



analitik: Adrian Kutnik

data sporządzenia: 15.09.2017 r.

Cena akcji	Kapitalizacja (mln zł)	Free float	Średnia dzienna wartość obrotów (mln zł)	P/E	P/BV
348,15	7 385,6	31,08%	3,70	43,94	6,01

AmRest Holdings SE jest największą niezależną firmą prowadzącą sieci restauracji w Europie Środkowo-Wschodniej. W Polsce, Republice Czeskiej, na Węgrzech, w Rosji, w Bułgarii, w Rumunii, w Serbii, w Słowacji, w Chorwacji, w Hiszpanii oraz w Niemczech działa na podstawie umów franczyzy restauracji Kentucky Fried Chicken, Pizza Hut, Burger King i Starbucks. Spółka rozwija również działalność w Europie Zachodniej, Rosji oraz Chinach.

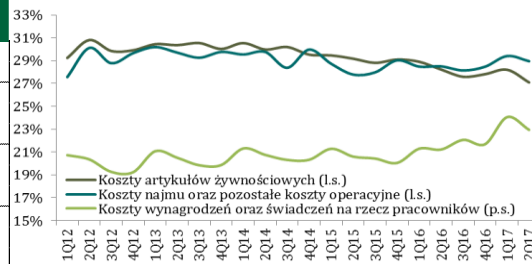
Komentarz do wyników

Wyniki AmRest za 2Q'17 są zgodne z konsensusem (za wyjątkiem wyniku netto, który był niższy od konsensusu o 12%) i znacznie poniżej naszych oczekiwań. Spółka zrealizowała zakładane przez nas przychody przy niższej marżowości na poziomie EBITDA (11,6% vs zakładane przez nas 12,9% i przy 13% w 2Q'16) i EBIT (5% vs zakładane przez nas 6,3% przy i 5,6% w 2Q'16). Zysk netto spadł o 10,9% r/r do poziomu 32,3 mln PLN (konsensus 37,5mln PLN przy zakładanych przez nas 49,9mln PLN).

Na wynikach ciążyą wyższe koszty zarządu (wzrost w relacji do przychodów do 8% z 7,2% r/r) oraz wyższe koszty wynagrodzeń (23% vs 21,2% r/r w relacji do przychodu). Dodatkowo, wzrosły koszty finansowe (+48% r/r) a także efektywna stopa podatkowa z 16,7% do 25,5% r/r. Wynikiem pomogły natomiast wyższe PPO (11,4 vs 4,2 r/r). ND/EBITDA wyniósł 2,1x.

Nagatywnym zaskoczeniem jest niższa marża EBITDA w segmencie Rosja i znacznie niższa w segmencie Europa Zachodnia. Z drugiej strony, pozytywnym zaskoczeniem jest rentowność EBITDA w Chinach.

	1Q '16	2Q '16	3Q '16	4Q '16	2016	1Q '17	2Q '17
Przychody ze sprzedaży	858,2	977,1	1157,6	1214,5	4 207,4	1147,4	1241,0
dynamika r/r	14,4%	20,7%	34,4%	32,3%	26,0%	33,7%	27,0%
EBITDA	116,0	127,2	160,6	151,8	555,6	117,1	143,9
dynamika r/r	21,2%	24,4%	30,4%	31,6%	27,3%	0,9%	13,2%
marża EBITDA	13,5%	13,0%	13,9%	12,5%	13,2%	10,2%	11,6%
EBIT	55,2	54,8	90,9	67,3	268,2	40,1	62,0
dynamika r/r	26,3%	21,0%	33,9%	73,0%	37,0%	-27,4%	13,2%
marża EBIT	6,4%	5,6%	7,9%	5,5%	6,4%	3,5%	5,0%
Zysk netto	39,8	36,3	62,5	52,1	190,6	21,3	32,3
dynamika r/r	46,7%	40,2%	-4,2%	24,3%	19,1%	-46,4%	-10,9%
marża netto	4,6%	3,7%	5,4%	4,3%	4,5%	1,9%	2,6%



