ARS (American Restaurant Systems) va avea opțiunea de a deschide 1 punct de vânzare expres în 2021, 1 punct de vânzare expres în 2022 și nu mai mult de 2 puncte de vânzare expres în 2023.

Pentru California Fresh Flavors SRL („CFF”), filiala Grupului care deține drepturile de franciză pentru a opera restaurantele Taco Bell în România, grupul nu are niciun angajament de a deschide noi unități Taco Bell în 2020-2021, dar conducerea companiei consideră că există un potențial de a deschide 3 restaurante noi pe an.

În Italia, de asemenea, grupul nu are un plan de dezvoltare semnat în ceea ce privește deschiderile noi, dar își propune o medie de două restaurante noi pe an.

Indicatori operaționali

Figura 5: Estimări privind evoluția indicatorilor operaționali

mii RON	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Cifra de afaceri	954.728	711.523	931.059	1.058.638	1.179.492	1.290.463	1.394.048
Creștere (%)	23,8%	-25,5%	30,9%	13,7%	11,4%	9,4%	8,0%
Profit operațional (EBIT)	76.372	2.958	39.121	64.410	58.917	51.430	52.644
Marja EBIT (%)	8,0%	0,4%	4,2%	6,1%	5,0%	4,0%	3,8%
Impozit pe profit	(840)	(6.380)	3.711	7.543	6.262	4.678	4.567
Impozit specific	4.378	1.872	2.358	4.850	5.403	5.912	6.386
Profit operațional net	72.834	7.466	33.052	52.018	47.253	40.841	41.691
Plus: Depreciere	6.736	9.388	12.285	13.968	15.562	17.027	18.393
Plus: Amortizare	71.917	85.884	90.003	96.399	101.387	106.811	112.641
EBITDA	155.025	98.230	141.409	174.777	175.867	175.268	183.679
Marja EBITDA (%)	16,2%	13,8%	15,2%	16,5%	14,9%	13,6%	13,2%

Sursa: Datele companiei, BRK

Considerăm că scăderea vânzărilor din anul 2020 va fi devansată de o creștere de 30,9% a cifrei de afaceri preconizată pentru 2021. De asemenea, estimăm o creștere de 13,7% a veniturilor din exploatare în anul 2022.

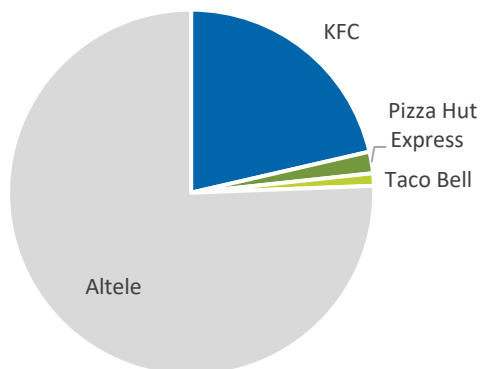
În ceea ce privește profitul operațional al Sphera, este așteptată o revenire, cu o marjă de 4,2% în 2021 și una de 6,1% în anul 2022, alături de o marjă EBITDA de 15,2%, respectiv 16,5%. Datorită specificului activității desfășurate, compania plătește impozit specific începând cu anul 2017, pe lângă impozitul pe profit.

Grupul a decis să includă platformele de livrare în strategia sa de vânzări începând cu S1 2020, pentru a crește baza de clienți și a extinde acoperirea zonelor de livrare, evitând totodată creșterea costurilor de personal. Această decizie a permis Grupului să recupereze o parte din veniturile pierdute din cauza închiderii temporare a restaurantelor. Grupul va menține această strategie în perioada următoare. Comenzile prin livrare includ vânzări realizate prin platformele de livrare, precum și prin canalele proprii, utilizând atât servicii de curierat proprii, cât și terțe. Sphera are propriul serviciu de livrare în România pentru KFC și Pizza Hut, în timp ce pentru Taco Bell, precum și pentru KFC în Italia și Republica Moldova, Grupul livrează exclusiv prin intermediul platformelor de livrare precum Glovo, Food Panda, Takeaway sau Tazz.

În T2 2021, vânzările prin livrare s-au menținut la un nivel comparabil cu trimestrul anterior, 29% din totalul comenzilor fiind efectuate prin livrare, în valoare de 68,3 milioane RON. Ponderele comenzilor prin livrare a scăzut ușor față de trimestrul precedent, deoarece vremea s-a îmbunătățit în cel de-al doilea trimestru din 2021, iar restricțiile privind restaurantele au fost ridicate, contribuind astfel la creșterea cifrei de afaceri. În continuare, ne așteptăm la o evoluție a vânzărilor în T3 asemănătoare cu cea din T2, iar pentru T4 ne așteptăm la o scădere a cifrei de afaceri față de trimestrele precedente, pe fondul înăsprii restricțiilor privind funcționarea restaurantelor, dar și la o creștere a ponderii comenzilor efectuate prin livrare.

Analiza sectorială

Figura 6: Cota de piață cumulată: 24,4%



Sursa: Euromonitor, BRK

Potrivit datelor publicate de Euromonitor, brandurile deținute de grupul Sphera cumulează împreună o cotă de piață de 24,4%. În general, restaurantele de tip fast-food au o clientelă foarte diversificată din punct de vedere demografic și ca nivel de venit. Scăderea puterii de cumpărare în urma pandemiei ar putea să contribuie la susținerea acestui sector, deoarece consumatorii ar putea să migreze către opțiuni mai accesibile în alegerile lor culinare.

Pe de altă parte, noul val al pandemiei ar putea determina închiderea temporară a restaurantelor, hotelurilor, localurilor sau centrelor comerciale, închiderea treptată a frontierelor și limitarea sau interzicerea circulației vehiculelor sau a persoanelor în/către anumite zone, inclusiv în țările de activitate ale Grupului. Compania trebuie să asigure livrări frecvente de produse agricole și alimentare proaspete și nu poate exclude riscul aferent deficitelor de livrare sau întreruperilor în lanțul de aprovizionare. De asemenea, preferințele sau restricțiile legate de dietă sau de consumul de produse sănătoase ar putea determina consumatorii să evite produsele fast-food și pizza oferite de către Grup și să își schimbe preferințele în favoarea produselor alimentare percepute a fi mai sănătoase.

Figura 7: Cotele de piață ale brandurilor din sectorul restaurantelor cu specific

Nr.	Global Brand Owner	Brand	2017	2018	2019	2020
1	McDonald's Corp	McDonald's	30.5	29.4	29.4	28.3
2	Yum! Brands Inc	KFC	21.7	22.6	21.7	21.4
3	Strong MND Corp SRL	Spartan	4.1	4.0	4.8	5.5
4	Set-Corp SRL	Mesopotamia	2.8	3.0	3.6	4.2
5	Dabo International SRL	Dabo Doner	2.4	3.1	3.1	2.9
6	Emma Salad SRL	Salad Box	3.8	3.5	3.0	2.9
7	Dristor Kebab SRL	Dristor	2.2	2.4	2.7	2.9
8	Jerry's Pizza SRL	Jerry's Pizza	2.3	2.3	2.1	2.6
9	MOL Group	Fresh Corner	1.5	1.8	2.2	2.3
10	Doctor's Associates Inc	Subway	2.6	2.4	2.4	2.3
11	OMV Tankstellen AG	OMV Viva	2.2	2.1	1.9	2.1
12	Yum! Brands Inc	Pizza Hut Express	1.0	1.0	1.3	1.9
13	Pizza Delivery SRL	Presto Pizza	1.6	1.8	1.8	1.8
14	Domino's Pizza Inc	Domino's Pizza	2.0	1.7	1.5	1.7
15	MLS Invest Trading SRL	Chopstix	2.1	2.0	1.7	1.5
16	KazMunayGas Group	Hei	1.2	1.6	1.5	1.5
17	Holder, Groupe	Paul	2.0	1.6	1.4	1.2
18	Mado Corp SRL	Mado	1.5	1.4	1.2	1.1
19	Yum! Brands Inc	Taco Bell	0.1	0.5	1.1	1.1
20	Infop Perfectionare si Dezvoltare SRL	Trenta Pizza	0.9	1.1	1.1	1.1

Sursa: Euromonitor, BRK

În anul 2020, sectorul HoReCa a fost afectat semnificativ, restaurantele suferind cele mai mari pierderi în perioada de două luni de restricții în care ieșirea din casă a fost permisă numai pentru achiziționarea de bunuri esențiale. Restaurantele și localurile au fost închise complet în această perioadă, în care serviciile de livrare la domiciliu au devenit singura modalitate prin care restaurantele au reușit să își mențină vânzările. Extinderea utilizării serviciilor de livrare a atenuat pierderile companiilor, prevenind scăderi mai accentuate ale vânzărilor. Principalele servicii de livrare la domiciliu sunt oferite prin intermediul unor platforme cum ar fi Takeaway, foodpanda, Glovo și Tazz by eMAG.

Multe lanțuri de restaurante, în special cele de tip fast-food, s-au extins de-a lungul timpului în centre comerciale. Multe companii cu puncte de vânzare în spații închise din cadrul centrelor comerciale și fără terase au continuat să fie afectate negativ în 2020, deoarece redeschiderea centrelor comerciale la data de 15 iunie 2020 nu a inclus și redeschiderea food court-urilor.

În anul 2021, rata scăzută de vaccinare din România poate fi un impediment în generarea veniturilor în restaurante în contextul măsurilor de prevenire stabilite la data de 16.09.2021, legate de accesul în restaurante doar a persoanelor vaccinate și reducerea capacității de funcționare a restaurantelor. Totuși, pentru Trimestrul 4 ne așteptăm la extinderea utilizării serviciilor de livrare la domiciliu, cu care consumatorii sunt acum din ce în ce mai familiarizați.

Marile lanțuri internaționale sunt așteptate să își reia expansiunea în perioada 2021-2022 cu ajutorul digitalizării. Faptul că unele companii au propriile platforme de comandă online atrage consumatorii, ceea ce înseamnă că vânzările pot continua în contextul COVID-19, chiar dacă punctele de vânzare fizice ar rămâne închise sau nu ar funcționa la întreaga capacitate.

În tabelul de mai jos prezentăm o estimare pentru creșterea valorii de piață a fiecărui subsegment al sectorului restaurantelor cu specific din România. Cele mai semnificative creșteri sunt așteptate pentru restaurantele cu specific asiatic și pentru cele specializate în pizza și produse din carne de pui.

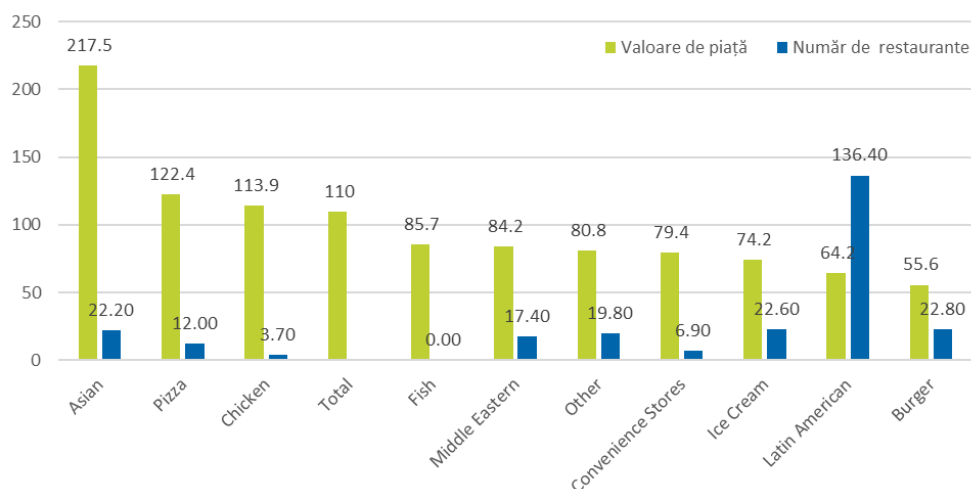
Figura 8: Valoarea de piață a restaurantelor cu specific din România și potențialul de creștere pe categorii

mil. RON	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2020-25 CAGR (%)	2020/25 Total Growth (%)
Asian	273.8	317.7	200.6	222.5	266.9	313.4	364.9	420.2	26.0	217.5
Pizza	279.2	331.3	273.4	302.0	352.7	391.0	421.9	449.0	17.3	122.4
Chicken	711.8	804.8	577.0	691.0	801.8	896.2	982.6	1,062.9	16.4	113.9
Fish	23.1	24.2	16.5	18.6	22.3	25.0	27.4	29.7	13.2	85.7
Middle Eastern	403.0	492.0	365.7	389.9	429.4	487.5	561.6	656.1	13.0	84.2
Other	322.8	405.6	302.5	337.9	395.8	444.3	487.5	526.9	12.6	80.8
Convenience Stores	172.9	206.4	159.4	150.6	174.1	192.4	207.5	225.5	12.4	79.4
Ice Cream	35.8	41.2	25.1	29.0	34.5	39.4	46.3	55.8	11.7	74.2
Latin American	13.1	35.6	27.0	35.3	45.2	56.6	70.2	85.8	10.4	64.2
Burger	882.0	1,057.6	761.1	921.3	1,097.3	1,290.0	1,468.4	1,627.7	9.2	55.6
Bakery Products	538.6	560.5	369.6	402.0	457.3	502.5	543.1	574.9	7.2	41.5
Total	3,656	4,277	3,078	3,500	4,077	4,638	5,182	5,715	15.9	109.5

Sursa: Euromonitor, BRK

Ca și potențial de extindere a numărului de restaurante în anii 2021-2022, Euromonitor estimează că restaurantele cu specific latino-american ar putea avea cea mai dinamică creștere. Subcategoria este reprezentată la momentul actual în România integral de marca Taco Bell (California Fresh Flavors SRL), care este puternic susținută de franciză și are avantajul suplimentar al unei lansări relativ recente, ceea ce îi oferă vizibilitate printre consumatorii români. Deși planurile de extindere au încetinit și s-au redus pe parcursul anului 2020 datorită COVID-19, compania este așteptată să își reia planurile de ascensiune în perioada prognozată, deschizând noi locații în orașele cu peste 200.000 de locuitori.

Figura 9: Evoluția restaurantelor cu specific din România - creștere 2020/25 (%)



Sursa: Euromonitor, BRK

În tabelul de mai jos este prezentat potențialul de creștere a numărului de restaurante noi deschise în România până în 2025, pe categorii de restaurante. Până la finalul anului 2025, se estimează că cele mai multe locații noi vor fi deschise de restaurantele cu specific latino-american, urmate de cele specializate în burgeri.

Figura 10: Număr de restaurante cu specific în România și potențialul de creștere pe categorii

Units/Outlets	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2020-25 CAGR (%)	2020/25 Total Growth (%)
Latin American	5	10	11	14	17	20	23	26	18.8	136.4
Burger	191	191	184	188	197	206	216	226	4.2	22.8
Ice Cream	51	56	53	54	57	59	62	65	4.2	22.6
Asian	201	224	185	184	190	199	211	226	4.1	22.2
Other	196	219	227	236	245	253	262	272	3.7	19.8
Middle Eastern	246	258	259	264	272	282	293	304	3.3	17.4
Pizza	165	169	166	167	171	176	181	186	2.3	12.0
Convenience Stores	488	584	592	597	603	612	622	633	1.3	6.9
Chicken	143	140	134	132	132	134	137	139	0.7	3.7
Bakery Products	738	733	595	588	586	588	592	597	0.1	0.3
Fish	4	5	5	5	5	5	5	5	-	-
Total	2,428	2,589	2,411	2,429	2,475	2,534	2,604	2,679	2.1	11

Sursa: Euromonitor, BRK

Anexe

Abordarea de evaluare prin metoda fluxului de numerar actualizat (DCF – Discounted Cashflow) ia în considerare valoarea în timp a banilor. Metoda își are fundamentul în regula valorii prezente, unde valoarea oricărui activ este valoarea prezentă a fluxurilor de numerar viitoare generate de acesta. Astfel, se estimează valoarea unei acțiuni ca valoare prezentă a tuturor fluxurilor de numerar viitoare pe care investitorul se așteaptă să le primească din deținerea acelei acțiuni. Această abordare se bazează pe o analiză a caracteristicilor companiei emitente, cum ar fi capacitatea companiei de a genera venituri și nivelul de risc asociat mediului de afaceri al companiei. Rata de actualizare va fi o funcție a riscului fluxurilor de numerar estimate, cu rate mai mari pentru cele mai riscante active și rate mai reduse pe măsură ce gradul de risc asociat investiției este mai scăzut.

Pentru a înțelege mai bine modul în care compania își desfășoară activitatea și evoluția acesteia, au fost analizate datele istorice, necesare pentru formularea presupunerilor și realizarea estimărilor. Aceste date sunt prezentate în tabelele următoare.

Figura 11: Situația consolidată a contului de profit și pierdere

mii RON	2017	2018	2019	2020
Vanzari in restaurante	573.175	771.197	954.728	710.797
Alte venituri legate de restaurante*	-	-	-	726
Cheltuieli in restaurante				
Depreciere, amortizare si pierderi din depreciere	13.942	20.458	71.917	85.884
Cheltuieli cu alimente si materiale	206.704	275.497	319.059	232.338
Salarii si beneficii ale angajatilor	109.858	161.874	215.739	150.124
Chirii	41.615	54.372	22.480	5.293
Redevente	33.885	45.532	56.029	41.274
Publicitate	30.231	41.059	49.359	33.033
Alte cheltuieli de exploatare, net	44.412	69.227	93.750	109.479
Profit din exploatare in restaurante	92.528	103.178	126.395	54.098
Cheltuieli generale si administrative, net	55.925	73.048	50.023	51.140
Profit din exploatare	36.603	30.130	76.372	2.958
Costuri financiare	2.108	3.102	17.538	17.314
Venituri financiare	166	108	166	237
Profit/(Pierdere) inainte de impozitare	34.661	27.136	59.000	(14.118)
Cheltuiala/(venit) cu impozitul pe profit	3.233	2.874	3.538	-6.380
Profitul/(Pierderea) perioadei	31.428	24.262	55.462	(9.610)

Sursa: Situațiile financiare ale companiei, BRK

Figura 12: Situația consolidată a poziției financiare

mii RON	2017	2018	2019	2020
Numerar si depozite pe termen scurt	52.655	90.665	57.272	121.909
Active deținute în vederea vânzării	-	(195)	-	-
Cheltuieli inregistrate in avans	3.673	5.306	3.889	2.112
Creante comerciale si alte creante	8.454	16.444	39.289	18.361
Stocuri	8.509	10.564	11.632	11.099
Active circulante	73.291	122.979	112.082	153.481
Creante privind impozitul amanat	2.144	3.682	6.360	13.629
Depozite pentru garantii aferente chiriilor	1.288	5.219	8.416	7.017
Creante comerciale si alte creante				402
Imobilizari necorporale	67.471	62.150	64.835	61.173
Drepturi de utilizare a activelor			229.121	230.454
Imobilizari corporale	105.220	158.122	199.415	201.118
Active imobilizate	176.123	229.173	508.147	513.794
Total active	249.609	352.152	620.229	667.275
Capitaluri proprii si datorii				
Provizioane	-	11.463	1.120	-
Datorii din leasing			45.139	47.850
Credite si imprumuturi purtatoare de dobanzi	25.192	37.669	34.427	66.350
Datorii comerciale si alte datorii	77.682	82.658	101.696	118.505
Datorii curente	102.874	131.790	182.381	232.704
Datorii comerciale si alte datorii	2.671	4.749	-	1.567
Datorii privind planul de beneficii determinate pentru angajati	-	-	1.906	3.141
Datorii din leasing	-	-	190.073	196.883
Credite si imprumuturi purtatoare de dobanzi	39.520	86.787	73.617	83.859
Datorii pe termen lung	42.191	91.536	265.596	285.450
Total datorii	145.064	223.326	447.978	518.154
Capital propriu				
Capital emis	581.990	581.990	581.990	581.990
Prime de capital	(520.578)	(520.578)	(519.998)	(519.998)
Alte rezerve			(1.178)	(917)
Rezultat reportat	43.191	67.248	111.402	88.033
Rezerva pentru conversii valutare	(78)	20	(166)	(240)
Capital propriu atribuibil detinatorilor de capital ai entitatii-mama	104.525	128.680	172.050	148.868
Interese care nu controleaza	19	146	201	253
Total capital propriu	104.544	128.826	172.251	149.121
Total capital propriu si datorii	249.609	352.152	620.229	667.275

Sursa: Situațiile financiare ale companiei, BRK

Sphera Franchise Group (SFG RO)

Buy

Price with wings; BUY

Target price (Return %):	RON 20.52 (28,63%)
Last price:	RON 15.95
Market Cap. (m):	RON 618.8
Avg. Daily Turnover (RON/EUR)	0.5 m/0.10 m

- We initiate coverage with a BUY and a DCF-derived target price of 20.52 RON/share, 28% upside.

- The estimated increase in turnover for 2021 and 2022 is correlated with the number of restaurants that the group plans to open during this period. The group planned to open 10 new KFC restaurants in Romania in 2020-2021, of which four restaurants were already inaugurated. The target for 2022 implies opening nine new restaurants, and six in 2023. Sphera also agreed on a minimum number of Pizza Hut restaurants to be opened in 2021-2023: three new restaurants in 2021; three in 2022 and four in 2023.

- We consider the decrease in sales from 2020 could be followed by a 30.9% increase in turnover in 2021. We also estimate a 13.7% increase in operating income for 2022. In terms of profit, Sphera is expected to gradually recover, with a 4.2% EBIT margin in 2021 and a 6.1% EBIT margin in 2022, along with an EBITDA margin of 15.2% in 2021 and 16,5% in 2022.

- Sphera Franchise Group trades at an EV/EBITDA multiple below the median of its limited-service restaurants peers, respectively 8.3x compared to 10.4x. At the industry level, the EV/EBITDA multiple is 24.6x, taking into account all the types of restaurants in the emerging markets (EM). Comparable companies in the Central and Eastern European region have higher EBITDA margins than Sphera Franchise Group for the last 12 months (LTM). The average EBITDA margin for the restaurant industry in emerging markets is 13.8%, being very close to the EBITDA margin of the Sphera group, 13.4%.

- **Potential risks to our recommendation:** A new wave of COVID-19, that could lead to a temporary closure of restaurants, and the gradual closure of borders or mobility restrictions of vehicles or people in/to certain areas, including countries of activity. Thus, we cannot exclude the risk of supply deficits or supply chain disruptions. Also, a change in consumer preferences could lead consumers to avoid fast food and pizza and buy foods perceived to be healthier.

Share Data

52-week price low/high	11.3 – 19.4
Dividend per share 2020 (RON)	0.9021
Shares outstanding (m)	38.799

Shareholders (%)

Tatika Investments LTD	28,23 %
Computerland Romania S.R.L.	20,53 %
Wellkept Group S.A.	16,34 %
Others (free float)	34,89 %

Share Performance (%)

	YTD	1w	1m	6m	12m
Variation	8,5	1,59	-10,39	1,59	24,12
Relative to BET	-20,3	0,1	-13,1	-9,9	-16,2

SFG RO – share price evolution



Source: BVB, 30.09.2021

Note:

This page translated into English is only an abbreviated version of the original report written in Romanian and it is for information purposes only. We advise readers to refer to the original report in Romanian to find out more details

Key indicators	Dec-18	Dec-19	Dec-20	Dec-21E	Dec-22E
Revenues (mil. RON)	771.197	954.728	711.523	931.059	1.058.638
Growth (%)	34,5%	23,8%	-25,5%	30,9%	13,7%
EBITDA	59.949	155.025	98.230	141.409	174.777
EBITDA margin (%)	7,8%	16,2%	13,8%	15,2%	16,5%
EBIT	30.130	76.372	2.958	39.121	64.410
EBIT margin (%)	3,9%	8,0%	0,4%	4,2%	6,1%

Source: BRK, Company

Denegarea responsabilitatii legale

Sistem de recomandari:

- Cumparare:** Este estimat ca instrumentul financiar va genera un randament mai mare de 15% in urmatoarele 12 luni, conform cu pretul tinta
- Mentinere:** Este estimat ca instrumentul financiar va genera un randament intre -15% si 15% in urmatoarele 12 luni, conform cu pretul tinta
- Vanzare:** Este estimat ca instrumentul financiar va genera un randament negativ de peste -15% in urmatoarele 12 luni, conform cu pretul tinta
- Restrictionat:** Divulgarea de estimari financiare, pret tinta sau rating pentru un instrument financiar este temporar restrictionata pe motive de conformitate (ex: conflict de interese)
- Acoperire in tranzitie:** Datorita schimbarilor in echipa de analiza, furnizarea de estimari financiare, pret tinta sau rating pentru un instrument financiar sunt suspendate temporar.

Acest document nu poate fi copiat, reprodus, distribuit sau publicat, in totalitate sau in parte, fara autorizarea prealabila a BRK Financial Group.

