



analityk: Michał Krajczewski, CFA

2017-11-22

Podstawowe dane o spółce

Cena	371,95
Kapitalizacja (mln zł)	7 890,5
Free float	31,1%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	2,8
P/E	41,3
EV/EBITDA	13,13

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 chińskiej restauracji Blue Frog i KABB. Spółka zarządza obecnie ponad 1500 lokalizacjami w 15 krajach, AmRest posiada również 51% udziałów w serwisie PizzaPortal.

Notowania AmRest za ostatnie 12 miesięcy



Wyniki finansowe za III. kwartał 2017 roku

mln PLN	3Q '16	4Q '16	1Q '17	2Q '17	3Q '17	r/r	q/q	Kons.	różnica	BGŻ BNP	różnica
Przychody	1157,6	1214,5	1147,4	1243,1	1355,7	17,1%	9,1%	1357,0	-0,1%	1374,6	-1,4%
Europa Środkowo-Wschodnia	586,2	654,4	585,3	616,8	686,4	17,1%	11,3%			684,4	0,3%
Europa Zachodnia	375,8	378,7	351,2	389,9	447,2	19,0%	14,7%			460,2	-2,8%
Chiny	58,7	60,0	60,0	72,7	67,7	15,2%	-7,0%			71,1	-4,8%
Rosja	125,2	135,0	138,4	149,6	140,8	12,5%	-5,9%			146,4	-3,8%
EBITDA	160,6	151,8	117,1	148,9	200,3	24,8%	34,5%	189,0	6,0%	191,2	4,8%
<i>marża EBITDA</i>	13,9%	12,5%	10,2%	12,0%	14,8%			13,9%		13,9%	
Europa Środkowo-Wschodnia	91,3	88,4	77,8	92,2	114,2	25,2%	24,0%			103,7	10,2%
<i>marża EBITDA</i>	15,6%	13,5%	13,3%	14,9%	16,6%					15,2%	9,5%
Europa Zachodnia	52,7	61,7	27,9	37,9	69,6	32,1%	83,5%			63,2	10,1%
<i>marża EBITDA</i>	14,0%	16,3%	8,0%	9,7%	15,6%					13,7%	13,5%
Chiny	6,5	4,2	3,5	12,1	5,5	-14,4%	-54,3%			8,4	-34,0%
<i>marża EBITDA</i>	11,0%	7,0%	5,9%	16,7%	8,2%					11,8%	-30,5%
Rosja	15,8	12,2	10,7	18,7	21,5	35,6%	14,5%			20,5	4,6%
<i>marża EBITDA</i>	12,6%	9,0%	7,7%	12,5%	15,2%					14,0%	8,8%
EBIT	90,9	67,3	40,1	62,0	119,2	31,1%	92,1%	106,1	12,3%	104,9	13,6%
<i>marża EBIT</i>	7,9%	5,5%	3,5%	5,0%	8,8%			7,8%		7,6%	
Zysk netto	64,8	50,8	21,3	34,2	85,8	32,4%	150,7%	70,0	22,6%	70,4	21,9%
<i>marża netto</i>	5,6%	4,2%	1,9%	2,8%	6,3%			5,2%		5,1%	
Cash flow operacyjny	140,7	152,2	51,1	107,4	206,9	47,1%	92,7%				

Komentarz do wyników

Przychody AmRestu były zgodne ze wstępnymi danymi, minimalnie poniżej naszych oczekiwań z uwagi na nieco słabsze zachowanie rynku chińskiego (dynamika +15,2%, prognozowaliśmy +21% r/r).

W dalszym ciągu koniunktura wspiera sprzedaż w obszarze CEE – cieszy utrzymanie tempa wzrostu w Czechach (+23,6% r/r) i na Węgrzech (+42,2% r/r; oba kraje powyżej naszych założeń). Z uwagi na coraz wyższą bazę lekko spowalnia dynamika w pozostałych krajach CEE (+26,2% r/r). Stabilnie prezentuje się rynek polski (+10,4% r/r, zgodnie ze średnią za ostatnich 5 kwartały).

Mniejszy wpływ umocnienia się kursu rubla przekłada się na niższą niż w ostatnim roku dynamikę w Rosji (+12,5% r/r, zgodnie z tempem przyrostu restauracji).

W obszarze Zachodniej Europy cieszy nas ponowne przyspieszenie wzrostu przychodów w Hiszpanii do +14,4% (oczekiwaliśmy utrzymania ok. +12%). Pomimo finalizacji przejęcia Pizza Hut i wpływu akwizycji KFC, lekko rozczarowały nas obroty w Niemczech (+19,1% r/r, oczekiwaliśmy +27,8% r/r). We Francji przychody wyniosły 15 mln PLN (+236,7% r/r, wpływ przejęcia Pizza Hut).

W wyniku EBITDA zwracamy uwagę na:

- Powyżej naszych oczekiwań wypadła rentowność rynku w Czechach i na Węgrzech, które śrubują swoje historyczne rekordy (odpowiednio 21,0% i 17,8%).
- Analogiczna sytuacja ma miejsce w Hiszpanii (+0,9 pkt. proc)
- Cieszy odbicie rentowności w Polsce (+0,7 pkt. proc do 14,7% po 3 spadkowych kwartałach) oraz w Rosji (+2,6 pkt. proc po 2 spadkowych kwartałach).
- Oceniamy jednak, iż największym pozytywnym zaskoczeniem jest EBITDA w Niemczech (11,5 mln PLN, czyli +150% r/r oraz +3,3 pkt. proc, marży) – AmRest pokazał tym samym pierwsze efekty restrukturyzacji przejętej sieci Starbucks, co może być dobrym zwiastunem odnośnie poprawy efektywności przy pozostałych akwizycjach.
- In minus wypadł natomiast rynek w Chinach, gdzie EBITDA spadła o 14,4% r/r, po 4 bardzo dobrych kwartałach wzrostu wyniku. Lekki spadek rentowności (ale z historycznie wysokich poziomów) zanotowały też pozostałe kraje CEE.



Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki

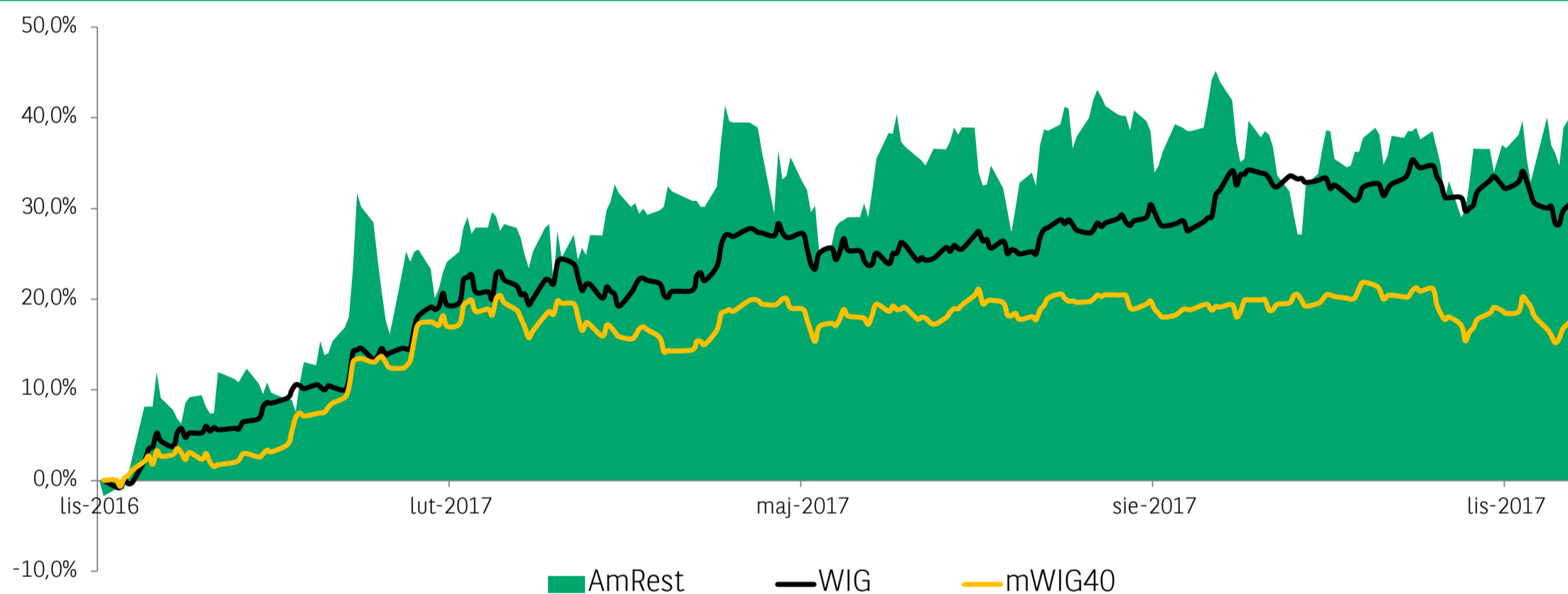
W rozbiciu kosztów rodzajowych widać przełożenie efektu skali i stabilizację cen artykułów żywnościowych (+13,5% r/r po 4 kwartałach dynamiki 20%+). Analogiczne spowolnienie wzrostu zanotowały koszty wynagrodzeń (+15,2% r/r ale po 4 kwartałach dynamiki w okolicach 40%). Szczególnie poziom płac jest obecnie największym ryzykiem dla rentowności biznesu restauracyjnego. Trzecią ważną grupą kosztów jest najem (+14,5% r/r), gdzie również widzimy podobną poprawę względem poprzednich kwartałów. Z drugiej strony nadal wyraźnie rosną koszty zarządu (+33,2% r/r) głównie z uwagi na realizację projektów akwizycyjnych i wysokie tempo organicznych otwarć restauracji.

Na poziomie finansowym saldo zostało minimalnie poprawione r/r, pomimo prawie 20% wzrostu długu netto. Zgodnie z oczekiwaniami wzrosła stawka efektywnego podatku dochodowego (20,2% vs 17,6% przed rokiem). **Pozytywnie oceniamy wygenerowany cash flow z działalności operacyjnej, który wyniósł w III kwartale 206,9 mln PLN (+47,1% r/r).**

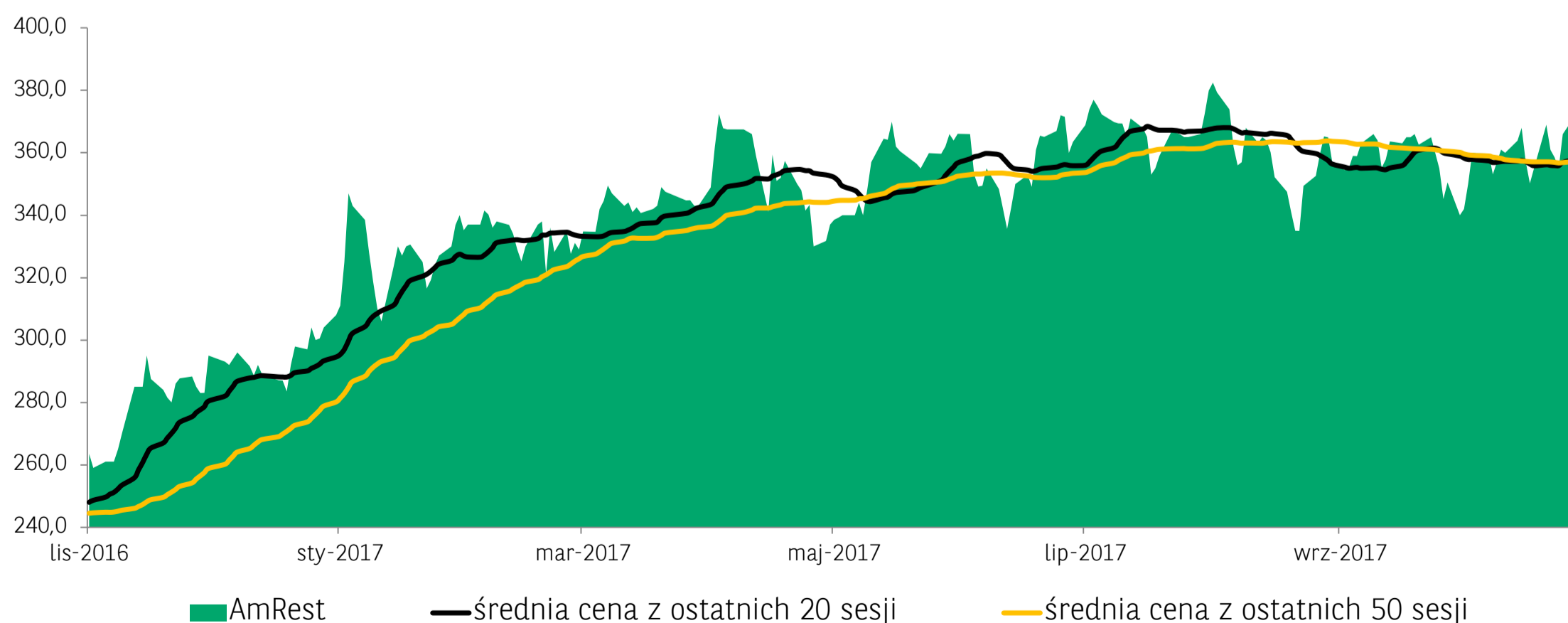
Wyniki AmRestu oceniamy umiarkowanie pozytywnie. Zwracamy uwagę, iż po negatywnym zaskoczeniu w 2Q'17, Spółka „nadrobiła” wyniki w 3Q'17 – łącznie w okresie 2-3Q'17 EBITDA (349,3 mln PLN) była zgodna z naszymi oczekiwaniami (351,7 mln PLN).

