



REKOMENDACJA KUPUJ - CENA DOCELOWA 423,45 PLN

Wydajemy rekomendację "kupuj" i wyznaczamy cenę docelową dla akcji AmRest na poziomie 423,45 PLN (+17,6% względem obecnego kursu akcji).

Kompetencje AmRest związane z przejęciami oraz optymalizacją zakupionych aktywów bardzo dobrze wpisuje się w strategię Yum! oraz Starbucks. Od początku 2016 r. AmRest ogłosił 8 transakcji obejmujących 475 lokali, ponadto Spółka organicznie weszła na rynek w Słowacji oraz zamierza rozpocząć działalność w Austrii. Działania te w połączeniu z silną koniunkturą konsumencką na rynkach CEE oraz Hiszpanii, przy stopniowej poprawie sytuacji gospodarczej w Rosji i Chinach, przybliżają Spółkę do postawionego celu podwojenia jej wielkości w horyzoncie lat 2016-2019.

Oczekujemy, iż w 2Q'17 AmRest zanotuje poprawę, jeżeli chodzi o rentowność EBITDA w relacji q/q. W całym 2017 r. prognozujemy wzrost raportowanej EBITDA o 13,6%. W dłuższym terminie przyjmujemy, iż zyskowność na poziomie EBITDA w Niemczech, Francji, a także w Chinach stopniowo zbliżać będzie się do tej uzyskiwanej w krajach CEE albo Rosji. Naszym zdaniem będzie to możliwe z uwagi na efekty skali pozwalające na optymalizację kosztów dostaw żywności, lepszą pozycję negocjacyjną jeżeli chodzi o czynsze, rozwodnienie kosztów zarządu albo lepszy know-how w przypadku nowych otwarć. Zarząd posiada duże doświadczenie restrukturyzacji przejmowanych lokali – ich renowacji i podniesieniu wydajności pracy.

AmRest notowany jest obecnie z ok. 20% dyskontem na wskaźniku EV/EBITDA'18. W okresie od 2014 r. dyskonto dla EV/EBITDA na kolejny rok (Y+1) zmniejszyło się o połowę, uważamy jednakże, iż nadal jest ono zbyt duże biorąc pod uwagę tempo wzrostu Spółki. Oczekujemy, iż po konsolidacji przejętych lokali i potwierdzeniu ambitnych planów rozwoju na rynkach Niemiec i Francji, powyższe dyskonto powinno zostać zmniejszone. Równocześnie zauważamy, że CAGR dla EBITDA w latach 2017-2019 wynosi wg naszych prognoz 21% względem 7% dla grupy porównawczej, co przy ok. 20% dyskoncie na EV/EBITDA'18 jest naszym zdaniem okazją inwestycyjną.

Zwiększenie platformy wzrostu poprzez akwizycje

Zmiana strategii Yum! Brands oraz Starbucks polegająca na ograniczeniu posiadanych przez siebie lokali na rzecz zwiększenia udziału restauracji franczyzowych jest naszym zdaniem dużą szansą do zwiększenia skali działalności AmRest. Zamierzeniem Yum! jest zmiana struktury portfela z 93% (na koniec 2016 r., po wydzieleniu biznesu w Chinach) do 98% (na koniec 2018 r.) udziału lokali franczyzowych. Łącznie Yum! zamierza pozyskać ponad 2 mld USD z tytułu sprzedaży posiadanych struktur na rzecz franczyzobiorców. Celem powyższej operacji m.in. jest przyspieszenie tempa rozwoju marek Yum! na wszystkich rynkach. Podobne zamierzenia znajdują się również w strategii Starbucks – spółka, która historycznie rozwijała się głównie przez zakładanie własnych kawiarni, otwiera się na koncepcję franczyzy, szczególnie na rynkach EMEA. Celem jest osiągnięcie 4900 punktów sprzedaży w 2021 r. wobec 2600 na koniec 2016 r. w obszarze EMEA.

Kompetencje AmRest związane z przejęciami oraz optymalizacją zakupionych aktywów bardzo dobrze wpisuje się w strategię Yum! oraz Starbucks. Od początku 2016 r. AmRest ogłosił 8 transakcji obejmujących 475 lokali, ponadto Spółka organicznie weszła na rynek w Słowacji oraz zamierza rozpocząć działalność w Austrii. Równocześnie AmRest podpisał nową umowę masterfranczyzy PizzaHut w regionie CEE z intencją otwarcia ok. 300 restauracji w okresie 5 lat. Działania te w połączeniu z silną koniunkturą konsumencką na rynkach CEE oraz Hiszpanii, przy stopniowej poprawie sytuacji gospodarczej w Rosji i Chinach, przybliżają Spółkę do postawionego celu podwojenia jej wielkości w horyzoncie lat 2016-2019.

Oczekujemy, iż w 2017 r. tempo organicznych otwarć wyniesie 192 lokale:

- 110 w Europie Środkowo-Wschodniej
- 48 w Europie Zachodniej
- 24 w Rosji
- 10 w Chinach

Wycena

Cena bieżąca (20.07.2017)	359,95
Wycena metodą DCF (50%)	387,49
Wycena metodą porównawczą (50%)	459,40
CENA DOCELOWA:	423,45

Podstawowe informacje

Kapitalizacja (mln PLN)	7 635,9
Dług netto (mln PLN)	1 113,9
EV (mln PLN)	8 749,8
Liczba akcji (mln)	21,21
Max cena 12M	372,45
Min cena 12M	224,1
Średnia dzienna wartość obrotów 6M (tys. PLN)	4 528,0
Performance:	
1M	3,6%
3M	18,4%
12M	44,2%

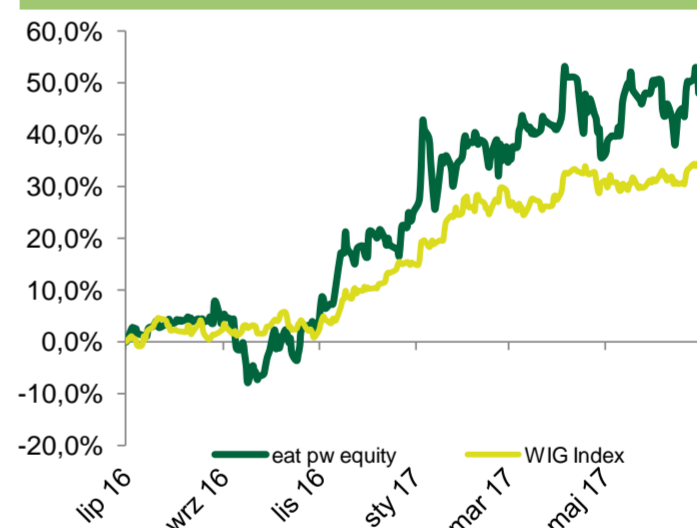
Opis spółki

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 1300 lokalizacjami w 13 krajach, AmRest posiada również 51% udziałów w serwisie PizzaPortal.

