



AmRest Holdings

NEUTRALNIE

sektor / branża: Restauracje

Ticker: EAT
ISIN: NL0000474351

241,75 PLN

Profil

AmRest jest największym w Europie Środkowo-Wschodniej niezależnym operatorem restauracji pod markami KFC, Pizza Hut, Burger King i Starbucks. Ponadto Spółka jest właścicielem własnej marki La Tagliatella oraz działających na rynku chińskim restauracji Blue Frog i KABB. Spółka zarządza obecnie ponad 900 lokalizacjami w 12 krajach.

Apetyt na wzrost już zaspokojony

AmRest pozytywnie zaskoczył inwestorów informacją o akwizycji Starbucks Deutschland, a także utrzymaniem dwucyfrowego tempa poprawy wyników w 1Q'16. Jednakże wyższa kursu o prawie 13% (25 PLN) od momentu ogłoszenia przejęcia w Niemczech zdyskontowała naszym zdaniem pozytywny wpływ na wycenę Spółki. **Podtrzymujemy nasze zalecenie NEUTRALNIE, podwyższając cenę docelową z 202,79 PLN do 241,75 PLN, która jest o 3,8% wyższa od bieżącego kursu akcji AmRest.**

Dane podstawowe

Kurs (18/05/16) (PLN)	233,00
Wycena metodą DCF	257,11
Wycena porów naw cza	226,40
Cena docelow a	241,75

Informacje ogólne

Liczba akcji (mln szt.)	21,4
Kapitalizacja (mln PLN)	4 983,2
EV (mln PLN)	5 805,3

Notowania

max cena 52 tygodnie (PLN)	229,60
min cena 52 tygodnie (PLN)	140,90
Mediana obrotów (w tys. PLN)	1322,84

Struktura akcjonariatu	% akcji	% głosów
Finaccess Capital SA de CV	31,7%	31,7%
PZU OFE	13,2%	13,2%
NN OFE	12,0%	12,0%
Aviva OFE	10,0%	10,0%
Pozostali	33,2%	33,2%

Poprzednie zlecenie	Data	Wycena
NEUTRALNIE	23.11.2015	202,79 PLN
KUPUJ	20.05.2015	168,19 PLN

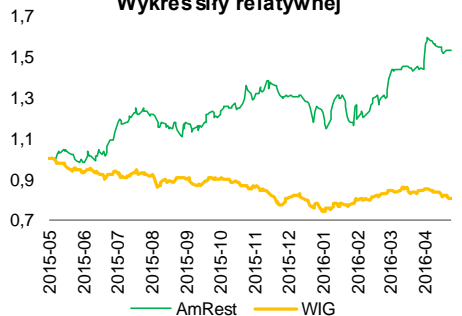
Czynniki wzrostu:

- Przejęcie Starbucks Deutschland**- Spółka za kwotę ok. 41 mln EUR nabyła 144 kawiarnie Starbucks w Niemczech, które w 2015 r. wypracowały ok. 131 mln EUR obrotu i 6 mln EUR EBITDA. Implikuje to korzystny wskaźnik ceny kupna do EBITDA na poziomie 6,8x w porównaniu do 13,0x EV/EBITDA'15 dla AmRestu. Uważamy, iż Spółka posiada lepsze niż Starbucks know-how dotyczące zarządzania restauracjami w regionie, przez co możliwy będzie wzrost rentowności niemieckiego podmiotu od 2017 r. Zarząd w horyzoncie do 8 lat planuje ekspansję do 400 lokali na rynku niemieckim. **Wg naszych założeń przejęcie zwiększa wycenę AmRestu o 12,72 PLN na akcję.** Zwracamy również uwagę na coraz silniejszą pozycję Spółki w regionie, co poprawia relację z franczyzodawcami (Yum!, Starbucks).
- Dywidzje CEE oraz Hiszpania motorem wzrostu** - w najważniejszych dla AmRestu obszarach, w dalszym ciągu obserwujemy utrzymanie się wysokiego tempa poprawy PKB, coraz lepszą sytuację na rynku pracy i wzrost wydatków konsumpcyjnych, co wspiera wyniki restauracji Spółki. Rekordowe marże wypracowywane są na rynku czeskim, pozytywny wpływ będzie miała również obniżka VAT na Węgrzech od 2017 r. Otwarcia nowych lokali w CEE i Hiszpanii będą stanowiły prawie 80% organicznego rozwoju w br..
- Osiągnięcie dodatniej rentowności przez dywidzję Nowych Rynków** - pomimo spadku sprzedaży w przeliczeniu na lokal w 1Q'16, celem Zarządu jest w 2016 r. wynik EBITDA na poziomie 10 mln PLN na Nowych Rynkach. Utrzymanie trwałej rentowności i duży potencjał rynkowy będą ważnymi czynnikami wzrostu Spółki w kolejnych latach.

Czynniki ryzyka:

- Przedłużenie słabości rynku rosyjskiego, spowolnienie w Chinach** - obecnie głównym problemem w Rosji jest niski kurs rubla, jednakże w przypadku utrzymania się kryzysu gospodarczego, Spółka posiada ograniczony potencjał do dalszej redukcji kosztów w celu utrzymania rentowności. Od 4Q'15 obserwujemy spadek przychodów na restaurację w segmencie Nowych Rynków - ewentualne silniejsze spowolnienie gospodarki chińskiej może być zagrożeniem dla planów ekspansji w tym kraju.
- Ograniczenie dyskonta względem spółek porównywalnych** - wzrost kursu Spółki o ponad 60% w okresie 12 miesięcy spowodował spadek dyskonta na wskaźniku EV/EBITDA do ok. 18%, przy obserwowanej premii na wskaźnikach EV/EBIT (ok. 27%) oraz C/Z (ok. 15%), przy czym uważamy, iż ze względu na model działalności AmRestu, czyli posiadanie własnych restauracji, najlepszym do wyceny Spółki jest mnożnik EV/EBITDA.