Zarząd podczas telekonferencji podkreślił pozytywne uwarunkowania makroekonomiczne branży restauracyjnej w Europie, która rośnie najszybciej od 10 lat, a **dotychczasowe trendy sprzedażowe są utrzymywane w październiku oraz listopadzie.** łącznie w br. otwartych ma być ok. 210 restauracji, a CAPEX (bez M&A) ma wynieść ok. 650 mln PLN. Zarząd dostrzega presję na wynagrodzenia, przy czym jest ona kompensowana zarówno optymalizacją pracy (np. harmonogramy pracowników), jak i kosztami zakupu żywności lub czynszów. **W 4Q'17 oczekiwany jest tylko jednocyfrowy wzrost EBITDA r/r z powodu wyższych kosztów otwarć (ok. 66 restauracji) oraz finalizacji kolejnych przejęć** (np. koszty związane z zamykaniem nierentownych lokalizacji). Powyższa sytuacja powinna być przejściowa, a w połączeniu z **planami otwarć ponad 300 restauracji w 2018 r.** i utrzymaniem dobrej koniunktury AmRest znacząco poprawi wynik EBITDA. Plany ekspansji wspierane są przez wejście w ostatnich miesiącach na rynek Portugalii (La Tagliatella), Austrii (KFC) oraz wprowadzenie nowych konceptów (Blue Frog) na dotychczasowych rynkach (Polska, Hiszpania). Otwarty został także pierwszy Pizza Hut Express w Czechach.

Notowania AmRest w porównaniu do indeksów WIG i mWIG40



Notowania akcji w ostatnich 12 miesiącach





ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa
tel. (22) 566 97 00, fax (22) 566 97 29
e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl
www.bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego **telefon** **adres e-mail**

Michał Krajczewski, CFA 22 507 52 91 michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Adam Anioł 22 507 52 93 adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Adam Maćkowiak 22 507 52 94 adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórno **telefon** **adres e-mail**

Damian Zemlik 22 507 52 72 damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Marcin Rżany 22 507 52 73 marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek 22 566 97 07 grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek 22 566 97 05 monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Przemysław Borycki 22 566 97 04 przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski 22 566 97 06 s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego **telefon** **adres e-mail**

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

Internetowe serwisy transakcyjne

SIDOMA WEB

nowy system -wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

SIDOMA PROFESSIONAL

dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<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



ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa
tel. (22) 566 97 00, fax (22) 566 97 29
e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl
www.bgzbnpparibas.pl

Disclaimer

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 (0%; + 10%);
- Sprzedaj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie 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 odnośnienie 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.

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>

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

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

Numer ewidencyjny:

KW/2017/11/22/EAT/2