Źródło: Spółka, prognozy BM BGŻ BNP

		1Q '16	2Q '16	3Q '16	4Q '16	2016	1Q '17	2Q '17
CEE	Przychody ze sprzedaży	504,0	536,2	586,2	654,4	2 280,8	585,3	616,8
	dynamika r/r	14,8%	17,4%	15,5%	15,5%	15,8%	16,1%	15,0%
	EBITDA	73,6	79,7	91,3	88,4	332,9	77,8	94,8
	dynamika r/r	24,5%	22,7%	22,0%	3,9%	17,2%	5,7%	19,0%
	marża EBITDA	14,6%	14,9%	15,6%	13,5%	14,6%	13,3%	15,4%
Europa Zachodnia	Przychody ze sprzedaży	204,5	253,7	375,8	378,7	1 212,7	351,2	389,9
	dynamika r/r	18,4%	48,7%	97,4%	83,8%	63,9%	71,7%	53,7%
	EBITDA	38,0	36,1	52,7	61,7	188,5	27,9	35,2
	dynamika r/r	24,0%	21,5%	38,5%	60,3%	37,7%	-26,4%	-2,7%
	marża EBITDA	18,6%	14,2%	14,0%	16,3%	15,5%	8,0%	9,0%
Rosja	Przychody ze sprzedaży	89,1	115,9	125,2	135,0	465,2	138,4	149,6
	dynamika r/r	1,9%	-0,1%	27,5%	33,5%	15,5%	55,3%	29,1%
	EBITDA	8,0	14,6	15,8	12,2	50,6	10,7	15,2
	dynamika r/r	-11,4%	-5,3%	66,9%	87,2%	25,1%	33,3%	3,8%
	marża EBITDA	9,0%	12,6%	12,6%	9,0%	10,9%	7,7%	10,1%
Chiny	Przychody ze sprzedaży	51,1	59,2	58,7	60,0	229,0	60,0	72,7
	dynamika r/r	16,2%	5,5%	5,2%	14,3%	9,9%	17,4%	22,9%
	EBITDA	-0,5	4,9	6,5	4,2	15,1	3,5	8,9
	dynamika r/r	15,1%	6,2%	7,4%	16,6%	92,7%	19,9%	79,5%
	marża EBITDA	-1,0%	8,3%	11,0%	7,0%	6,6%	5,9%	12,2%
Nieprzypisane	Przychody ze sprzedaży	9,5	11,9	11,6	13,1	46,1	12,5	14,1
	dynamika r/r	32,6%	24,1%	24,6%	27,2%	26,8%	31,8%	18,0%
	EBITDA	-3,0	-8,2	-5,7	-14,6	-31,5	-4,6	-10,1
	dynamika r/r	34,2%	-39,7%	226,7%	-2,9%	-3,4%	-5,0%	23,1%
	marża EBITDA	-32,0%	-68,5%	-48,8%	-111,9%	-68,4%	-36,7%	-71,5%

Źródło: Spółka, prognozy BM BGŻ BNP



AmRest

Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy

Wyniki oceniamy negatywnie. Nasze oczekiwania względem Spółki były znacznie bardziej ambitne. W całym półroczu organiczne przychody wzrosły o 17% r/r dzięki nowym otwarciom oraz pozytywnym trendom LFL, co było zgodne z naszymi założeniami. Zaskoczyła nas niższa rentowność 2Q'17. Należy przypomnieć, że wyniki za 2Q'17 konsolidują sprzedaż PH Delivery w Niemczech oraz KFC we Francji (zakładane przez nas marże wynosiły odpowiednio 8% i 4%), które miały ulec poprawie po wprowadzeniu nowych cenników i systemów zarządzania. Spółce nie udało się tego dokonać gdyż 2Q'17 był obciążony wyższymi kosztami związanymi z działaniami optymalizacyjnymi (np. koszty szkoleń). Spodziewamy się, że proces poprawy rentowności przejętych biznesów się wydłuży.

AmRest vs WIG



Notowania akcji za ostatnie 12 miesięcy na tle WIG20





Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego	telefon	adres email
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Adam Anioł	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Adrian Kutnik	22 507 52 92	adrian.kutnik@bgzbnpparibas.pl
Adam Maćkowiak	22 507 50 94	adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórno	telefon	adres email
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@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



Zlecenia na GPW i New Connect

<https://www.webmakler.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 BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGZ 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 BGZ 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 jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGZ 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 (0%; + 10%);
- Sprzedaj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji jest poniżej 0%.

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 porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGZ 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 BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGZ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGZ 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>

"Nota prawna na temat sporządzenia i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf