



Agora - Komentarz do wyników za 1Q'18

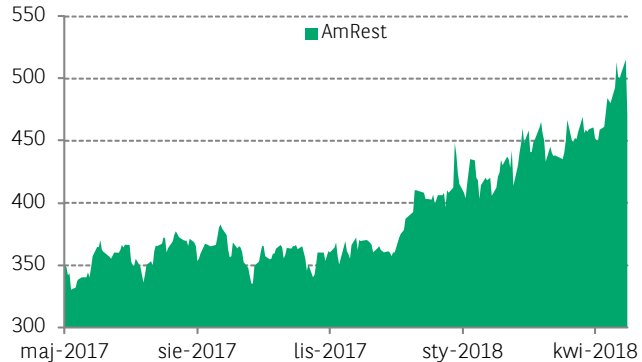
Michał Krajczewski, CFA +48 22 507 52 91, michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl

analitik: Michał Krajczewski, CFA

2018-05-15

Podstawowe dane o spółce

Cena	470,00
Kapitalizacja (mln zł)	9 970,5
Free float	31,7%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	7,3
P/E	54,6
EV/EBITDA	19,14



Wyniki 1Q18

mln EUR	1Q'18	1Q'17	r/r	4Q'17	kons.	vkons
Przychody	347,4	265,5	30,8%	347,4	349,4	-0,6%
- Polska	95,3	83,2	14,5%			
- Czechy	37,5	29,0	29,3%			
- Węgry	19,9	14,9	33,6%			
- Pozostałe CEE	10,9	8,4	29,8%			
- Hiszpania	55,2	48,7	13,3%			
- Niemcy	40,8	31,4	29,9%			
- Francja i pozostałe kraje	29,2	1,1	2554,5%			
- Rosja	39,4	32,0	23,1%			
- Chiny	15,3	13,9	10,1%			
- Pozostałe	3,9	2,9	34,5%			
EBITDA skorygowana	35,7	28,0	27,5%			
<i>marża EBITDA</i>	10,3%	10,5%				
- Polska	9,7	8,8	10,2%			
<i>marża EBITDA</i>	10,2%	10,6%				
- Czechy	7,4	5,4	37,0%			
<i>marża EBITDA</i>	19,7%	18,6%				
- Węgry	3,4	2,7	25,9%			
<i>marża EBITDA</i>	17,1%	18,1%				
- Pozostałe CEE	1,1	1,5	-26,7%			
<i>marża EBITDA</i>	10,1%	17,9%				
- Hiszpania	11,9	10,0	19,0%			
<i>marża EBITDA</i>	21,6%	20,5%				
- Niemcy	-0,8	-3,1	-74,2%			
<i>marża EBITDA</i>	-2,0%	-9,9%				
- Francja i pozostałe kraje	1,6	-0,3	-633,3%			
<i>marża EBITDA</i>	5,5%	-27,3%				
- Rosja	4,6	2,7	70,4%			
<i>marża EBITDA</i>	11,7%	8,4%				
- Chiny	0,9	1,0	-10,0%			
<i>marża EBITDA</i>	5,9%	7,2%				
- Pozostałe	-4,1	-0,7	485,7%			
<i>marża EBITDA</i>	-105,1%	-24,1%				
EBITDA raportowana	33,7	27,1	24,4%	33,7	34,3	-1,7%
<i>marża EBITDA</i>	9,7%	10,2%		9,7%	9,8%	
EBIT	11,7	9,3	25,8%	11,7	11,3	3,5%
<i>marża EBIT</i>	3,4%	3,5%		3,4%	3,2%	
Zysk netto	5,1	4,7	8,5%	5,1	6,5	-21,5%
<i>marża netto</i>	1,5%	1,8%		1,5%	1,9%	
Cash flow operacyjny	23,0	13,1	75,6%			

Zwracamy uwagę, iż z powodu przeniesienia siedziby AmRest z Polski do Hiszpanii, od 1Q'18 zmieniona została waluta funkcjonalna w raporcie z PLN na EUR.