Wykresy relatywnej



Analitik: Michał Krajczewski

tel. (0-22) 507 52 91
e-mail: michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl

	2013	2014	2015	2016 P	2017	2018	2019
Przychody ze sprzedaży	2700,9	2952,7	3338,7	4187,9	5029,9	5595,1	6179,0
dynamika r/r	14,6%	9,3%	13,1%	25,4%	20,1%	11,2%	10,4%
Liczba restauracji	733,0	801,0	904,0	1186,0	1285,0	1383,0	1484,0
Sprzedaż na restaurację	3,88	3,85	3,92	4,01	4,07	4,19	4,31
dynamika r/r	1,1%	-0,9%	1,7%	2,3%	1,6%	3,0%	2,8%
EBITDA	274,8	356,4	436,5	548,7	646,6	735,1	818,8
dynamika r/r	-43,1%	52,5%	38,1%	25,7%	17,8%	13,7%	11,4%
marża EBITDA	10,2%	12,1%	13,1%	13,1%	12,9%	13,1%	13,3%
EBIT	17,4	109,9	195,7	263,6	318,4	380,8	437,8
dynamika r/r	-90,1%	531,0%	78,1%	34,7%	20,8%	19,6%	15,0%
marża EBIT	0,6%	3,7%	5,9%	6,3%	6,3%	6,8%	7,1%
Zysk netto	5,8	46,4	157,3	173,4	212,4	261,8	307,4
dynamika r/r	-89,1%	422,5%	208,0%	9,1%	21,7%	23,2%	17,4%
marża netto	0,2%	1,6%	4,7%	4,1%	4,2%	4,7%	5,0%
Przeplwy z działalności operacyjnej	245,9	296,2	441,8	511,7	605,7	652,8	727,7
Przeplwy z działalności inwestycyjnej	-461,9	-316,2	-335,1	-702,3	-446,5	-457,6	-484,4
Przeplwy z działalności finansowej	265,8	16,5	-44,7	110,6	-53,6	-50,6	-48,6
P/E	854,6	107,5	31,7	28,7	23,5	19,0	16,2
EV/EBITDA	21,1	16,3	13,3	10,6	9,0	7,9	7,1
dług netto/EBITDA	3,0	2,4	1,9	1,8	1,3	0,9	0,5

Źródło: Spółka, prognozy BM BGZ BNP

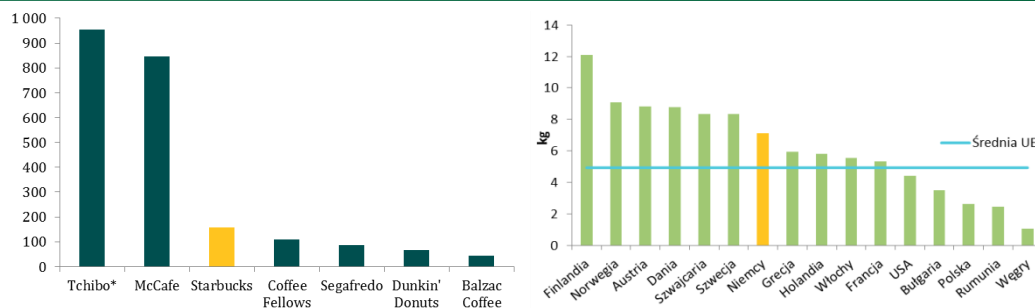


Aktualizacja prognoz

Przejęcie Starbucks Germany

W dniu 19 kwietnia br. AmRest poinformował o przejęciu 100% wkładu w Starbucks Coffee Deutschland Ltd.& Co. KG. Spodziewana cena sprzedaży to ok. 41 mln EUR (ok. 178 mln PLN). Intencją stron jest zakończenie transakcji do końca dnia 22 maja 2016 r. Równocześnie podpisane zostały 15-letnie umowy z Starbucks EMEA LTD i Starbucks Manufacturing EMEA B.V. dotyczące prawa i licencji do rozwoju, posiadania i prowadzenia kawiarni Starbucks w Niemczech. Jak podała Spółka, obecnie Starbucks Deutschland zarządza 144 restauracjami tej marki w kilkudziesięciu niemieckich miastach. Łącznie pod szyldem Starbucks działa w Niemczech 158 kawiarni (pozostałe 14 punktów zarządzanych jest przez niezależnych licencjodawców). Szacowane przychody Starbucks Deutschland w roku finansowym 2015 wyniosły łącznie ok. 131 mln EUR (ok. 564 mln PLN), a zysk na poziomie EBITDA (będący podstawą kalkulacji ceny sprzedaży) ok. 6 mln EUR (ok. 25 mln PLN).

Wyk. Konkurencja na rynku kawiarni w Niemczech (wyk. lewy) oraz spożycie kawy na osobę w 2013 r. (wyk. prawy)



Źródło: Deutscher Kaffeeverband, opracowanie BM BGŻ BNP, * sklepy Tchibo

Transakcje oceniamy pozytywnie. Po pierwsze stosunek ceny kupna do ubiegłorocznej EBITDA to 6,8x podczas gdy wskaźnik EV/EBITDA'15 dla AmRestu to ok 13,0x. Wycena transakcji jest też niższa niż przejmowanych kawiarni w Rumunii i Bułgarii (8,0x). Po drugie, Spółka zyskuje dostęp do dużego rynku niemieckiego, który będzie stanowił źródło wzrostu, jak i dywersyfikacji biznesu w kolejnych latach. Celem Zarządu jest zwiększenie liczby kawiarni w ciągu 7-8 lat do 400 lokali. Biorąc pod uwagę znaczne rozdrobnienie konkurencji oraz nieco inny profil największych graczy (Tchibo – specjalizacja w sprzedaży kawy pod własną marką, McCafe – w połączeniu z segmentem fast-food McDonald's) może to być cel realny. Konserwatywnie zakładamy jednak, iż w horyzoncie 8 lat Starbucks w Niemczech posiadać będzie 322 kawiarnie. Spółka zapowiada jednak, iż pierwsze otwarcia możliwe będą dopiero w 2017 r. – w celu pozyskiwania atrakcyjnych lokalizacji konieczne jest dokładniejsze zbadanie rynku oraz zwiększenie zatrudnienia w działach sprzedaży i zarządzania. Z uwagi na powyższe, zwiększone zostaną koszty SG&A w spółce niemieckiej. Z drugiej strony Zarząd dostrzega możliwość wprowadzenia licznych inicjatyw, które zwiększą sprzedaż (np. poprawa oferty jedzenia, szkolenia pracowników, unowocześnienie wystroju lokali). Pod koniec roku możliwe jest też zamknięcie kilku najbardziej nierentownych kawiarni. Ograniczona jest natomiast przestrzeń do obniżki kosztów wynagrodzeń i dostaw (w ostatnim czasie zmieniona już została firma logistyczna), w dłuższym terminie wraz ze zwiększaniem skali działalności możliwe do uzyskania mogą być korzystniejsze stawki czynszów.

W prognozach na 2016 r. przyjmujemy, iż spółka będzie konsolidowana od 3Q'16, a kwartalne przychody będą zbliżone do ubiegłorocznych. Z tytułu koniecznych inwestycji i kosztów integracji erozji ulegnie marża EBITDA (3,7% w 3Q'16 i 3,0% w 4Q'16 wobec ok. 4,4% w 2015 r.). Obecnie Starbucks Deutschland jest najmniej rentowny w obszarze kawiarni Starbucks w Grupie AmRest (dla porównania przejęty w ubiegłym roku Marinopoulos wypracował w 2014 r. ok. 20% marży EBITDA), uważamy jednak iż w horyzoncie do 5 lat rentowność EBITDA w Niemczech przekroczy 10%.