Akcjonariat

	% akcji	% głosów
FCapital Lux S.a.r.l	61,85%	61,85%
OFE NN	9,62%	9,62%
OFE PZU Złota Jesień	6,93%	6,93%
Henry McGovern	5,85%	5,85%
Pozostali	15,75%	15,75%

Notowania 12M



Poprzednie rekomendacje

18.05.2016 r. - NEUTRALNIE (241,75 PLN)

Analitik: Michał Krajczewski, CFA
nr telefonu: (22) 507 52 91
adres e-mail: michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl

mln PLN	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody	2 952,7	3 338,7	4 207,4	5 375,7	6 747,9	7 887,2	9 013,8
zmiana r/r (%)	9,3%	13,1%	26,0%	27,8%	25,5%	16,9%	14,3%
Liczba restauracji	784	904	1 181	1 705	1 923	2 148	2 369
EBITDA	356,4	436,5	555,6	670,5	837,8	1 003,8	1 176,8
marża EBITDA	12,1%	13,1%	13,2%	12,5%	12,4%	12,7%	13,1%
EBIT	109,9	195,7	268,2	318,2	417,6	535,4	661,2
marża EBIT	3,7%	5,9%	6,4%	5,9%	6,2%	6,8%	7,3%
Zysk netto	46,4	157,3	190,7	205,3	288,4	391,1	495,2
marża netto	1,6%	4,7%	4,5%	3,8%	4,3%	5,0%	5,5%
P / E	162,8	48,0	39,6	36,8	26,2	19,3	15,2
EV/EBITDA	24,1	19,7	15,5	12,8	10,3	8,6	7,3
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

P - prognozy BM BGZ BNP



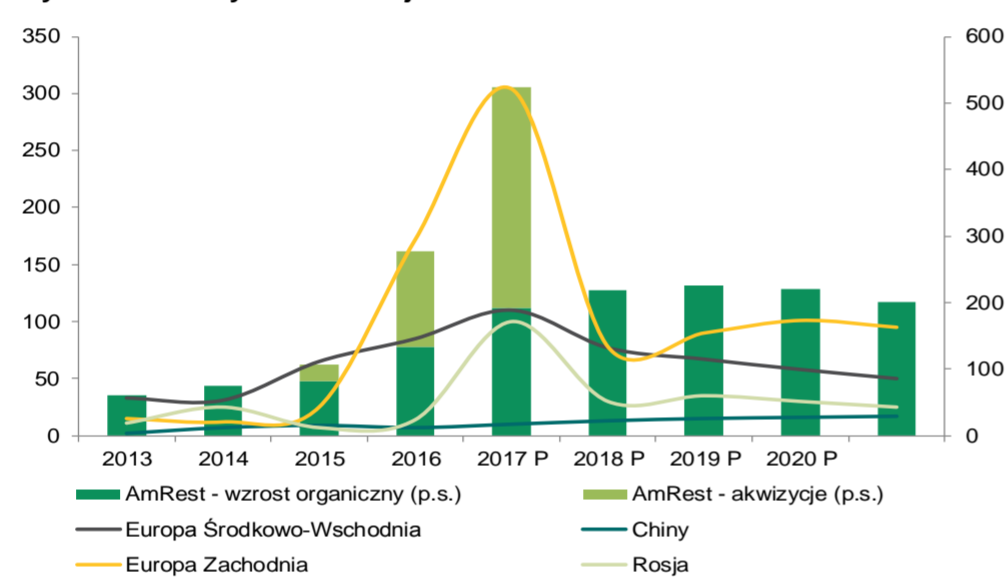
Tab. Podsumowanie dokonanych przejęć w ostatnich kwartałach

Data	Marka	Kraj	Lokale	mIn PLN		cena przejęcia	rozpoczęcie konsolidacji	uwagi
				Przychody	EBITDA			
2017-06-06	KFC	Rosja	21 własnych	98	11,3*	44*	od 4Q'17*	marża zbliżona do dotychczasowych lokalach w Rosji
2017-04-25	Pizza Hut	Rosja	18 własnych 36 franczyzowych	88,5*	10,2*	34*	od 4Q'17*	
2017-04-01	Pizza Portal	Polska	51% udziałów	10,1**	-15,7**	8*	od 3Q'17*	współpraca z serwisami Delivery Hero w Czechach (DameJidlo.cz) i na Węgrzech (NetPincer.hu)
2017-03-27	PH Delivery	Niemcy	2 własne 74 franczyzowych	32,75*	2,9*	17*	połowa 3Q'17*	pozyskanie prawa masterfranczyzobiorcy w Niemczech
2017-03-15	KFC	Francja	42 własnych	420*	16*	169,5*	od 4Q'17*	intencją AmRest będzie otwarcie około 150 restauracji KFC do końca 2023 roku
2017-01-25	PH Delivery	Francja	7 własnych 116 franczyzowych	295,6 (system) 63,4 (spółka)	22,6* 5,1*	51,5	połowa maja'17	pozyskanie prawa masterfranczyzobiorcy we Francji
2016-11-30	KFC	Niemcy	15 własnych	121,5	4,9*	44,15	01.03.2017	8 otwarć już w pipeline, możliwe szybsze tempo ekspansji względem Starbucks Niemcy
2016-04-20	Starbucks	Niemcy	144 własnych	564	25,0	178	23.05.2016	zgodnie z umową celem jest dojście do 400 lokali w 2023 r.

Źródło: Spółka, * założenia BMBGZ BNP, ** dane za 2015 r. dla Pizza Portal

Ambicją Zarządu jest przekroczenie liczby 200 otwarć w bieżącym roku. Planowany CAPEX na 2017 r. to ponad 700 mln PLN na rozwój organiczny (prognozujemy niecałe 760 mln PLN razem z wydatkami odtworzeniowymi), koszt ogłoszonych przejęć szacujemy na niecałe 370 mln PLN i przyjmujemy, iż w całości poniesiony będzie w 2017 r. Finalizacja akwizycji pozwoli naszym zdaniem zwiększyć platformę do wzrostu AmRestu i dzięki temu utrzymać tempo ponad 200 otwarć rocznie przynajmniej w ciągu trzech następnych lat.

Wyk. Liczba nowych restauracji



Źródło: Spółka, prognozy BM BGZ BNP Paribas,

Rozwój segmentu delivery

Interesującym kierunkiem rozwoju, wzmocnionym przez objęcie udziałów w Restaurant Partner Polska, jest rozwój segmentu delivery. Nabycie akcji w platformie PizzaPortal.pl, agregującej oferty z ok. 2500 restauracji, oraz rozpoczęcie współpracy z serwisami zarządzanymi przez Delivery Hero w Republice Czeskiej i na Węgrzech - DameJidlo.cz i NetPincer.hu pozwoli na dynamiczny wzrost sprzedaży w dostawie. AmRest stopniowo rozwija usługę dostawy ze swoich lokali (obecnie ponad 100 KFC), która może być znacząco przyspieszona dzięki wejściu na PizzaPortal. Dodatkowo AmRest wprowadza na powyższe platformy własne, silne marki, które przyciągają na te strony nowych użytkowników. Dokapitalizowanie PizzaPortal przez AmRest wspomaga także platformę w walce o pozycję lidera z Pyszne.pl. Naszym zdaniem osiągnięcie pozycji lidera rynkowego przez agregatora daje bardzo dużą przewagę biorąc pod uwagę badania McKinsey¹, które wskazują, iż średnio 77% użytkowników nie zmienia albo rzadko zmienia platformę do zamówień jedzenia on-line.