Acest document a fost intocmit de catre SSIF BRK Financial Group S.A., exclusiv pentru informarea destinatarilor sai. Acest material are doar un scop informativ si nu reprezinta o recomandare de a achizitiona, detine sau vinde produsul financiar descris aici. Toate informatiile continute in acest document au fost compilate din surse considerate a fi de incredere in momentul in care au fost obtinute. Cu toate acestea, datele, informatiile si/sau comentariile prezentate aici sunt pur orientative si pot fi incomplete. Orice investitor ar trebui sa revizuiasca documentatia completa care reglementeaza problema acestui produs financiar. Tranzactionarea unor astfel de produse financiare poate implica un grad ridicat de risc, incluzand dar fara a se limita la riscul unor evolutii negative sau neprevazute ale pietei, fluctuatiile cursurilor de schimb valutare, riscul de contrapartida, riscul de faliment al emitentului si riscul de lichiditate, fiecare dintre care ar putea avea un impact negativ asupra valorii, pretului sau veniturilor generate de produsul financiar descris in acest document.

Inainte de a face un angajament pentru a achizitiona acest produs financiar, beneficiarii acestui document ar trebui sa analizeze cu atentie oportunitatea tranzactiei la circumstantele lor specifice si sa revizuiasca in mod independent (impreuna cu consilierii lor profesionali daca e cazul) riscurile financiare specifice, precum si cele de natura juridica si fiscala ale unei astfel de investitii. SSIF BRK Financial Group S.A. a emis acest raport doar in scop informativ. Acest raport nu a fost conceput si nu trebuie interpretat ca o oferta sau o solicitare a unei oferte pentru a cumpara sau vinde valorile mobiliare mentionate in prezentul document sau orice alte instrumente financiare conexe.

Acest raport nu intentioneaza sa fie cuprinzator sau sa contina toate informatiile de care poate avea nevoie un potential investitor pentru a lua o decizie de investitie. Beneficiarul acestui raport ia propriile sale evaluari si decizii independente cu privire la orice titluri sau instrumente financiare la care se face referire. Orice investitie discutata sau recomandata in acest raport poate fi improprie pentru un investitor in functie de obiectivele specifice de investitie si de pozitia financiara a acestuia. Materialele din acest raport sunt informatii generale pentru destinatari care inteleg si isi asuma riscurile investitiilor in instrumente financiare.

Acest raport nu ia in considerare daca o investitie sau un curs de actiune si riscurile asociate sunt adecvate destinatarului. Prin urmare, recomandarile continute in acest raport nu trebuie sa fie invocate ca sfaturi de investitii bazate pe circumstantele personale ale beneficiarului. Investitorii vor trebui sa isi faca propria evaluare independenta a informatiilor continute in acest document, sa ia in considerare propriul obiectiv de investitii, situatia financiara si nevoile speciale si sa caute sfaturi proprii financiare, de afaceri, juridice, fiscale si de alta natura in ceea ce priveste oportunitatea investitiilor in titluri sau strategii de investitii discutate sau sugerate in acest raport.

Toate informatiile continute in acest raport se bazeaza pe informatii publice si au fost obtinute din surse pe care SSIF BRK Financial Group S.A. le-a considerat corecte la momentul emiterii acestui raport. Totusi, astfel de surse nu au fost verificate in mod independent de catre SSIF BRK Financial Group S.A. si acest raport nu intentioneaza sa contina toate informatiile pe care un investitor potential le-ar putea solicita. SSIF BRK Financial Group S.A. nu are nici o obligatie de a actualiza sau de a pastra informatiile si opiniile exprimate aici sau de a oferi cititorului acestui raport acces la orice alte informatii suplimentare. In consecinta, SSIF BRK Financial Group S.A. nu garanteaza, reprezinta sau adevereste, in mod expres sau implicit, in ceea ce priveste adecvarea, exactitatea, corectitudinea informatiilor continute in acest raport. SSIF BRK Financial Group S.A. nu accepta nici o raspundere pentru pierderi directe, indirecte, pierderi de profit si/sau daune care ar putea rezulta din folosirea acestui raport. Orice astfel de responsabilitate sau raspundere este in mod expres exclusa. Desi s-au depus toate eforturile pentru a se asigura ca declaratiile de fapt realizate in acest raport sunt corecte, toate estimarile, proiectiile, prognozele, expresiile de opinie si alte judecati subiective continute in acest raport se bazeaza pe presupuneri considerate rezonabile si nu trebuie sa fie interpretate ca o reprezentare ca sugestiile la care se face referire vor avea loc.

Acest raport poate contine declaratii prospective, care sunt adesea, dar nu intotdeauna, identificate prin utilizarea unor cuvinte precum „crede”, „estimeaza”, „intentioneaza” si „asteapta” si declaratii ca un eveniment sau rezultat „poate”, „va” sau „s-ar putea” sa apara sau sa fie realizate si alte astfel de expresii similare. Aceste declaratii prospective se bazeaza pe presupuneri facute si informatii disponibile in prezent pentru SSIF BRK Financial Group S.A. si sunt supuse riscurilor, incertitudinilor si altor factori cunoscuti si necunoscuti care pot afecta rezultatele,

performanta sau realizarile reale sa fie semnificativ diferite de orice rezultat viitor, performanta sau realizare, exprimata sau implicata de astfel de declaratii prospective. Ar trebui sa se acorde precautie cu privire la aceste declaratii, iar destinatarii acestui raport nu trebuie sa depinda de o dependenta excesiva de declaratii prospective. SSIF BRK Financial Group S.A. declina in mod expres orice obligatie de actualizare sau revizuire a oricaror declaratii prospective, ca urmare a unor noi informatii, evenimente viitoare sau circumstante dupa data acestei publicatii, pentru a reflecta aparitia unor evenimente neanticipate.