Tab. Prognozy wyników kwartalnych

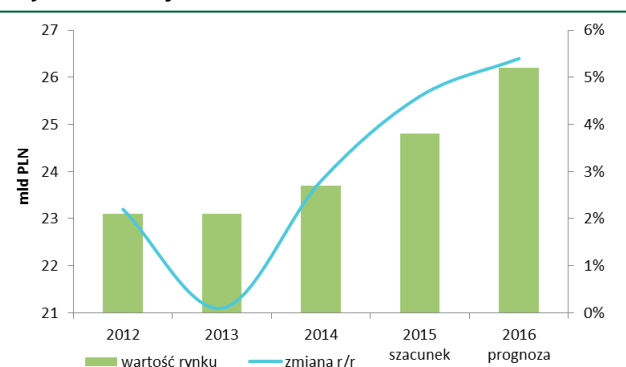
	1Q '15	2Q '15	3Q '15	4Q '15	2015	1Q '16	2Q '16 P	3Q '16 P	4Q '16P	2016P
Przychody ze sprzedaży	750,4	809,3	861,2	917,9	3 338,7	858,2	931,3	1154,9	1243,5	4 187,9
dynamika r/r	11,3%	13,4%	12,5%	14,8%	13,1%	14,4%	15,1%	34,1%	35,5%	25,4%
EBITDA	95,7	102,3	123,1	115,3	436,3	115,9	129,2	154,2	149,3	548,7
dynamika r/r	31,4%	24,3%	22,6%	14,4%	22,4%	21,2%	26,4%	25,3%	29,6%	25,8%
marża EBITDA	12,8%	12,6%	14,3%	12,6%	13,1%	13,5%	13,9%	13,4%	12,0%	13,1%
EBIT	43,7	45,3	67,9	38,9	195,7	55,2	64,7	81,5	62,3	263,6
dynamika r/r	88,0%	65,1%	35,3%	329,5%	78,1%	26,3%	42,9%	19,9%	60,1%	34,7%
marża EBIT	5,8%	5,6%	7,9%	4,2%	5,9%	6,4%	6,9%	7,1%	5,0%	6,3%
Zysk netto	26,5	26,6	65,6	38,7	157,3	38,5	42,0	54,0	38,9	173,4
dynamika r/r	219,0%	480,9%	106,2%	488,4%	239,3%	46,7%	62,4%	-17,2%	-7,2%	10,2%
marża netto	3,5%	3,3%	7,6%	4,2%	4,7%	4,5%	4,5%	4,7%	3,1%	4,1%

Źródło: Spółka, prognozy BM BGZ BNP

W drugim kwartale br. oczekujemy kontynuacji obserwowanych na początku roku trendów w wynikach AmRestu. Przyspieszenia tempa sprzedaży spodziewamy się w regionie CEE, co wynika z efektu Świąt Wielkanocnych, które w ubiegłym roku przypadły w kwietniu. Zarząd informował, iż z tytułu tego przesunięcia, Spółka zanotowała o ok. 10 mln PLN niższe przychody w Polsce. Wysoki kurs EUR/PLN oraz nowe otwarcia (+6 lokali) przyczynią się do utrzymania ponad 20% dynamiki obrotu w Hiszpanii. Ze względu na efekt kursowy (przejściowe umocnienie rubla w 2Q'15) oczekujemy spadku przychodów w ujęciu r/r w Rosji. W walucie lokalnej sprzedaż dywizji rosyjska powinna być wyższa o 12,9% r/r. W przypadku segmentu Nowych Rynków utrzymana zostanie tendencja spadku sprzedaży w przeliczeniu na restaurację, prognozujemy jednak, iż przychody wzrosną w dwucyfrowym tempie z uwagi na nowe otwarcia.

Marża EBITDA powinna wynieść w 2Q'16 13,8% (+1,2 pkt. proc.). Głównym driverem poprawy będą, zyskujące stałą rentowność, Nowe Rynki. Poprawę powinna zanotować również dywizja CEE, głównie za sprawą konsolidacji przejętych w ubiegłym roku kawiarniami Starbucks w Rumunii i Bułgarii. Oczekujemy podobnej marży EBITDA w dywizji Hiszpanii oraz jej umiarkowanego spadku w Rosji (-0,2 pkt. proc.) za sprawą utrzymujących się, niekorzystnych warunków ekonomicznych. Pod względem nominalnego wyniku, poprawę w naszych prognozach notuje segment Nieprzypisane – w tym miejscu włączamy do prognozy oczekiwane przez Zarząd przychody z tytułu zwrotu VAT (+5,0 mln PLN). Pozytywne tendencje w wynikach powinny przełożyć się na niewielki poziom odpisów dokonywanych w 2Q'16 – oczekujemy ich na poziomie -1,6 mln PLN (-3,8 mln PLN przed rokiem). Przy podobnym r/r saldzie z działalności finansowej (-9,5 mln PLN) oraz założeniu 24% stawki efektywnego podatku dochodowego, zysk netto za 2Q'16 powinien wynieść 55,3 mln PLN (+52,8% r/r).

Wyk. Wartość rynku HoReCa w Polsce



Źródło: PMR, opracowanie BM BGZ BNP

Zgodnie z raportem PMR, wartość polskiego rynku HoReCa w 2016 r. powinna wynieść 26,2 mld PLN (+5,4% r/r). Za spodziewaną poprawą na rynku stoi coraz lepsza sytuacja materialna konsumentów, która skłania ich do częstszego korzystania z usług gastronomicznych. Warto zwrócić przy tym uwagę, iż zgodnie z danymi Eurostatu Polacy przeznaczają 3,2% budżetów domowych na usługi hotelowe i restauracyjne w porównaniu do 8,4% dla

Czechów albo 5,3% dla Niemców. Dodatkowym impulsem wpływającym w br. na rynek będzie rządowy program 500+. Zgodnie z założeniami PMR, przyjmując utrzymanie dotychczasowej struktury wydatków gospodarstw domowych, dodatkowe wpływy dla sektora HoReCa można szacować na przynajmniej 500 mln PLN. Uwzględniając powyższe czynniki, prognozujemy umiarkowany wzrost przychodów w przeliczeniu na restauracje w Polsce (+1,5% r/r). Mniejsza od rynku dynamika wynika z koncentracji Spółki na rozwoju mniejszych formatów lokali (np. Pizza Hut Express), które cechują się niższym poziomem obrotów. Uwzględniając 36 nowych otwarć,



oczekujemy osiągnięcia 1 477 mln PLN przychodów w naszym kraju (+11,0% r/r). Zarząd oczekuje utrzymania się pozytywnych tendencji makroekonomicznych w Czechach, co naszym zdaniem przełoży się na dwucyfrowe tempo poprawy przychodów Spółki u naszego południowego sąsiada. Głównym motorem napędowym wzrostu sprzedaży i wyników w segmencie pozostałych państw CEE będą Węgry, gdzie zniesiono zakaz handlu w niedzielę oraz Rumunia (dalszy rozwój Starbucksa). Pierwsza kawiarnia wspomnianej marki uruchomiona zostanie również na Słowacji w połowie roku. Łącznie oczekujemy, iż AmRest otworzy w obszarze CEE 80 nowych lokali i osiągnie 2 330 mln PLN (+17,2% r/r) sprzedaży. Pozytywnych tendencji spodziewamy się również w obszarze rentowności – o ile marża EBITDA w Polsce powinna pozostać bez zmian r/r, efekt skali oraz niższe ceny dostaw żywności pozytywnie wpłyną na wyniki w Czechach. Efekt konsolidacji kawiarni Starbucks w 1H'16 przełoży się na lepszą rentowność w segmencie pozostałych państw CEE. W rezultacie EBITDA w opisywanej dywizji powinna sięgnąć 351,3 mln PLN (+20,6% r/r).

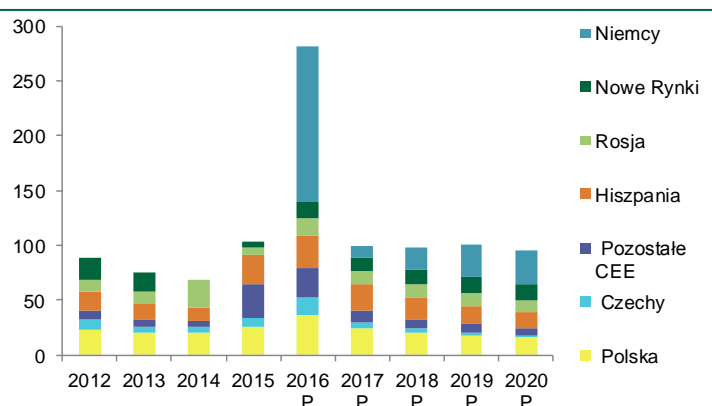
Kontynuacja odbicia gospodarczego przekłada się zdaniem Zarządu AmRest na bardzo dobrą sytuację w segmencie restauracji casual dining w Hiszpanii. Z tego tytułu przyspieszą otwarcia marki LaTagliatella, co wsparte będzie obserwowanym już obecnie, rosnącym zainteresowaniem ze strony potencjalnych franczyzobiorców. Ze względu na znaczną konkurencję ze strony McDonald i Burger King (np. liczne promocje) wolniejszy wzrost sprzedaży lfl będzie miał miejsce w KFC, przy czym marka ta będzie miała mniej otwarć (ok. 7) względem LaTagliatella (ok. 23). Oczekujemy, iż przychody dywizji hiszpańskiej wyniosą 845,6 mln PLN (+20,0% r/r). Większa liczba otwarć bardziej marżowych lokali LaTagliatella przełoży się na odbicie marży EBITDA w 2H'16 (+0,3 pkt. proc.), przy czym w przekroju całego 2016 r. będzie ona stabilna ze względu na jej spadek w 1Q'16 (-0,6 pkt. proc.).

W Rosji Spółka planuje przyspieszenie tempa otwarć (przyjmujemy +16 wobec +7 w ubiegłym roku). Z uwagi na kryzys możliwe jest znalezienie coraz bardziej atrakcyjnych lokalizacji, przy niższych stawkach czynszu. Niewykluczone jest także dokonanie przejęć, jednakże wyłącznie przy niskim poziomie wyceny. W scenariuszu wyraźniejszego umocnienia rubla Zarząd jest gotowy przyspieszyć ekspansję na rynku rosyjskim. Przy utrzymaniu obecnego poziomu kursu RUB/PLN (0,06), spodziewamy się wypracowania 427,7 mln PLN przychodów (+6,2%) oraz 9,4% marży EBITDA (-0,6 pkt. proc.). Z drugiej strony dalsze pogorszenie się warunków makroekonomicznych wpłynęłoby za znacznie silniejszą erozję rentowności z uwagi na ograniczone pole do dalszych oszczędności, po tym jak Spółka zmniejszyła koszty w 2015 r.

Głównym celem Zarządu dla dywizji Nowych Rynków jest osiągnięcie wyniku EBITDA na poziomie 10 mln PLN. W komentarzu Spółki po wynikach za 1Q'16 poinformowano, iż rezultat ten nie jest zagrożony, pomimo obserwowanego w wspomnianym okresie spadku sprzedaży w przeliczeniu na restaurację. Zgodnie z planami AmRestu, prognozujemy otwarcie 15 nowych lokali. Przełoży się to naszym zdaniem na 296,7 mln PLN przychodów (+21,9% r/r), a Spółka zrealizuje swój cel i uzyska 9,5 mln PLN EBITDA.

Pomijając dodatni wpływ zwrotu VAT w 2Q'16 (+5,0 mln PLN), wynik segmentu Nieprzypisane będzie podobny r/r ze względu na koszty związane z przejściem Starbucks Deutschland.

Wyk. Zmiana liczby restauracji AmRest w kolejnych latach



Źródło: Spółka, prognozy BM BGŻ BNP



Tab. Prognozy wyników w poszczególnych segmentach

		1Q '15	2Q '15	3Q '15	4Q '15	2015	1Q '16	2Q '16 P	3Q '16 P	4Q '16P	2016P
CEE	Przychody ze sprzedaży	446,2	466,6	516,8	558,3	1 987,8	513,5	555,7	599,5	661,6	2 330,3
	dynamika r/r	13,9%	11,9%	15,3%	18,6%	15,1%	15,1%	19,1%	16,0%	18,5%	17,2%
	EBITDA	61,7	66,4	77,5	85,8	291,3	76,0	81,5	91,1	102,7	351,3
	dynamika r/r marża EBITDA	23,1%	20,6%	20,3%	38,0%	25,7%	23,3%	22,8%	17,5%	19,7%	20,6%
Hiszpania	Przychody ze sprzedaży	162,9	161,9	182,2	197,4	704,4	197,0	196,7	219,2	232,7	845,6
	dynamika r/r	11,7%	10,8%	14,1%	16,1%	13,3%	20,9%	21,5%	20,3%	17,9%	20,0%
	EBITDA	33,3	33,0	39,4	40,6	146,4	39,0	40,0	47,9	48,6	175,5
	dynamika r/r marża EBITDA	17,7%	10,5%	14,7%	6,0%	11,8%	17,3%	21,0%	21,6%	19,6%	19,9%
Rosja	Przychody ze sprzedaży	87,5	116,0	98,2	101,1	402,8	89,1	104,7	112,7	121,2	427,7
	dynamika r/r	-7,7%	11,2%	-9,5%	-2,0%	-2,0%	1,9%	-9,8%	14,7%	19,9%	6,2%
	EBITDA	9,0	15,4	9,5	6,5	40,5	8,0	13,7	10,6	7,8	40,1
	dynamika r/r marża EBITDA	-7,2%	11,3%	-7,6%	-30,4%	-6,4%	-11,4%	-11,0%	11,3%	20,4%	-0,8%
Nowe Rynki	Przychody ze sprzedaży	53,8	64,8	64,0	61,1	243,7	58,6	74,2	81,2	83,0	296,9
	dynamika r/r	28,5%	40,5%	30,8%	9,9%	26,6%	9,0%	14,5%	26,8%	35,7%	21,9%
	EBITDA	-3,4	2,4	1,2	-1,8	-1,6	-1,6	4,8	4,0	2,3	9,5
	dynamika r/r marża EBITDA	-70,5%	-118,0%	-126,8%	-36,1%	-95,0%	-53,6%	97,2%	233,2%	-228,5%	-680,7%
Niemcy*	Przychody ze sprzedaży					564,0			142,3	145,0	287,3
	dynamika r/r										
	EBITDA					25,0			5,2	4,4	9,6
	dynamika r/r marża EBITDA					4,4%			3,7%	3,0%	3,3%
Nieprzypisane	EBITDA	-4,9	-15,0	-4,4	-15,9	-40,2	-5,6	-10,8	-4,5	-16,5	-37,4
	dynamika r/r	34,1%	411,2%	7,4%	152,4%	128,0%	13,9%	-28,3%	2,0%	4,0%	-7,1%