Tab. Dane portalu Pyszne.pl				Delivery Hero*	Takeaway.com
mIn EUR	2014	2015	2016	2016	2016
GMV	6,0	17,0	41,0	900,3	941,7
dynamika r/r		183,3%	141,2%		
Przychód	0,6	1,7	4,2	146,7	111,6
dynamika r/r		183,3%	147,1%		
Zamówienia [mln]	0,6	1,8	4,3	57,2	49,3
dynamika r/r		200,0%	138,9%		
prowizja	10,0%	10,0%	10,2%	16,3%	11,9%
wartość zamówienia [EUR]	10,0	9,4	9,5	15,7	19,1
dynamika r/r		-5,6%	1,0%		

Źródło: Takeway.com, Delivery Hero; * dane dla segmentu Europe po połączeniu z Foodpanda

Usługi delivery uważamy za atrakcyjny kierunek rozwoju – zgodnie z raportem Stava o rynku dowozów jedzenia z 2017 r., stanowi on ok. 1,5 mld PLN i rośnie w tempie ok. 10% rocznie. Dla porównania rynek HoReCa jest wart ok. 25 mld PLN i jego dynamika wzrostu to ok. 5% rocznie. Zgodnie z szacunkami Takeaway.com², jedynie 3% populacji Polski w wieku powyżej 15 lat korzystała z należącego do spółki portalu Pyszne.pl. Uważamy, iż długoterminowy trend wysokiego wzrostu segmentu dostaw będzie możliwy ze względu na zwiększającą się liczbę ludności w dużych miastach, gdzie szybszy tryb życia, a także popularność nowych technologii przyciągają konsumentów do tego typu rozwiązań. Sprzyjająca jest także bardzo dobra koniunktura (wyższe płace i dochód rozporządzalny, lepsze nastroje konsumenckie, niższe bezrobocie), która pozwala na zwiększenie wydatków związanych z żywnością, dzięki czemu konsumenci mogą pozwolić sobie nie tylko na wyjścia do restauracji, ale również na zamówienie jedzenia do domu lub pracy. Drugim argumentem jest naszym zdaniem duży potencjał na wzrost udziału zamówień mobilnych. Zgodnie z raportem Stava, powyższy trend jest widoczny, jednak ciągłe zamówienia przez telefon bezpośrednio z restauracji stanowią nieco ponad 60%. Pozostałe 40% zamówień przez Internet dzieli się natomiast prawie po połowie pomiędzy PC a urządzenia mobilne. Istotną przewagą AmRestu dla rozwoju usług dostawy jest duża liczba lokali – zgodnie z badaniami Stava ponad 80% wszystkich dowozów ma miejsce w promieniu do 4 km od restauracji. Obecnie, zgodnie z danymi Stava, średni czas oczekiwania to 56 minut, przy czym rozrzut wyników jest bardzo duży - w restauracjach zatrudniających własnych kurierów tylko 12% klientów może liczyć na dostawę do 30 minut. Poniżej godziny restauracje dostarczają 62% dostaw, a co siódmy dowóz trwa dłużej niż 1h 30 minut. Krótszy czas oczekiwania jest więc ważną przewagą konkurencyjną zwiększającą satysfakcję i lojalność klientów, na co wskazuje z kolei średnio 60% badanych przez McKinsey³.

W naszych prognozach konserwatywnie nie zakładamy jeszcze osiągnięcia znaczących wyników przez PizzaPortal. Zwracamy uwagę na ostatnie dostępne dane z 2015 r., kiedy PizzaPortal wypracowała -18,5 wyniku netto, a największy konkurent Pyszne.pl - 16 mln PLN. Pomimo bardzo wysokiej marży brutto na sprzedaży (ok. 90%), znaczące koszty w biznesie dostaw stanowią wydatki marketingowe (ok. 75% przychodów)⁴. Zwracamy jednakże uwagę, iż po stabilizacji danego portalu na rynku i osiągnięcia odpowiedniej skali generowane marże EBITDA są bardzo wysokie. Delivery Hero w segmencie MENA⁵ w 2016 r. wypracował 28% rentowności EBITDA (-1,6% w 2015 r.). Takeaway.com podaje natomiast przykład rynku w Holandii, gdzie rentowność EBITDA sięga ponad 60%, a udział kosztów marketingu w sprzedaży to niecałe 20%.

¹ <http://www.mckinsey.com/industries/high-tech/our-insights/the-changing-market-for-food-delivery>

² <https://corporate.takeaway.com/investors/presentations/>

³ <http://www.mckinsey.com/industries/high-tech/our-insights/the-changing-market-for-food-delivery>

⁴ Dane dla Delivery Hero oraz takeaway.com

⁵ Middle East & North Africa



Tab. Prognoza wyników kwartalnych AmRest

	1Q '16	2Q '16	3Q '16	4Q '16	2016	1Q '17	2Q '17 P	3Q '17 P	4Q '17 P	2017 P
Przychody ze sprzedaży	858,2	977,1	1157,6	1214,5	4 207,4	1147,4	1241,0	1374,6	1612,7	5 375,7
dynamika r/r	14,4%	20,7%	34,4%	32,3%	26,0%	33,7%	27,0%	18,7%	32,8%	27,8%
EBITDA	116,0	127,2	160,6	151,8	555,6	117,1	160,5	191,2	201,7	670,5
dynamika r/r	21,2%	24,4%	30,4%	31,6%	27,3%	0,9%	26,2%	19,1%	32,9%	13,8%
marża EBITDA	13,5%	13,0%	13,9%	12,5%	13,2%	10,2%	12,9%	13,9%	12,5%	12,5%
EBIT	55,2	54,8	90,9	67,3	268,2	40,1	77,6	104,9	95,7	318,2
dynamika r/r	26,3%	21,0%	33,9%	73,0%	37,0%	-27,4%	41,6%	15,4%	42,1%	17,7%
marża EBIT	6,4%	5,6%	7,9%	5,5%	6,4%	3,5%	6,3%	7,6%	5,9%	5,9%
Zysk netto	39,8	36,3	62,5	52,1	190,6	21,3	49,9	70,4	63,7	205,3
dynamika r/r	46,7%	40,2%	-4,2%	24,3%	19,1%	-46,4%	37,6%	12,7%	22,3%	19,6%
marża netto	4,6%	3,7%	5,4%	4,3%	4,5%	1,9%	4,0%	5,1%	4,0%	3,8%

Źródło: Spółka, prognozy BM BGZ BNP

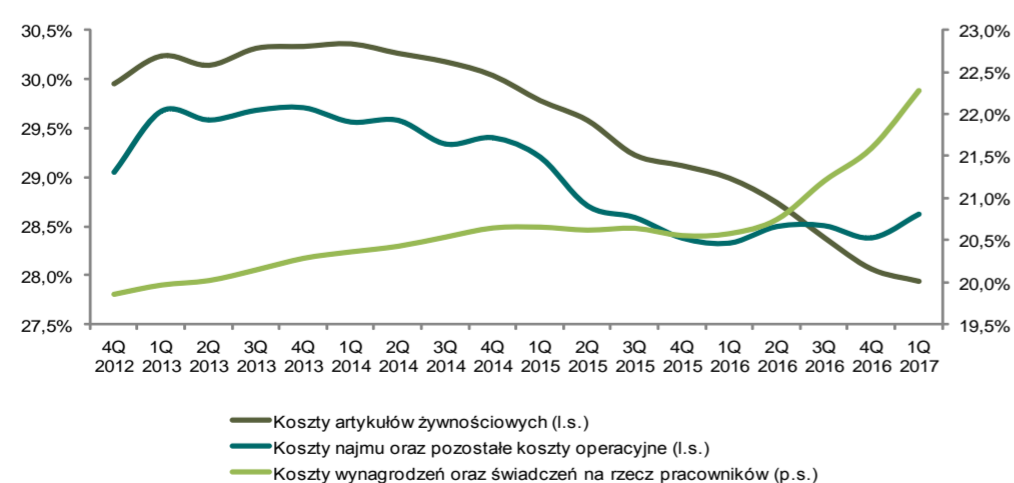
Prognozy wyników

Oczekujemy, iż w 2Q'17 AmRest zanotuje poprawę, jeżeli chodzi o rentowność EBITDA w relacji q/q. Przypomnijmy, iż w pierwszym kwartale marża była pod presją z uwagi na sezonowość biznesu Starbucks i ujemną kontrybucję do wyniku przejętych lokali w Niemczech (ok. -16 mln PLN EBITDA). Drugim powodem słabszego wyniku w 1Q'17 była wysoka baza z ubiegłego roku na rynku polskim (+5,4 mln PLN z tytułu zwrotu VAT w 1Q'16), a także presja na koszty pracy (ok. -1,5 pkt. proc. rentowności EBITDA), która nie została zrównoważona w pełni niższymi kosztami surowców (+0,6 pkt. proc.). Z uwagi na przesunięcie Świąt Wielkanocy, w 1Q'17 nieco niższą dynamikę przychodów zanotował rynek hiszpański – w odróżnieniu od krajów CEE, okresy świąteczne sprzyjają w Europie Zachodniej wyższej sprzedaży na rynku gastronomicznym.