Acest raport poate contine informatii obtinute de la terti. Furnizorii de continut terti nu garanteaza acuratetea, completitudinea, actualitatea sau disponibilitatea oricaror informatii si nu sunt responsabili pentru erori sau omisiuni (neglijente sau de altfel), indiferent de cauza sau pentru rezultatele obtinute in urma utilizarii unui astfel de continut. Furnizorii de continut terti nu ofera nici o garantie expresa sau implicita, incluzand, dar fara a se limita la, orice garantii de comerciabilitate pentru un anumit scop sau utilizare. Furnizorii de continut terti nu sunt raspunzatori pentru daune, cheltuieli, taxe legale sau pierderi directe (indirecte, exemplare, compensatorii, punitive, speciale sau consecutive) in legatura cu orice utilizare a continutului lor.

Analistii de cercetare responsabili de producerea acestui raport certifica prin prezenta ca opiniile exprimate aici reflecta in mod exact si exclusiv opiniile personale despre oricare si toti emitentii sau titlurile analizate in acest raport, iar raportul nu reprezinta cercetare pentru investitii independenta si nu face obiectul vreunei interdictii privind difuzarea cercetarii pentru investitii.

Certificarea analistului

Analistul/analistii care au pregatit acest raport si persoanele in legatura cu acesta/acestia, prin prezenta certifica ca:

1. nu au nici un interes financiar in actiunile, sau alte produse de pe piata de capital, care ar include compania/companiile mentionate in prezentul raport, cu exceptia:

Analist	Companie
-	-

2. nicio parte a compensatiei analistului/analistilor care au pregatit acest raport nu este sau va fi direct sau indirect legata de recomandarile sau opiniile specifice exprimate in acest raport.

Raportari BRK Financial Group:

Societate	Simbol	Se aplica nota explicativa nr.
Sphera Franchise Group	SFG	7, 10, 11

BRK Financial Group SA este furnizor de lichiditate in ceea ce priveste produsele structurate emise de aceasta.

Note explicative

1. BRK Financial Group SA detine o pozitie lunga sau scurta neta peste pragul de 5% din capitalul social total al emitentului.
2. BRK Financial Group SA actioneaza ca formator de piata sau furnizor de lichiditate in ceea ce priveste instrumentele financiare ale emitentului.
3. Emitentul este actionar semnificativ al BRK Financial Group SA (detine mai mult de 10% din capitalul social).
4. Emitentul este actionar al BRK Financial Group SA (detine o participatie mai mare de 5% din capitalul sau social emis total).
5. Emitentul este in prezent sau a fost in ultimele 12 luni client BRK Financial Group SA pentru furnizarea unor servicii de investitii financiare.
6. In ultimele 12 luni, BRK Financial Group SA a fost coordonator/coordonator asociat al oricarei oferte publice de instrumente financiare a emitentului.
7. In ultimele 12 luni, BRK Financial Group SA a fost remunerat pentru servicii de investitii financiare prestate emitentului.
8. Un administrator, Director executiv sau agent BRK Financial Group SA este administrator, Director executiv, consultant sau membru al Consiliului de Administratie al acestui emitent.
9. BRK Financial Group este actionar semnificativ al emitentului (detine cel putin 10% din capitalul social).
10. Persoanele implicate in elaborarea prezentului raport nu detin actiuni in cazul emitentului.
11. BRK Financial Group este market maker.

Investment Research Disclaimer

Buy:	Share price may exceed 15% over the next 12 months
Neutral:	Share price may fall within the range of +/- 15% over the next 12 months
Sell:	Share price may fall by more than 15% over the next 12 months
Restricted:	Sharing of financial forecasts, target price or recommendation for a financial instrument is temporary restricted based on compliance (ex: conflicts of interest)
Not Rated:	Due to changes in the equity research team, sharing of financial forecasts, target price or recommendation for a financial instrument is temporary suspended.

This document may not be copied, reproduced, distributed or published, in whole or in part, without the prior authorization of BRK Financial Group.

This document was issued by the equity research department of BRK Financial Group, only for information purposes. This material is intended for information and it does not represent a recommendation to acquire, hold or sell the financial product described. All information contained in this document was compiled from sources deemed reliable in the moment they were acquired. Regardless, the data, information and/or comments presented here are just indicative and may be incomplete. Any investor should double check the complete description which labels this financial product. Transacting such financial products is considered high risk actions, including but not limited to the risk of adverse or unforeseen market developments, exchange rate fluctuations, counterparty risk, issuer bankruptcy and liquidity risk, each of which could have a negative impact on its value, price or income generated by the financial product described in this document.