Komentarz do wyników

Zgodnie z oczekiwaniami AmRest kontynuował szybki wzrost biznesu w I kwartale, a sprzedaż była o 30,8% r/r wyższa (+31,2% w walutach lokalnych i +14,4% z wyłączeniem przejęć). Tym samym Spółka zanotowała pozytywne dynamiki lfl sprzedaży na swoich głównych rynkach.

Skorygowana EBITDA (koszty otwarć, odpisy) zanotowała dynamikę rzędu 27,5% r/r, co oznacza wyższe tempo wzrostu i mniejszy spadek marżowości niż w 4Q'17. Na niższą rentowność w porównaniu do ubiegłego roku wpłynęła konsolidacja niżej marżowych, przejętych biznesów w Europie Zachodniej (KFC i PH w Niemczech oraz we Francji) oraz nabycie 51% udziałów pizzaportal.pl (powiększenie straty w segmencie Pozostałe – ponoszone wydatki na rozwój biznesu delivery). Z wyłączeniem przejęć, rentowność byłaby o 0,9 pkt. proc. wyższa r/r, co miało swoje źródło w dalszej optymalizacji kosztów zakupu surowców i niższych czynszach, które równoważą rosnącą presję płacową i koszty zarządu związane z rozwojem biznesu.

W podziale na segmenty: rentowność była gorsza w Polsce, na Węgrzech i pozostałych krajach CEE (większa presja płacowa) oraz w Chinach (koszty surowców i czynszów). Mocny wzrost sprzedaży przekładający się na rozwodnienie kosztów stałych pozytywnie wpływał z kolei na rentowność w Czechach, Hiszpanii i Rosji. Lepsze wyniki w Niemczech i Francji są natomiast pochodną prowadzonej restrukturyzacji przejętych biznesów.

Na niższe tempo wzrostu zysku netto wpływały koszty finansowe (+66,7% r/r) oraz wysoka stawka efektywnego podatku (34,3% wobec 25,8% przed rokiem). Pozytywnie ocenić należy natomiast wygenerowany cash flow operacyjny, który uległ zwiększeniu o ponad 75% r/r.

Kontynuacja wzrostu przychodów, przy stabilizacji marży EBITDA

Podatki i koszty finansowe negatywnie wpływają na zysk netto

Podsumowanie wyników

Rezultaty AmRestu oceniamy neutralnie, a dzisiejszą korektę notowań traktowalibyśmy jako tymczasową realizację zysków po mocnych wzrostach na początku maja. Uważamy, iż Spółka dobrze wykorzystuje panującą obecnie koniunkturę konsumencką w swoich głównych dywizjach (CEE, Hiszpania, Rosja), co potwierdzone jest przez solidny cash flow operacyjny i wysoką rentowność EBITDA (z wyłączeniem przejęć). Zarząd dostrzega duże pole do poprawy i optymalizacji biznesu we Francji i Niemczech w kolejnych latach, a w 2018 r. kraje te powinny wypracować dodatni wynik EBITDA. Zarząd podtrzymuje plany inwestycyjne w wielkości ok. 240 mln EUR, z czego 60 mln EUR ma być przeznaczony na nowe projekty (np. digitalizacja) i renowacje restauracji. AmRest zamierza otworzyć ponad 300 nowych restauracji (+210 otwarć i +250 z akwizycji w 2017 r.) Choć marża EBITDA w 2018 r. nadal może się obniżać (wpływ presji płacowej i mniejszej rentowności w Niemczech i Francji), to z uwagi na korzystną koniunkturę i prowadzoną restrukturyzację przejętych spółek, oczekujemy znacznej poprawy wyników w 2018 r.

Oczekujemy znaczącej poprawy wyników w 2018 r., podtrzymujemy pozytywną ocenę Spółki



Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Adam Aniol	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Adam Maćkowiak	22 507 52 94	adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl
Szymon Nowak	22 507 52 92	szymon.nowak@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
Artur Sulejewski	22 566 97 04	artur.sulejewski@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 księgowa) - 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



Nota prawna

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 jakąkolwiek 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 (-10%; + 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 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 sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

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

Autorzy: **Michał Krajczewski**
nr ewidencyjny: **KW/2018/05/15/EAT/02**
Data sporządzenia: **2018-05-15**