Źródło: Spółka, prognozy BM BGŻ BNP, *zakładamy konsolidację Starbucks Deutschland od 3Q'16

Tab. Zmiana prognoz BM BGŻ BNP

	2016P			2017P			2018P		
	Poprzednie	Aktualne	zmiana	Poprzednie	Aktualne	zmiana	Poprzednie	Aktualne	zmiana
Przychody ze sprzedaży	3801,8	4187,9	10,2%	4 270,6	5 029,9	17,8%	4 722,0	5 595,1	18,5%
dynamika r/r	14,2%	25,4%		12,3%	20,1%		10,6%	11,2%	
EBITDA	523,9	548,7	4,7%	590,2	646,6	9,6%	651,9	735,1	12,8%
dynamika r/r	16,5%	25,7%		12,7%	17,8%		10,5%	13,7%	
marża EBITDA	13,8%	13,10%	-0,68%	13,8%	12,86%	-0,97%	13,8%	13,14%	-0,67%
EBIT	243,4	263,6	8,3%	285,6	318,4	11,5%	322,8	380,8	18,0%
dynamika r/r	17,6%	34,7%		17,3%	20,8%		13,0%	19,6%	
marża EBIT	6,4%	6,29%	-0,11%	6,7%	6,33%	-0,36%	6,8%	6,81%	-0,03%
Zysk netto	155,3	173,4	11,6%	188,2	212,4	12,9%	218,7	261,8	19,7%
dynamika r/r	1,5%	9,1%		21,2%	22,5%		16,2%	23,2%	
marża netto	4,1%	4,14%	0,05%	4,4%	4,22%	-0,18%	4,6%	4,68%	0,05%

Źródło: BM BGŻ BNP

Podniesienie prognoz w kolejnych latach wynika głównie z konsolidacji niemieckich kawiarni Starbucks. Równocześnie obniżą one rentowność w ujęciu procentowym na poziomie EBITDA i EBIT – nie przyjmujemy zmian marżowości netto ze względu na brak zadłużenia spółki, zakładając brak wpływu na efektywną stopę podatkową. W 2017 r. Starbucks Deutschland powinien wypracować ok. 35,6 mln PLN EBITDA, a w 2018 r. ok. 56,5 mln PLN EBITDA z marżami w wysokości 5,6% oraz 7,6%. Podwyższamy także prognozy dotyczące dywizji CEE z uwagi na lepsze od oczekiwań wyniki w Czechach oraz spodziewaną na Węgrzech redukcję podatku VAT na sprzedawaną w restauracjach żywność z 27% w 2016 r. do 18% w 2017 r. i 5% w 2018 r. Nieco większe tempo otwarć oznacza wyższe wyniki w dywizji Hiszpanii. Wyższa od naszych prognoz rentowność segmentu Nowe Rynki jest również źródłem rewizji naszych estymacji. Obniżamy natomiast prognozy dotyczące rynku rosyjskiego po gorszych wynikach za 2015 r. i braku poprawy sytuacji makroekonomicznej.



Wycena

Wycenę Spółki sporządzono za pomocą:

- metody opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych (Free Cash Flow to Firm) FCFF;
- metody porównawczej.

Metoda oparta na zdyskontowanych przepływach pieniężnych jest jedną z najbardziej popularnych metod wyceny przedsiębiorstw. Według metody opartej na przepływach pieniężnych, wartość Spółki jest równa sumie (zdyskontowanych odpowiednim ważonym kosztem kapitału) przepływów pieniężnych, pomniejszonej o wartość długu netto.

Wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych zostały sporządzone przy zachowaniu następujących założeń:

- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, która wynosi 3,0%, premię za ryzyko rynkowe przyjmujemy na poziomie 5,5%;
- nominalny koszt kapitału obcego przyjmujemy na poziomie 5%;
- współczynnik beta przyjęliśmy na podstawie relewarowanej bety (czyli uwzględniającej stosunek zadłużenia do wartości kapitałów własnych) przy wskaźniku wyjściowym równym 1;
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy zakładamy w wysokości 2% w skali roku;
- efektywną stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 24%;
- szacunek nakładów inwestycyjnych w okresie prognozy został oparty o plany inwestycyjne Spółki, zakładamy konsolidację Starbucks Deutschland od początku 3Q'16;
- nie zakładamy emisji nowych akcji;
- wartość kapitału własnego w estymacji WACC jest wartością rynkową (szacowaną w wycenie DCF);
- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 18.05.2016 r.

Metoda porównawcza z kolei przedstawia spółkę na tle popularnych mnożników wyznaczonych dla spółek grupy porównawczej. Wartość spółki szacowaliśmy na podstawie popularnych wskaźników P/E (stosunek ceny akcji do zysku spółki na jedną akcję), EV/EBIT (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych dla akcjonariuszy większościowych, długu netto oraz udziałów mniejszościowych spółki do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem) oraz EV/EBITDA (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych, długu netto spółki oraz udziałów mniejszościowych do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem powiększonego o amortyzację). Do wyceny porównawczej wykorzystaliśmy wskaźniki oparte na ubiegłorocznych wynikach oraz konsensusie analityków dla spółek zagranicznych o podobnym profilu działalności.

Ostateczną cenę otrzymaliśmy, obliczając średnią z dwóch wartości – wyceny metodą FCFF oraz metodą porównawczą, przy zachowaniu równych wag dla każdej z nich. Wyznaczona w ten sposób wartość jednej akcji AmRest Holdings jest wyższa od obecnej wartości rynkowej. Ostatecznie utrzymujemy zalecenie NEUTRALNIE dla akcji Spółki z ceną docelową 241,75 PLN.

Tab. Podsumowanie wycen

	wycena 1 akcji	
metoda DCF	257,11	50%
metoda porównawcza	226,40	50%
wycena Amrest	241,75	
obecna cena akcji	233,00	
potencjał wzrostu (%)	3,8%	

Źródło: BM BGŻ BNP



Wycena – DCF

Tab. Wycena metodą DCF

(mln PLN)	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Liczba restauracji	1 186	1 285	1 383	1 484	1 579	1 668	1 753	1 835	1 915	1 994
Przychody	4 187,9	5 029,9	5 595,1	6 179,0	6 730,4	7 248,0	7 746,2	8 236,1	8 729,0	9 228,8
EBIT	263,6	318,4	380,8	437,8	494,9	547,7	593,9	635,5	678,0	721,1
Efektywna stopa podatkowa	22%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%
NOPLAT	205,1	242,0	289,4	332,7	376,1	416,3	451,4	483,0	515,2	548,0
Amortyzacja	263,8	317,1	343,1	369,9	396,1	422,0	447,5	472,9	498,4	523,7
CAPEX	-702,3	-446,5	-457,6	-484,4	-482,2	-479,9	-483,6	-493,2	-506,8	-523,7
Inwestycje w kapitał obrotowy	74,5	76,1	47,9	50,4	47,2	44,4	43,3	43,1	43,3	43,9
FCFF	-158,9	188,7	222,8	268,6	337,2	402,7	458,6	505,7	550,1	591,9
Stopa wolna od ryzyka	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1
Koszt kapitału własnego	12,5%	11,8%	11,2%	10,7%	10,3%	10,0%	9,7%	9,5%	9,3%	9,2%
Koszt długu	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	3,9%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
% kapitału własnego	50,8%	55,8%	60,8%	65,5%	69,9%	73,9%	77,5%	80,6%	83,4%	86,2%
% długu	49,2%	44,2%	39,2%	34,5%	30,1%	26,1%	22,5%	19,4%	16,6%	13,8%
WACC	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Suma DFCF	1 980,8									
Wartość rezydualna (TV)	9 391,7									
Zdyskontowana TV	4 340,1									
Wartość działalności operacyjnej	6 320,9									
Dług netto	822,1									
Wartość kapitału własnego	5 498,8									
Liczba akcji (mln szt.)	21,4									
Wartość 1 akcji	257,11									

Źródło: BM BGŻ BNP

Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	7,3%	229,61	243,16	258,82	277,11	298,78
	7,8%	228,83	242,34	257,96	276,20	297,81
	8,3%	228,07	241,54	257,11	275,30	296,84
	8,8%	227,30	240,74	256,26	274,40	295,89
	9,3%	226,55	239,94	255,42	273,51	294,93

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
Beta	1,53	228,93	242,44	258,06	276,31	297,93
	1,63	228,50	241,99	257,58	275,80	297,38
	1,73	228,07	241,54	257,11	275,30	296,85
	1,83	227,64	241,09	256,63	274,80	296,31
	1,93	227,21	240,64	256,16	274,30	295,77

Źródło: BM BGŻ BNP



Wycena – metoda porównawcza

Tab. Wycena metodą porównawczą

	Kapitalizacja (EUR)	EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
		2016 P	2017 P	2018 P	2016 P	2017 P	2018 P	2016 P	2017 P	2018 P
Europa										
DO & CO AG	934,3	17,4	14,5	12,9	10,7	9,1	8,9	30,1	24,0	21,4
AUTOGRILL SPA	1 966,5	14,5	12,8	11,6	6,5	6,1	5,7	24,5	20,0	17,3
DOMINO'S PIZZA G	2 157,4	20,1	18,1	16,2	18,7	16,9	15,3	26,0	23,6	20,6
MITCHELLS & BUTL	1 459,6	9,1	8,9	8,7	6,7	6,6	6,5	7,4	7,1	6,8
ELIOR GROUP	3 223,1	13,7	12,6	11,7	9,2	8,7	8,2	18,7	16,7	15,3
RESTAURANT GROUP	808,7	8,0	7,7	8,2	5,7	5,5	5,3	10,7	10,4	10,0
MEDIANA	1 713,1	14,1	12,7	11,7	8,0	7,6	7,3	21,6	18,4	16,3
Ameryka Północna										
ALSEA SAB DE CV	2 861,6	26,0	21,2	18,1	14,5	12,4	11,0	49,3	34,5	27,1
BLOOMIN' BRANDS	1 928,4	12,6	12,2	10,6	7,3	7,1	6,6	13,7	12,0	10,5
BRINKER INTL	2 227,7	11,0	12,1	12,2	7,5	7,8	7,5	12,7	12,8	11,8
CHIPOTLE MEXICAN	11 554,2	63,3	23,8	18,5	35,4	17,5	13,5	87,8	36,8	25,2
CHEESECAKE FACTO	2 135,5	12,4	11,7	11,5	8,4	8,0	7,3	18,5	16,8	15,2
CRACKER BARREL	3 131,3	13,6	12,9	-	10,6	9,8	-	19,6	17,9	15,7
DARDEN RESTAURAN	7 182,7	12,6	11,8	11,2	8,7	8,4	8,0	18,2	16,0	14,4
STARBUCKS CORP	71 309,0	19,2	16,9	15,0	15,6	13,9	12,2	29,0	25,1	21,7
WENDYS CO/THE	2 475,2	19,5	19,4	19,0	12,7	12,9	12,1	27,3	24,8	21,3
YUM! BRANDS INC	29 266,1	16,4	15,1	13,4	12,2	11,4	11,3	22,0	19,6	17,9
DINEEQUITY INC	1 329,6	11,8	11,5	-	10,2	9,8	-	13,5	12,6	-
JACK IN THE BOX	2 149,8	14,9	13,7	13,2	10,4	10,1	10,0	20,8	18,6	17,3
MCDONALDS CORP	99 426,7	16,7	15,6	14,8	14,1	13,5	13,2	23,0	20,6	19,4
DUNKIN' BRANDS G	3 646,5	14,7	13,9	12,7	14,0	13,2	12,1	20,3	18,3	16,3
HABIT RESTAURA-A	408,8	31,7	26,1	-	14,9	12,2	10,7	56,1	47,1	38,5
PANERA BREAD-A	4 401,0	20,3	17,5	14,7	12,9	11,6	10,2	31,0	26,5	22,0
PAPA JOHN'S INTL	1 982,0	-	-	-	13,7	12,9	-	25,1	22,4	-
POPEYES LOUISIAN	1 022,3	15,9	14,0	-	13,9	12,6	-	24,1	20,4	-
RESTAURANT BRAND	16 325,3	18,1	16,6	15,4	16,1	14,9	14,1	27,9	24,0	18,7
MEDIANA	2 861,6	16,1	14,6	14,1	12,9	12,2	11,0	23,0	20,4	18,3
Azja										
CAFE DE CORAL	1 443,6	-	-	-	11,9	10,7	9,6	22,6	20,2	17,7
BERJAYA FOOD BHD	155,0	16,5	13,8	11,7	10,9	9,3	8,1	24,3	18,9	15,3
JOLLIBEE FOODS	4 786,6	31,7	26,6	23,0	20,2	17,4	15,3	37,9	32,7	28,9
JUBILANT FOODWOR	1 018,4	45,6	33,4	24,4	26,0	19,9	15,2	65,4	47,4	34,2
MEDIANA	1 231,0	31,7	26,6	23,0	16,0	14,0	12,4	31,1	26,4	23,3
Amrest	1 133,6	22,2	18,3	15,3	10,6	9,0	7,9	28,9	23,6	19,2
MEDIANA	2 157	16,4	14,0	13,2	12,2	11,4	10,2	24,1	20,2	17,8
Premia/dyskonto*		35,4%	30,7%	15,8%	-12,7%	-21,1%	-21,9%	20,2%	17,1%	7,6%
Wycena 1 akcji (PLN)	226,40									