W 2Q'17 prognozujemy lekkie spowolnienie dynamik wzrostu przychodów na rynkach CEE (opisany powyżej efekt Wielkanocy). Rentowność EBITDA powinna naszym zdaniem notować lekki spadek w Polsce (-0,6 pkt. proc. r/r), być stabilna w Czechach i na Węgrzech (wzrost kosztów pracy zrównoważony przez niższe koszty surowców i czynszów) oraz kontynuować wzrosty w segmencie pozostałych krajów. Zarząd AmRestu bardzo pozytywnie odnosi się do koniunktury szczególnie na rynku w Rumunii, gdzie notowane są wysokie, jednocyfrowe dynamiki sprzedaży lfl, a Spółka dostrzega coraz liczniejsze zabiegi centrów handlowych w celu otwarcia na ich terenie kawiarni Starbucks.

W kolejnych kwartałach zwiększające się tempo otwarć oraz utrzymanie dobrej koniunktury gospodarczej powinno przekładać się na lekkie zwiększenie tempa wzrostu sprzedaży w krajach CEE. Z uwagi na brak jednoznacznych informacji nie zakładamy wprowadzenia zakazu lub ograniczenia handlu w niedzielę w Polsce. Przychody, jak i rentowność rynku węgierskiego wspierana jest przez obniżkę stawek VAT na żywność sprzedawaną w restauracjach (z 27% w 2016 do 18% w 2017 i 5% w 2018). Rosnące koszty pracy będą miały wpływ na marżę EBITDA, przy czym zwracamy uwagę na bardzo dobre zarządzanie kosztami surowców, a efekt skali rozładnia koszty zarządu. Spółka w sposób ciągły pracuje również nad optymalizacją wydajności pracowników oraz podwyżkami cenników, przy czym duża wrażliwość cenowa klientów nie ułatwia drugiego z zadań.

Wyk. Udział największych pozycji kosztów w przychodach AmRestu, narastająco za 4 ostatnie kwartały



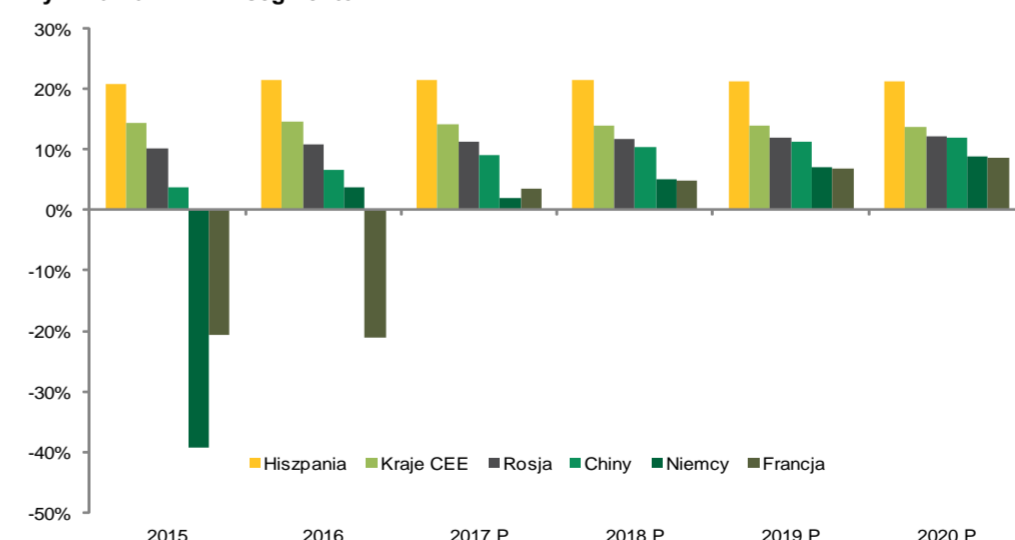
Źródło: Spółka, BM BGZ BNP

Przechodząc do prognoz dla Europy Zachodniej, rynek w Hiszpanii powinien zanotować poprawę dynamiki przychodów do +11,8% r/r, co pozwoli naszym zdaniem zwiększyć marżę EBITDA o 0,3 pkt. proc.. W przypadku Niemiec konsolidacja przez cały kwartał przejętych lokali KFC pozwoli na wygenerowanie prawie 160 mln PLN przychodów i ok. 6 mln PLN EBITDA w porównaniu do minimalnej straty na tym poziomie przed rokiem. Dla Francji przyjmujemy, iż konsolidacja PH Delivery od połowy maja'17 poprawi przychody do 11,5 mln PLN przy wyniku EBITDA oscylującym w pobliżu zera (-1 mln PLN w 2Q'16).

Wartość sprzedaży w Europie Zachodniej będzie zwiększona poprzez konsolidację PH Delivery Niemcy (przyjmujemy w prognozach od sierpnia'17) oraz KFC we Francji (przyjmujemy w prognozach od 4Q'17). Jednakże rentowność przejętych podmiotów jest niższa (zakładamy początkowo odpowiednio ok. 8% i 4%) niż dotychczasowego biznesu. Z drugiej strony oczekujemy efektów restrukturyzacji i optymalizacji KFC i w szczególności Starbucks Niemcy. Od maja'17 wprowadzony został w niemieckich kawiarniach nowy cennik, stopniowo wdrażany jest także nowy system zarządzania, który łączy wynagrodzenia z osiąganymi wynikami lokali. Ponadto już poniesione zostały liczne koszty (np. szkoleń, dostosowanie systemów IT, odświeżenie wystroju), które sukcesywnie przekładać się będą na poprawę rentowności. W Hiszpani AmRest kontynuować będzie dotychczasowy rozwój, przy czym z uwagi na umocnienie złotego dynamika przychodów w PLN będzie niższa od ubiegłorocznej, zakładamy natomiast utrzymanie marży EBITDA.

W dłuższym terminie przyjmujemy, iż zyskowność na poziomie EBITDA w Niemczech, Francji, a także w Chinach stopniowo zbliżać będzie się do tej uzyskiwanej w krajach CEE albo Rosji. Naszym zdaniem będzie to możliwe z uwagi na efekty skali pozwalające na optymalizację kosztów dostaw żywności, lepszą pozycję negocjacyjną jeżeli chodzi o czynsze, rozładnienie kosztów zarządu albo lepszy know-how w przypadku nowych otwarć. Zarząd posiada doświadczenie restrukturyzacji przejmowanych lokali – ich renowacji i podniesieniu wydajności pracy.

Wyk. Marża EBITDA segmentów



Źródło: Spółka, prognozy BM BGZ BNP



Tab. Prognoza wyników po segmentach

		1Q '16	2Q '16	3Q '16	4Q '16	2016	1Q '17	2Q '17 P	3Q '17 P	4Q '17 P	2017 P
CEE	Przychody ze sprzedaży	504,0	536,2	586,2	654,4	2 280,8	585,3	620,2	684,4	783,6	2 673,5
	dynamika r/r	14,8%	17,4%	15,5%	15,5%	15,8%	16,1%	15,7%	16,7%	19,7%	17,2%
	EBITDA	73,6	79,7	91,3	88,4	332,9	77,8	90,4	103,7	104,8	376,7
	dynamika r/r marża EBITDA	24,5% 14,6%	22,7% 14,9%	22,0% 15,6%	3,9% 13,5%	17,2% 14,6%	5,7% 13,3%	13,5% 14,6%	13,6% 15,2%	18,6% 13,4%	13,2% 14,1%
Europa Zachodnia	Przychody ze sprzedaży	204,5	253,7	375,8	378,7	1 212,7	351,2	389,3	460,2	549,8	1 750,4
	dynamika r/r	18,4%	48,7%	97,4%	83,8%	63,9%	71,7%	53,4%	22,5%	45,2%	44,3%
	EBITDA	38,0	36,1	52,7	61,7	188,5	27,9	48,6	63,2	77,6	217,4
	dynamika r/r marża EBITDA	24,0% 18,6%	21,5% 14,2%	38,5% 14,0%	60,3% 16,3%	37,7% 15,5%	-26,4% 8,0%	34,6% 12,5%	20,1% 13,7%	25,9% 14,1%	15,4% 12,4%
Rosja	Przychody ze sprzedaży	89,1	115,9	125,2	135,0	465,2	138,4	147,5	146,4	195,1	627,4
	dynamika r/r	1,9%	-0,1%	27,5%	33,5%	15,5%	55,3%	27,2%	16,9%	44,6%	34,8%
	EBITDA	8,0	14,6	15,8	12,2	50,6	10,7	18,7	20,5	20,3	70,2
	dynamika r/r marża EBITDA	-11,4% 9,0%	-5,3% 12,6%	66,9% 12,6%	87,2% 9,0%	25,1% 10,9%	33,3% 7,7%	28,1% 12,7%	29,4% 14,0%	66,8% 10,4%	38,6% 11,2%
Chiny	Przychody ze sprzedaży	51,1	59,2	58,7	60,0	229,0	60,0	71,5	71,1	70,2	272,9
	dynamika r/r	16,2%	5,5%	5,2%	14,3%	9,9%	17,4%	20,8%	21,0%	17,1%	19,1%
	EBITDA	-0,5	4,9	6,5	4,2	15,1	3,5	7,4	8,4	5,6	24,9
	dynamika r/r marża EBITDA	15,1% -1,0%	6,2% 8,3%	7,4% 11,0%	16,6% 7,0%	92,7% 6,6%	19,9% 5,9%	28,0% 10,3%	26,2% 11,8%	24,6% 7,9%	64,7% 9,1%
Nieprzypisane	Przychody ze sprzedaży	9,5	11,9	11,6	13,1	46,1	12,5	12,5	12,5	14,0	51,5
	dynamika r/r	32,6%	24,1%	24,6%	27,2%	26,8%	31,8%	4,6%	7,9%	7,0%	11,7%
	EBITDA	-3,0	-8,2	-5,7	-14,6	-31,5	-4,6	-4,6	-6,6	0,0	-15,8
	dynamika r/r marża EBITDA	34,2% -32,0%	-39,7% -68,5%	226,7% -48,8%	-2,9% -111,9%	-3,4% -68,4%	-5,0% -36,7%	-43,8% -36,8%	-18,6% -52,8%	-54,9% 0,0%	-40,7% -30,7%

Źródło: Spółka, prognozy BM BGZ BNP

Korzystniejszy w ujęciu r/r kurs rubla powinien sprzyjać dynamice sprzedaży w Rosji, którą prognozujemy na poziomie 27,2% r/r w PLN. Zauważamy przy tym, iż z uwagi na wysoką bazę od 3Q'16 i ponowną deprecjację rubla w czerwcu, kolejne kwartały mogą ponownie być pod presją jeżeli chodzi o tempo poprawy przychodów w PLN. Po spadku rentowności EBITDA w 1Q'17 (-1,3 pkt. proc.) z uwagi na umocnienie rubla (koszty żywności i części czynszów) i jednorazowy skok kosztów pracy, kolejne kwartały wg oczekiwań Zarządu powinny przynieść poprawę marży, czemu sprzyja utrzymanie wysokiej dynamiki sprzedaży lfl. Przyjmujemy, iż AmRest zacznie konsolidować nabyte lokale KFC i PH od 4Q'17, co znacząco poprawi wyniki pod koniec roku. Zgodnie z zapowiedziami ze strony Spółki, przejmowane podmioty wypracowują zbliżoną marżę EBITDA do tej uzyskiwanej przez AmRest w Rosji.

Pozytywną koniunkturę, jak i efekty zwiększania skali działania, AmRest obserwuje w Chinach. Dowodem jest wysoki zysk EBITDA w pierwszym kwartale (3,5 mln PLN), który sezonowo jest najsłabszym okresem (straty rzędu -0,5 mln PLN w 1Q'16 i -0,8 mln PLN w 1Q'15). Jest to naszym zdaniem pozytywny sygnał odnośnie kondycji biznesu w Chinach i oczekujemy utrzymania wysokiego tempa wzrostu w kolejnych kwartałach. Sprzedaż, jak i rentowność wspierana jest przez obniżkę stawek podatku VAT (z 13% na 11%) dla żywności od lipca 2017 r.

Analiza porównawcza

AmRest notowany jest obecnie z ok. 20% dyskontem na wskaźniku EV/EBITDA'18. W okresie od 2014 r. dyskonto dla EV/EBITDA na kolejny rok (Y+1) zmniejszyło się o połowę, uważamy jednakże, iż nadal jest ono zbyt duże biorąc pod uwagę tempo wzrostu Spółki. W okresie ostatnich 10 miesięcy AmRest ogłosił 7 przejęć, które zwiększą liczbę restauracji o ponad 20% i znacząco poprawią perspektywy rozwoju w kolejnych latach, tymczasem poziom dyskonta względem grupy porównawczej utrzymuje się na stabilnym poziomie. Oczekujemy, iż po konsolidacji przejętych lokali i potwierdzeniu ambitnych planów rozwoju na rynkach Niemiec i Francji, powyższe dyskonto powinno zostać zmniejszone. Równocześnie zauważamy, że CAGR dla EBITDA w latach 2017-2019 wynosi wg naszych prognoz 21% względem 7% dla grupy porównawczej, co przy ok. 20% dyskoncie na EV/EBITDA'18 jest naszym zdaniem okazją inwestycyjną.

Tab. Prognozy BM BGZ BNP vs rynkowy konsensus

	2017P			2018P			2019P		
	BM BGZ BNP	Rynek	różnica	BM BGZ BNP	Rynek	różnica	BM BGZ BNP	Rynek	różnica
Przychody ze sprzedaży	5375,7	5347,0	0,5%	6 747,9	6 492,0	3,9%	7 887,2	7 355,0	7,2%
dynamika r/r	27,8%	27,1%		25,5%	21,4%		16,9%	13,3%	
EBITDA	670,5	662,9	1,2%	837,8	826,1	1,4%	1003,8	963,7	4,2%
dynamika r/r	20,7%	19,3%		24,9%	24,6%		19,8%	16,7%	
marża EBITDA	12,5%	12,40%	-0,08%	12,4%	12,73%	0,31%	12,7%	13,10%	0,38%
EBIT	318,2	325,8	-2,3%	417,6	414,8	0,7%	535,4	507,3	5,5%
dynamika r/r	18,7%	21,5%		31,2%	27,3%		28,2%	22,3%	
marża EBIT	5,9%	6,09%	0,17%	6,2%	6,39%	0,20%	6,8%	6,90%	0,11%
Zysk netto	205,3	221,8	-7,4%	288,4	290,1	-0,6%	391,1	372,6	5,0%
dynamika r/r	7,7%	16,3%		40,5%	30,8%		35,6%	28,4%	
marża netto	3,8%	4,15%	0,33%	4,3%	4,47%	0,19%	5,0%	5,07%	0,11%

Źródło: BMBGZ BNP, Bloomberg



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 3,5%, 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 20%;
- 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 20.07.2017 r.

Metoda porównawcza z kolei przedstawia spółkę na tle popularnych mnożników wyznaczonych dla spółek grupy porównawczej. Wartość spółki szacowaliśmy na podstawie wskaźnika 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 konsensusie analityków dla spółek zagranicznych o podobnym profilu działalności. W wycenie porównawczej braliśmy pod uwagę jedynie wskaźnik EV/EBITDA – z uwagi na znaczące różnice w modelach biznesowych pomiędzy AmRest (głównie własne restauracje) a większością peersów (model franczyzowy) poziom amortyzacji i kosztów finansowych jest wyższy dla AmRestu, przez co wskaźniki EV/EBIT i P/E naszym zdaniem nie są odpowiednie dla wyceny.

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 jest wyższa od obecnej wartości rynkowej. Ostatecznie wydajemy zalecenie KUPUJ dla akcji Spółki z ceną docelową 423,45 PLN.

Tab. Podsumowanie wycen

	wycena 1 akcji	waga
metoda DCF	387,49	50%
metoda porównawcza	459,40	50%
wycena AmRest	423,45	
obecna cena akcji	359,95	
różnica (%)	17,6%	

Źródło: BM BGZ BNP

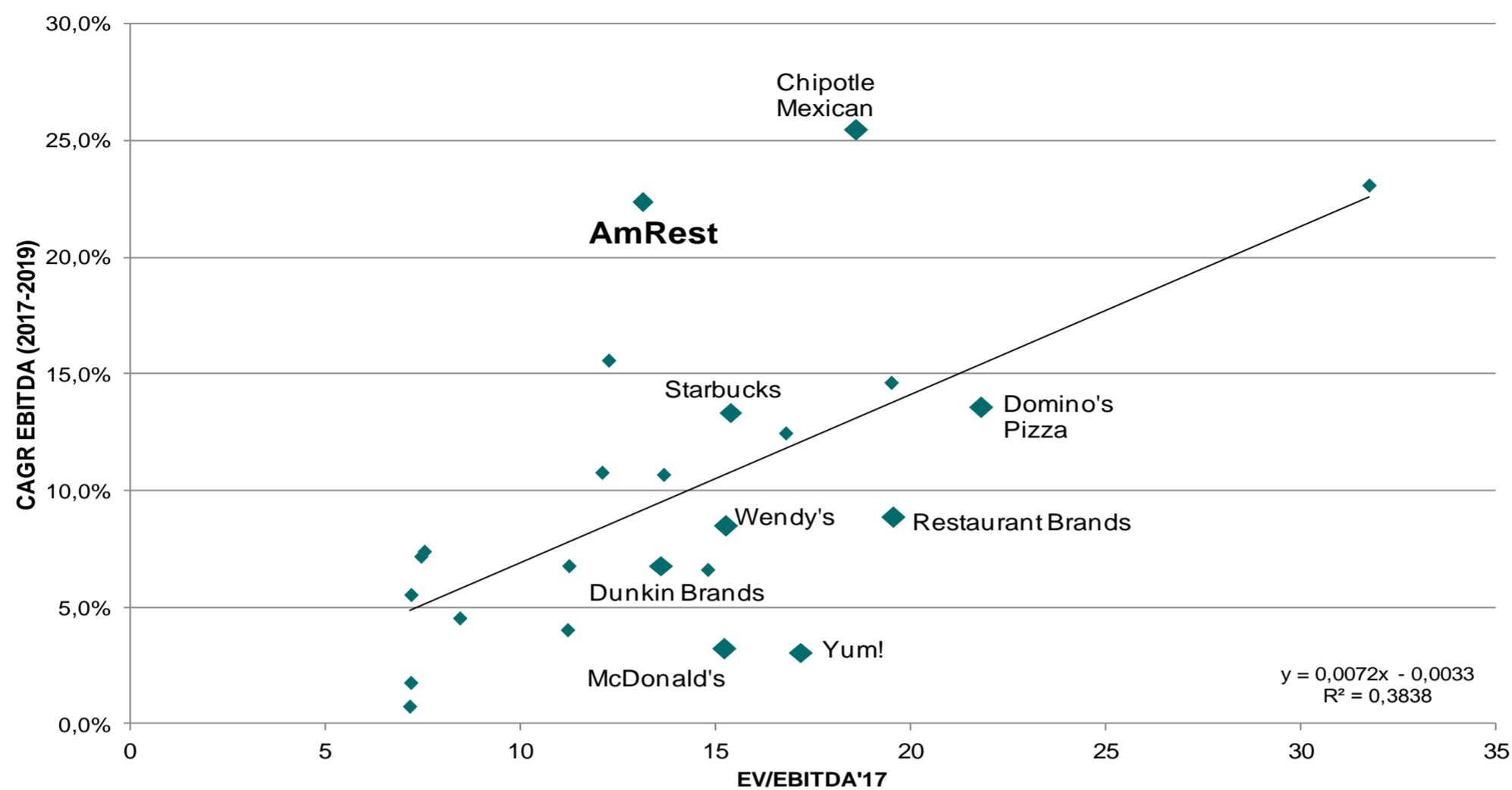
Kapitalizacja (EUR)	EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E			
	2017 P	2018 P	2019 P	2017 P	2018 P	2019 P	2017 P	2018 P	2019 P	
Europa										
DO & CO AG	601,5	12,3	10,7	10,3	7,5	6,8	6,6	26,2	19,5	18,8
AUTOGRILL SPA	2 605,1	15,4	13,8	12,6	7,5	6,9	6,5	25,6	22,1	19,4
DOMINO'S PIZZA G	1 536,4	15,2	13,8	12,4	13,7	12,4	11,2	18,9	17,2	15,5
ELIOR GROUP	4 321,1	16,8	15,4	14,1	11,3	10,6	9,9	20,8	18,3	16,6
RESTAURANT GROUP	734,2	11,7	11,2	10,3	7,2	6,9	6,5	14,7	14,0	12,6
MEDIANA	1 536,4	15,2	13,8	12,4	7,5	6,9	6,6	20,8	18,3	16,6
Ameryka Północna										
ALSEA SAB DE CV	2 824,9	22,5	18,4	15,3	12,3	10,5	9,2	42,3	30,9	23,8
BLOOMIN' BRANDS	1 830,2	13,0	12,9	12,4	7,2	7,2	7,0	14,9	13,9	13,3
BRINKER INTL	1 506,4	11,4	11,6	11,8	7,2	7,2	7,1	11,4	10,8	10,6
CHIPOTLE MEXICAN	9 047,4	27,2	19,4	16,5	18,6	13,9	11,8	45,1	30,7	24,5
CHEESECAKE FACTO	2 077,4	12,8	12,1	11,9	8,5	8,0	7,7	17,7	16,0	15,2
DARDEN RESTAURAN	9 598,0	16,7	14,5	13,4	12,1	10,6	9,9	22,5	20,1	18,3
DOMINO'S PIZZA	8 688,7	23,7	20,8	17,3	21,8	19,2	16,9	38,6	32,3	27,5
STARBUCKS CORP	72 644,0	18,9	16,4	21,5	15,4	13,5	12,0	27,7	24,1	20,6
WENDY'S CO/THE	3 289,8	21,8	19,5	17,7	15,3	14,1	13,0	33,6	27,4	23,1
YUM! BRANDS INC	22 222,6	20,0	18,7	17,2	17,2	16,7	16,2	26,6	23,4	20,2
JACK IN THE BOX	2 391,4	15,1	13,7	13,0	11,2	10,6	10,4	22,6	18,5	16,7
MCDONALDS CORP	107 930,9	18,0	17,4	17,4	15,2	15,1	14,3	24,1	22,5	20,8
DUNKIN' BRANDS G	4 216,5	15,6	14,7	13,8	14,8	13,9	13,0	21,9	20,0	18,1
PANERA BREAD-A	6 150,5	26,8	23,6	19,6	16,8	15,1	13,3	40,8	34,7	28,3
PAPA JOHN'S INTL	2 411,7	18,6	16,8	-	14,7	13,7	-	26,7	23,6	-
RESTAURANT BRAND	24 484,6	21,4	19,3	17,8	19,6	17,7	16,5	33,7	24,8	21,9
MEDIANA	5 183,5	18,7	17,1	16,5	15,0	13,8	12,0	26,6	23,5	20,6
Azja										
CAFE DE CORAL	1 578,7	20,5	20,2	18,1	13,6	13,2	11,9	26,6	25,7	23,1
JOLLIBEE FOODS	4 040,1	30,5	26,6	23,3	19,5	16,9	14,9	35,3	30,7	26,5
JUBILANT FOODWOR	1 143,9	74,7	56,7	40,8	31,8	26,0	21,0	96,8	75,3	53,2
MEDIANA	1 578,7	30,5	26,6	23,3	19,5	16,9	14,9	35,3	30,7	26,5
Amrest	1 801,6	27,3	20,8	16,2	13,0	10,4	8,7	36,9	26,3	19,4
MEDIANA	3 057	18,3	16,6	15,3	14,2	13,4	11,8	26,4	22,9	20,2
Premia/dyskonto*		49,4%	25,3%	5,9%	-8,5%	-22,3%	-26,8%	39,9%	14,6%	-4,2%
Waga w wycenie		0,0%	0,0%	0,0%	33,3%	33,3%	33,3%	0,0%	0,0%	0,0%

Wycena 1 akcji (PLN) 459,40

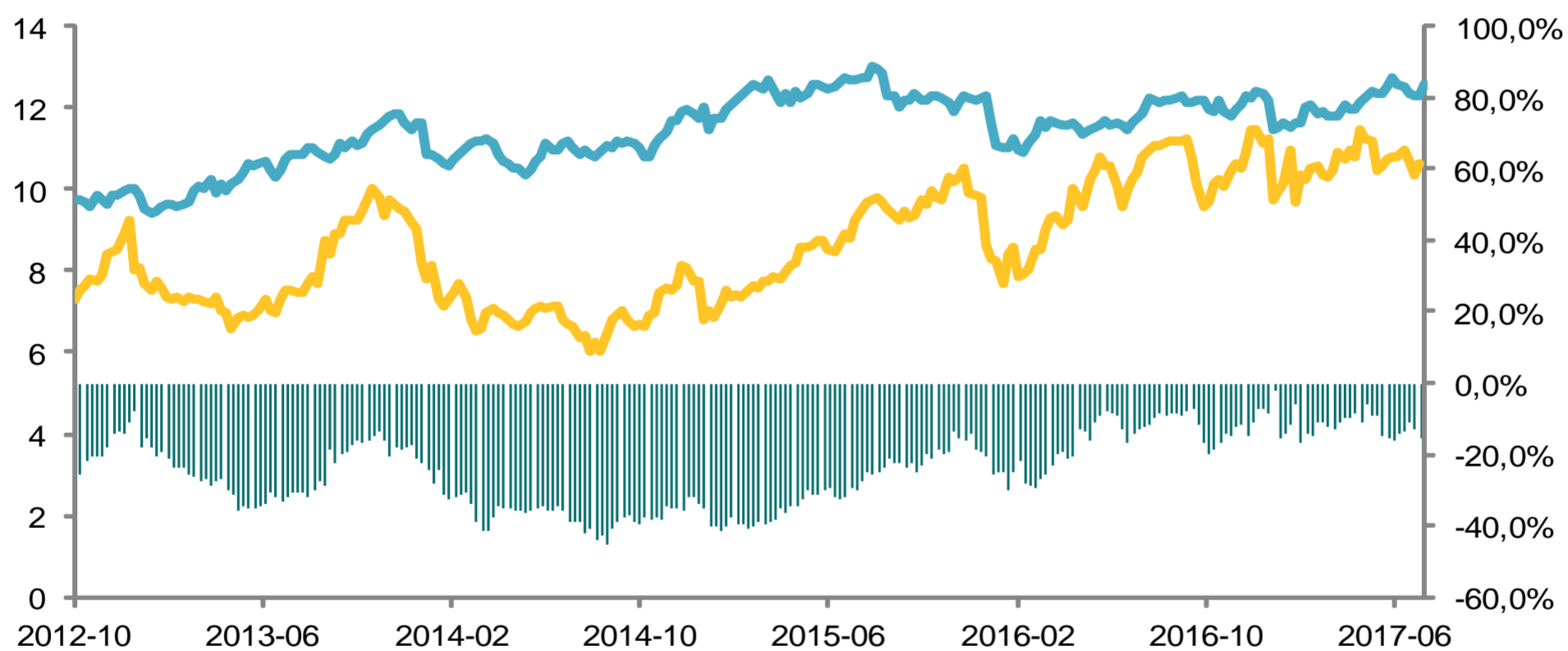
Źródło: Bloomberg, BM BGZ BNP, *wartość dodatnia oznacza, że spółka jest relatywnie droższa od grupy porównawczej



Wycena



Wyk. Wycena prognozowanym wskaźnikiem EV/EBITDA



■ dyskonto AmRest do grupy porównawczej [p.s.] — AmRest — średnia grupy porównawczej

Źródło: Bloomberg

**Tabela: Wycena metodą DCF**

(mln PLN)	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Liczba restauracji	1 705	1 923	2 148	2 369	2 570	2 748	2 901	3 039	3 162	3 277
Przychody	5 376	6 748	7 887	9 014	10 061	11 025	11 899	12 715	13 468	14 190
EBIT	318,2	417,6	535,4	661,2	778,3	887,6	985,4	1 071,9	1 143,0	1 207,8
Efektywna st. podatkowa	24%	22%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
NOPLAT	241,4	325,8	428,3	529,0	622,6	710,1	788,4	857,5	914,4	966,2
Amortyzacja	322,7	408,9	458,1	506,1	551,0	592,5	630,1	666,0	699,7	732,0
CAPEX	-120,7	-139,1	-110,8	-108,3	-100,6	-92,4	-84,0	-79,1	-74,1	-71,6
Inwestycje w kapitał obrotowy	-1 125,2	-804,6	-871,7	-895,7	-860,5	-818,6	-759,6	-735,8	-710,3	-720,9
FCFF	-440,4	69,1	125,5	247,7	413,7	576,4	742,9	866,8	977,9	1 048,9
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
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	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0
Koszt kapitału własnego	13,1%	12,6%	12,0%	11,3%	10,7%	10,3%	9,9%	9,7%	9,4%	9,3%
Koszt długu	5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	3,4%	3,9%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
% kapitału własnego	50,7%	54,4%	59,5%	65,7%	71,7%	77,3%	82,3%	86,7%	90,7%	94,2%
% długu	49,3%	45,6%	40,5%	34,3%	28,3%	22,7%	17,7%	13,3%	9,3%	5,8%
WACC	8,3%	8,6%	8,8%	8,8%	8,8%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	9,0%
Suma DCF		2 422,1								
Wartość rezydualna (TV)		15 360,9								
Zdyskontowana TV		6 911,9								
Wartość dz. operacyjnej		9 334,1								
Dług netto		1 113,9								
Wartość kapitału własnego		8 220,2								
Liczba akcji (tys.)		21 213,9								
Wartość 1 akcji		387,49								

Źródło: BM BGZ BNP.