Before making a commitment to purchase this financial product, the beneficiaries of this document should carefully consider the appropriateness of the transaction in their specific circumstances and independently review (together with their professional advisors if necessary) the specific financial risks, as well as those of a legal and fiscal nature of such an investment. BRK Financial Group has issued this report for information purposes only. This report is not intended, and should not under any circumstances be construed as, an offer or a solicitation of an offer to buy or sell the securities referred to herein or any related financial instruments.

This report is not intended to be comprehensive or contain all the information that a potential investor may need to make an investment decision. The beneficiary of this report shall make his or her own independent evaluations and decisions regarding any securities or financial instruments referred to. Any investment discussed or recommended in this report may be inappropriate for an investor depending on their specific investment objectives and financial position. The materials in this report are general information for recipients who understand and assume the risks of investing in financial instruments.

This report shall not consider whether an investment or course of action and the associated risks are appropriate to the recipient. Therefore, the recommendations contained in this report should not be invoked as investment advice based on the personal circumstances of the beneficiary. Investors will need to make their own independent assessment of the information contained in this document, take into account their own investment objective, financial situation and special needs and seek their own financial, business, legal, tax and other advice. regarding the appropriateness of investing in securities or investment strategies discussed or suggested in this report.

All the information contained herein is based upon publicly available information and has been obtained from sources that BRK Financial Group believes to be reliable and correct at the time of issue of this report. However, such sources have not been independently verified by BRK Financial Group and this report does not purport to contain all information that a prospective investor may require. The opinions expressed herein are BRK Financial Group's present opinions only and are subject to change without prior notice. BRK Financial Group is not under any obligation to update or keep current the information and opinions expressed herein or to provide the recipient with access to any additional information. Consequently, BRK Financial Group does not guarantee, represent or warrant, expressly or impliedly, as to the adequacy, accuracy, reliability, fairness or completeness of the information and opinion contained in this report. BRK Financial Group does not accept any liability for any direct, indirect or consequential losses, loss of profits and/or damages that may arise from the use or reliance of this research report and/or further communications given in relation to this report. Any such responsibility or liability is hereby expressly disclaimed. Whilst every effort is made to ensure that statement of facts made in this report are accurate, all estimates, projections, forecasts, expressions of opinion and other subjective judgments contained in this report are based on assumptions considered to be reasonable and must not be construed as a representation that the matters referred to therein will occur.

This report may contain forward-looking statements, which are often but not always identified by the use of words such as "believe", "estimate", "intend" and "expect" and statements that an event or result "may", "will" or other such expressions may "appear" or be made. These forward-looking statements are based on assumptions made and information currently available to BRK Financial Group and are subject to risks, uncertainties and other known and unknown factors that may impact actual results, performance or achievements to be materially different from any future result, performance or achievement, expressed or implied by such forward-looking statements. Caution should be exercised in relation to these statements, and the

recipients of this report should not be dependent on an excessive reliance on forward-looking statements. BRK Financial Group expressly disclaims any obligation to update or revise any forward-looking statements, as a result of new information, future events or circumstances after the date of this publication, to reflect the occurrence of unanticipated events.

This report may contain information obtained from third parties. Third-party content providers do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of any information and are not responsible for errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause or the results obtained from the use of such content. Third party content providers make no express or implied warranties, including, but not limited to, any warranties of merchantability for any particular purpose or use. Third party content providers are not liable for damages, expenses, legal fees or direct losses (indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential) in connection with any use of their content.

The research analysts responsible for producing this report hereby certify that the views expressed herein accurately and exclusively reflect the personal views of any and all issuers or securities reviewed in this report, and that the report does not constitute an independent investment research and is not subject to any prohibition on dissemination of investment research.

Analyst Certification

The analyst(s) who prepared this report and other related persons to him/her or to them, certify that:

1. they do not have any financial interest in the securities or other capital market products of the subject companies mentioned in this report, except for:

Analyst	Company
-	-

2. no part of his or her compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this report.

Reports of BRK Financial Group:

Company	Ticker	The explanatory note applies number:
Sphera Franchise Group	SFG	7, 10, 11

BRK Financial Group SA is a provider of liquidity in respect to the structured products it issued.

Explanatory notes:

1. BRK Financial Group SA holds a net long or short position above the threshold of 5% of the issuer's total share capital.
2. BRK Financial Group SA acts as a market maker or liquidity provider for the issuer's financial instruments.
3. The issuer is a significant shareholder of BRK Financial Group SA (holds more than 10% of the share capital).
4. The issuer is a shareholder of BRK Financial Group SA (holds a stake of more than 5% of its total issued share capital).
5. The issuer is currently or has been in the last 12 months a client of BRK Financial Group SA for the provision of financial investment services.
6. For the last 12 months, BRK Financial Group SA has been the coordinator / associate coordinator of any public offering of financial instruments of the issuer.
7. In the last 12 months, BRK Financial Group SA has been remunerated for financial investment services provided to the issuer.
8. A director, executive director or agent of BRK Financial Group SA is an administrator, executive director, consultant or member of the Board of Directors of this issuer.
9. BRK Financial Group is a significant shareholder of the issuer (holds at least 10% of the share capital).
10. The authors of the investment research do not hold shares in the issuer.
11. BRK Financial Group is a market maker.