Źródło: Bloomberg, BM BGŻ BNP, *wartość dodatnia oznacza, że spółka jest relatywnie droższa od grupy porównawczej



Czynniki ryzyka

1. Ryzyko makroekonomiczne – częstotliwość odwiedzania restauracji i wielkość wydatków zależą od zamożności i nastrojów konsumentów, która są ściśle skorelowane ze stanem gospodarki. W Polsce i Europie Środkowej obserwujemy obecnie poprawę wskaźników makroekonomicznych, a szczególnie konsumpcja gospodarstw domowych w naszym kraju notuje wzrosty. Z kryzysu wychodzi także gospodarka Hiszpanii. Spowolnienie notują Chiny, dzieje się to jednak za sprawą pogorszenia w przemyśle. Na skutek sankcji i spadków cen ropy, mamy do czynienia z silną recesją na rynku rosyjskim.
2. Ryzyko walutowe – Spółka działając na wielu rynkach geograficznych, przychody oraz koszty ponosi w walutach lokalnych. Dodatkowo opłaty związane z umowami z franczyzodawcami oraz czynsze ponoszone są w EUR lub w USD.
3. Ryzyko związane z dostawami i konsumpcją żywności – koniecznymi dla działalności Spółki są częste dostawy świeżych produktów spożywczych – problemy z ich dostawą albo gwałtowny wzrost cen może przełożyć się na obniżkę sprzedaży i marży w restauracjach. Negatywnie na wizerunek Spółki, a więc na odwiedzalność restauracji mogą wpłynąć problemy np. z nieświeżą żywnością nie tylko w placówkach AmRestu, ale także w fast-foodach innych marek.
4. Ryzyko związane z rozwojem nowych marek i otwarciem restauracji w nowych krajach – otwarcia lub przejęcia restauracji operujących na nowym obszarze geograficznym, a także rozwój nowych konceptów restauracji wiążą się z ryzykiem odmiennych preferencji konsumenckich, ryzykiem braku dobrej znajomości rynku lub ryzykiem ograniczeń prawnych wynikających z uregulowań lokalnych, co może zwiększać koszty rozwoju, obniżając wyniki Spółki.
5. Ryzyko związane z działalnością franczyzową – AmRest zarządza restauracjami KFC, Burger King i Pizza Hut jako franczyzobiorca, w związku z czym pewne decyzje ograniczone są od podpisanych z franczyzodawcą umów. Spółka nie ma także 100% pewności, iż umowy takie (zawierane przeważnie na 10 lat) zostaną przedłużone. Ponadto Spółka nie posiada wyłączności na prowadzenie lokali wymienionych marek, jednakże ze względu na dużą skalę działalności ryzyko konkurencji jest w tym przypadku ograniczone.
6. Ryzyko związane z sezonowością sprzedaży – na rynku restauracyjnym widać pewną sezonowość sprzedaży, która jest nieco niższa w pierwszej połowie roku (ok. 45% rocznych przychodów), podobnie jest w przypadku wypracowywanego wyniku EBITDA (ok. 40% w pierwszym półroczu).



Tabele i prognozy

Tab. Bilans

(mln PLN)	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
AKTYWA	2 631,4	2 621,8	2 849,1	3 241,1	3 514,3	3 798,5	4 133,9
Aktywa trwałe	2 215,6	2 220,8	2 325,4	2 763,9	2 893,3	3 007,8	3 122,4
Wartości niematerialne i prawne	519,7	528,1	574,1	574,1	574,1	574,1	574,1
Rzeczowe aktywa trwałe	1 005,7	1 016,3	1 060,0	1 498,5	1 628,0	1 742,5	1 857,0
Pozostałe	690,2	676,4	691,2	691,2	691,2	691,2	691,2
Aktywa obrotowe	415,8	401,1	523,8	477,3	621,0	790,7	1 011,5
Zapasy	47,2	51,6	64,3	75,3	90,4	100,0	110,1
Należności krótkoterminowe	83,1	66,3	92,1	114,7	137,8	153,3	169,3
Środki pieniężne	259,5	257,2	317,9	237,8	343,4	488,0	682,7
PASYWA	2 631,4	2 621,8	2 849,1	3 242,4	3 515,5	3 799,8	4 135,1
Kapitał własny	1 044,5	975,6	1 104,1	1 278,7	1 491,1	1 753,0	2 060,4
Kapitał akcyjny	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Zyski zatrzymane	252,8	304,4	464,5	639,1	851,5	1 113,3	1 420,8
Zobowiązania i rezerwy	1 586,9	1 646,2	1 745,1	1 963,7	2 024,4	2 046,8	2 074,7
Zobowiązania długoterminowe	1 086,4	1 293,0	1 179,6	1 256,0	1 195,4	1 136,8	1 079,2
<i>w tym dług odsetkowy</i>	<i>931,1</i>	<i>1 123,4</i>	<i>1 043,9</i>	<i>1 120,3</i>	<i>1 059,7</i>	<i>1 001,1</i>	<i>943,5</i>
Zobowiązania krótkoterminowe	500,5	353,2	565,4	707,7	829,0	910,0	995,5
<i>w tym dług odsetkowy</i>	<i>153,1</i>	<i>1,1</i>	<i>90,7</i>	<i>124,9</i>	<i>131,9</i>	<i>139,9</i>	<i>148,9</i>

Źródło: BM BGŻ BNP.