P - prognozy BM BGZ BNP

Czynniki ryzyka:

- Ryzyko związane z konsolidacją przejętych spółek** - AmRest ogłosił od początku 2016 r. 8 transakcji akwizycyjnych obejmujących 475 lokali - opóźnienia w finalizacji transakcji albo niższe od oczekiwań poziomy synergii lub tempo rozwoju przejmowanych podmiotów stanowią ryzyko osiągnięcia niższych niż prognozujemy wyników finansowych.
- Ryzyko związane ze zmianą regulacji prawnych** - potencjalne wprowadzenie zakazu handlu w niedzielę w Polsce albo zmiany przepisów podatkowych (głównie związane z VAT) może negatywnie wpływać na wyniki AmRest.
- 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 odpowiedzialność restauracji mogą wpłynąć problemy np. z nieswieżą żywnością nie tylko w placówkach AmRestu, ale także w fast-foodach innych marek.
- Ryzyko makroekonomiczne** - częstotliwość odwiedzania restauracji i wielkość wydatków zależą od zamożności i nastrojów konsumentów, która są ściśle skorelowane ze stanem gospodarki. Chociaż AmRest działa na terenie 13 państw, co dywersyfikuje w pewnym stopniu ryzyko pogorszenia się koniunktury, to jej spadek w najważniejszych dla Spółki krajach (np. Polska, Hiszpania, Niemcy) może negatywnie wpływać na generowane wyniki

wzrost FCFF w nieskończoność

	387,49	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
7%	345,45	365,92	389,33	416,36	447,93	
7,8%	344,62	365,05	388,41	415,38	446,88	
WACC	8%	343,79	364,18	387,49	414,41	445,84
8,8%	342,97	363,32	386,58	413,45	444,81	
9%	342,16	362,46	385,68	412,49	443,79	

Źródło: BM BGZ BNP

wzrost FCFF w nieskończoność

	387,49	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
Beta	1,54	344,71	365,15	388,51	415,50	447,00
1,64	344,25	364,66	388,00	414,95	446,42	
1,74	343,79	364,18	387,49	414,41	445,84	
1,84	343,33	363,70	386,98	413,87	445,27	
1,94	342,88	363,22	386,48	413,34	444,70	

Źródło: BM BGZ BNP

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
AKTYWA	2 621,8	2 849,1	3 441,0	4 084,0	4 597,7	5 113,7	5 665,5
Aktywa trwałe	2 220,8	2 325,4	2 852,2	3 654,7	4 050,4	4 464,0	4 853,6
Wartości niematerialne i prawne	528,1	574,1	604,1	604,1	604,1	604,1	604,1
Wartość firmy	578,3	583,1	769,1	769,1	769,1	769,1	769,1
Rzeczowe aktywa trwałe	1 016,3	1 060,0	1 343,7	2 146,3	2 542,0	2 955,6	3 345,2
Pozostałe	676,4	691,2	904,3	904,3	904,3	904,3	904,3
Aktywa obrotowe	401,1	523,8	588,8	429,3	547,3	649,7	811,9
Zapasy	51,6	64,3	82,1	103,9	130,1	151,1	171,6
Należności krótkoterminowe	66,3	92,1	99,4	117,8	147,9	172,9	197,6
Środki pieniężne	257,2	317,9	291,6	91,9	153,7	210,1	327,1
Pozostałe	25,9	49,5	115,7	115,7	115,7	115,7	115,7
PASYWA	2 621,8	2 849,1	3 441,0	4 084,0	4 597,7	5 113,7	5 665,5
Kapitał własny	975,6	1 104,1	1 376,6	1 581,9	1 870,3	2 261,5	2 756,7
Kapitał podstawowy i zapasowy	693,3	679,0	649,6	649,6	649,6	649,6	649,6
Zysk skumulowany	304,4	464,5	655,0	860,3	1 148,8	1 539,9	2 035,1
Zobowiązania i rezerwy	1 646,2	1 745,1	2 064,4	2 502,1	2 727,4	2 852,2	2 908,9
Zobowiązania długoterminowe	1 293,0	1 179,6	1 216,7	1 466,7	1 564,8	1 517,9	1 411,0
w tym dług odsetkowy	1 123,4	1 043,9	1 046,9	1 296,9	1 395,0	1 348,1	1 241,2
Zobowiązania krótkoterminowe	353,2	565,4	847,6	1 035,4	1 162,6	1 334,3	1 497,8
w tym dług odsetkowy	1,1	90,7	224,9	251,6	183,5	198,5	208,5

Źródło: BM BGZ BNP.

P - prognozy BM BGZ BNP

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
EPS	2,2	7,4	8,9	9,6	13,5	18,3	23,2
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
BVPS	45,6	51,6	64,4	74,0	87,5	105,7	128,9
P/E	162,8	48,0	39,6	36,8	26,2	19,3	15,2
P/BV	7,7	6,8	5,5	4,8	4,0	3,3	2,7
P/S	2,6	2,3	1,8	1,4	1,1	1,0	0,8
EV/EBIT	78,3	43,9	32,1	27,0	20,6	16,1	13,0
EV/EBITDA	24,1	19,7	15,5	12,8	10,3	8,6	7,3
EV/S	2,9	2,6	2,0	1,6	1,3	1,1	1,0

Źródło: BM BGZ BNP.

P - prognozy BM BGZ BNP

RZIS (mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody ogółem	2 952,7	3 338,7	4 207,4	5 375,7	6 747,9	7 887,2	9 013,8
zmiana r/r	9,3%	13,1%	26,0%	27,8%	25,5%	16,9%	14,3%
EBIT	109,9	195,7	268,2	318,2	417,6	535,4	661,2
EBITDA	356,4	436,5	555,6	670,5	837,8	1003,8	1176,8
marża operacyjna	3,7%	5,9%	6,4%	5,9%	6,2%	6,8%	7,3%
Saldo z działalności finansowej	-44,5	-34,0	-44,8	-47,7	-47,8	-46,5	-42,2
Zysk (strata) brutto	65,6	162,3	223,5	270,6	369,8	488,9	619,0
marża brutto	2,2%	4,9%	5,3%	5,0%	5,5%	6,2%	6,9%
Zysk (strata) netto	46,4	157,3	190,7	205,3	288,4	391,1	495,2
marża netto	1,6%	4,7%	4,5%	3,8%	4,3%	5,0%	5,5%

Źródło: BM BGZ BNP.

Cash flow (mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przepływy z działalności operacyjnej	296,2	441,8	456,9	648,7	836,4	960,0	1 109,6
Zysk brutto	65,6	162,3	223,5	270,6	369,8	488,9	619,0
Amortyzacja	206,1	223,9	271,1	322,7	408,9	458,1	506,1
Zmiana kapitału obrotowego	21,2	78,4	128,1	120,7	139,1	110,8	108,3
Podatek dochodowy zapłacony	-31,1	-15,0	-31,8	-65,3	-81,4	-97,8	-123,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-316,2	-335,1	-539,1	-1125,2	-804,6	-871,7	-895,7
Nakłady inwestycyjne (CAPEX) oraz przejęcia	-318,3	-276,8	-402,5	-1125,2	-804,6	-871,7	-895,7
Przepływy z działalności finansowej	16,5	-44,7	66,1	276,7	30,0	-31,9	-96,9
Dywidenda i skup akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Splata kredytów netto	24,6	5,9	110,4	276,7	30,0	-31,9	-96,9
Odsetki netto	-39,4	-40,1	-33,3	-33,9	-47,7	-47,8	-46,5
Zmiana stanu środków pieniężnych	-3,5	62,0	-16,1	-199,8	61,8	56,4	117,0
Środki pieniężne: na początek okresu	259,5	257,2	317,9	291,6	91,9	153,7	210,1
na koniec okresu	257,5	317,9	291,6	91,9	153,7	210,1	327,1

Źródło: BM BGZ BNP.

P - prognozy BM BGZ BNP



Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego telefon adres email

Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl
Adam Anioł	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Adrian Kutnik	22 507 52 92	adrian.kutnik@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórniego 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

bmBGZ.net

Zlecenia na GPW i New Connect

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

@IPO.bmBGZ

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 jakkolwiek 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 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 odnośnienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych 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.
- posiadają akcje rekomendowanej Spółki.

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