P - prognozy BM BGŻ BNP



Tab. Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody ogółem	2 700,9	2 952,7	3 338,7	4 187,9	5 029,9	5 595,1	6 179,0
<i>zmiana r/r</i>	14,6%	9,3%	13,1%	25,4%	20,1%	11,2%	10,4%
Koszt sprzed. produktów, towarów i materiałów	2683,5	2842,8	3143,0	3924,3	4711,5	5214,3	5741,2
EBIT	17,4	109,9	195,7	263,6	318,4	380,8	437,8
EBITDA	274,8	356,4	436,5	548,7	646,6	735,1	818,8
<i>marża operacyjna</i>	0,6%	3,7%	5,9%	6,3%	6,3%	6,8%	7,1%
Saldo z działalności finansowej	-51,2	-44,5	-34,0	-41,3	-38,8	-36,3	-33,3
Zysk (strata) brutto	29,9	65,6	162,3	222,8	279,5	344,5	404,5
<i>marża brutto</i>	1,1%	2,2%	4,9%	5,3%	5,6%	6,2%	6,5%
Podatek dochodowy	-11,1	-19,3	-4,9	-49,5	-67,1	-82,7	-97,1
Zysk (strata) netto	5,8	46,4	157,3	173,4	212,4	261,8	307,4
<i>marża netto</i>	0,2%	1,6%	4,7%	4,1%	4,2%	4,7%	5,0%

Źródło: BM BGŻ BNP.

P - prognozy BM BGŻ BNP

Tab. Rachunek przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przepływy z działalności operacyjnej	245,9	296,2	441,8	511,7	605,7	652,8	727,7
Zysk brutto	29,9	65,6	162,3	222,8	279,5	344,5	404,5
Amortyzacja	189,8	206,1	223,9	263,8	317,1	343,1	369,9
Zmiana kapitału obrotowego	18,2	21,2	78,4	74,5	76,1	47,9	50,4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-461,9	-316,2	-335,1	-702,3	-446,5	-457,6	-484,4
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	-326,7	-318,3	-276,8	-523,9	-446,5	-457,6	-484,4
Przepływy z działalności finansowej	265,8	16,5	-44,7	110,6	-53,6	-50,6	-48,6
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Splata kredytów netto	268,4	24,6	5,9	110,6	-53,6	-50,6	-48,6
Odsetki netto	-45,5	-39,4	-40,1	-33,3	-40,8	-37,3	-33,8
Zmiana stanu środków pieniężnych	49,9	-3,5	62,0	-80,1	105,5	144,6	194,7
Środki pieniężne:							
na początek okresu	207,1	259,5	257,2	317,9	237,8	343,4	488,0
na koniec okresu	259,5	257,5	317,9	237,8	343,4	488,0	682,7

Źródło: BM BGŻ BNP.

P - prognozy BM BGŻ BNP



Tab. Wskaźniki finansowe

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
EPS	0,27	2,17	7,36	8,11	9,93	12,24	14,37
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
BVPS	48,8	45,6	51,6	59,8	69,7	82,0	96,3
P/E	854,6	107,5	31,7	28,7	23,5	19,0	16,2
P/BV	4,8	5,1	4,5	3,9	3,3	2,8	2,4
P/S	1,8	1,7	1,5	1,2	1,0	0,9	0,8
P/CE	25,5	19,7	13,1	11,4	9,4	8,2	7,4
EV/EBIT	333,3	52,8	29,7	22,0	18,2	15,2	13,3
EV/EBITDA	21,1	16,3	13,3	10,6	9,0	7,9	7,1
EV/S	2,1	2,0	1,7	1,4	1,2	1,0	0,9

Źródło: BM BGŻ BNP.

P - prognozy BM BGŻ BNP

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
rentowość EBITDA	10,2%	12,1%	13,1%	13,1%	12,9%	13,1%	13,3%
rentowość EBIT	0,6%	3,7%	5,9%	6,3%	6,3%	6,8%	7,1%
rentowość netto	0,2%	1,6%	4,7%	4,1%	4,2%	4,7%	5,0%
ROA	0,2%	1,8%	5,5%	5,3%	6,0%	6,9%	7,4%
ROE	0,6%	4,8%	14,3%	13,6%	14,2%	14,9%	14,9%
dynamika przychodów	14,6%	9,3%	13,1%	25,4%	20,1%	11,2%	10,4%
dynamika EBITDA	-24,9%	29,7%	22,5%	25,7%	17,8%	13,7%	11,4%
dynamika EBIT	-90,1%	531,0%	78,1%	34,7%	20,8%	19,6%	15,0%
dynamika EPS	-94,0%	695,2%	239,3%	10,2%	22,5%	23,2%	17,4%
dług/aktywa	41,2%	42,9%	39,8%	38,4%	33,9%	30,0%	26,4%
dług/kapitał własny	103,8%	115,3%	102,8%	97,4%	79,9%	65,1%	53,0%
dług/EBITDA	3,9	3,2	2,6	2,3	1,8	1,6	1,3
EBIT/odsetki	0,3	2,2	4,5	5,9	7,3	8,9	10,4
płynność bieżąca	0,8	1,1	0,9	0,7	0,7	0,9	1,0
płynność szybka	0,7	1,0	0,8	0,6	0,6	0,8	0,9
płynność gotówkowa	0,5	0,7	0,6	0,3	0,4	0,5	0,7
rotacja zapasów (dni)	6,4	6,6	7,5	7,0	7,0	7,0	7,0
rotacja należności (dni)	11,2	8,2	10,1	10,0	10,0	10,0	10,0
rotacja zobowiązań (dni)	45,7	44,3	53,6	53,0	53,0	53,0	53,0
cykl rotacji gotówki (dni)	-28,0	-29,4	-36,1	-36,0	-36,0	-36,0	-36,0
WACC	8,8%	8,8%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
ROIC	0,8%	4,2%	7,5%	9,5%	10,2%	11,5%	12,3%
EVA (mln)	-149,9	-97,6	-15,5	28,4	48,5	85,2	113,1
FCFF (mln)	-104,6	-2,0	184,1	27,8	204,6	241,8	290,4

Źródło: BM BGŻ BNP.

P - prognozy BM BGŻ BNP



BGZ BNP PARIBAS BIURO MAKLERSKIE

ul. Żurawia 6/12, 00-503 Warszawa
tel. (22) 32 94 300, fax (22) 32 94 303
e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl
www.bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego

	telefon	adres email
Jerzy Nikorowski	22 507 52 71	jerzy.nikorowski@bgzbnpparibas.pl
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl
Michał Krajczewski	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Adam Anioł	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Krzysztof Choromański	22 507 52 92	k.choromanski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórny

	telefon	adres email
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Paulina Rudolf	22 507 52 73	paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 329 43 55	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 329 43 24	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Przemysław Borycki	22 329 43 22	przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 329 43 54	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego

	telefon	adres email
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

bm**BGZ**.net

Zlecenia na GPW i New Connect

<https://makler.bmbgz.pl/>

📧 IPO**bm**BGZ

Zapisy w ofertach publicznych (IPO)

<https://emisja.bmbgz.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa
EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny
EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych
ROA – (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów
NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)
P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją
EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej
P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję
P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgową) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję
EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji
DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji
BVPS – (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
BVPS – (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży
Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości
NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej
NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odniesienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywalnych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ BNP Paribas S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji. Rekomendowane Spółki mogą być składnikami portfela inwestycyjnego autora rekomendacji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>