



Dom Maklerski BDM S.A.

AmRest

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 500,7 PLN

26 STYCZEŃ 2018, 13:14 CEST

Rozpoczynamy pokrywanie AmRest od zalecenia Kupuj i wyznaczamy cenę docelową na poziomie 500,7 PLN/akcję. Uważamy, że sygnalizowana przez zarząd spółki relatywnie płaska EBITDA w 4Q'17, jest już uwzględniona w kursie. Po pozytywnym odczycie sprzedażowym za 4Q'17 (+25% r/r), oczekujemy że restaurator wykorzysta sprzyjające otoczenie makro i utrzyma tendencje przychodowe również w kolejnych okresach. Liczymy także, że dynamiczny rozwój organiczny (w modelu ok. 290-300 lokali) oraz optymalizacja nabytych w '17 biznesów (efekt widoczny w pełni w '19) przełożą się na wysokie dwucyfrowe dynamiki EBITDA już od początku '18. Wsparciem dla ekspansji spółki powinna także być polityka właścicieli głównych marek w portfolio, czyli Yum! i Starbucks. Tym samym, mając na względzie mocno wzrostowy profil biznesu grupy, z optymizmem zapatrujemy się na ścieżkę wynikową. Warto zauważyć, że w przypadku realizacji naszych założeń, AmRest może zaprezentować w '18 jedną z najwyższych rocznych dynamik EBITDA spośród podmiotów, które działają na rynku międzynarodowym. Z czynników ryzyka dostrzegamy m.in. sytuację na rynku pracy, mniejszym zagrożeniem z kolei jest w naszej ocenie zakaz handlu w niedziele (szacujemy, że grupa może utracić ok. 2-3 % rocznej sprzedaży, co powinno być łagodzone przez mniejsze koszty).

W komentarzu do wyników grupy za 3Q'17 przedstawiciele spółki wskazali, że AmRest jest blisko realizacji planu 200 otwarć lokali w całym roku (bez rozwoju akwizycyjnego; na koniec '17 sieć liczyła ponad 1,6 tys. punktów). Jednocześnie podano, że w wyniku prowadzonej ekspansji poprzez przejęcia dynamika EBITDA w 4Q'17 może osiągnąć jednocyfrowe wartości. Prognozujemy, że przychody wzrosną do ok. 1,5 mld PLN (+25% r/r), a EBITDA adj. zwiększy się do ok. 163 mln PLN (+8% r/r).

Liczymy, że w 2018 roku spółka popracuje nad efektywnością nowych biznesów i oczekujemy, że będzie to widoczne zarówno po stronie przychodów, jak i kosztów. Tym samym zakładamy, że grupa powróci do wysokiego tempa wzrostu wyników już od 1Q'18 (efekt niskiej bazy z ubiegłego roku), a w kolejnych kwartałach będzie kontynuować odbudowę rezultatów. Finalnie estymujemy, że AmRest osiągnie w '18 ponad 6,4 mld PLN przychodów oraz 792 mln PLN EBITDA adj., co oznacza wzrost odpowiednio o 22% i 26% względem '17.

W dłuższej perspektywie liczymy, że AmRest będzie kontynuował silny wzrost organiczny sieci (w modelu nie zakładamy kolejnych akwizycji, jednak wskazujemy, że polityki zarówno Yum!, jak i Starbucks będą sprzyjały takim działaniom). Oczekujemy, że spółka w perspektywie 2018-19 zoptymalizuje zakupione biznesy i poprawi marżę (docelowo na koniec okresu prognozy konserwatywnie przyjmujemy spadek do ok. 11,5% rentowności EBITDA adj.). Zarząd grupy jest skupiony na dynamicznej ekspansji i nie spodziewamy się, aby w najbliższych 3 latach doszło do wypłaty dywidendy.

Wycena końcowa [PLN]	500,7
Potencjał do wzrostu / spadku	+20%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	418,0
Kapitalizacja [mln PLN]	8 867,5
Ilość akcji [mln szt.]	21,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	448,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	335,0
Stopa zwrotu za 3 mc	+16,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	+12,3%
Stopa zwrotu za 9 mc	+13,7%
Akcjonariat (% akcji):	
FCapital Dutch B.V.	56,4%
Gosha Holding S.a.r.l	11,6%
NN OFE	7,0%
Pozostali	25,0%

Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

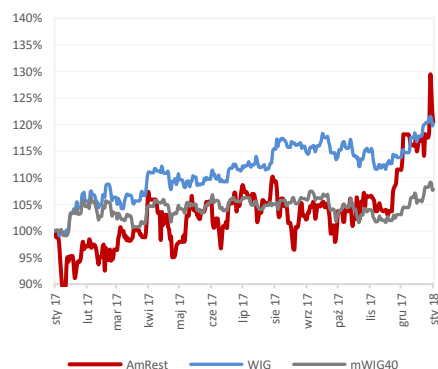
tel. (0-32) 208-14-38

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	3 338,7	4 207,4	5 265,5	6 424,0	7 645,3	8 769,4
EBITDA [mln PLN]	419,6	539,2	610,8	771,0	974,1	1 098,5
EBITDA adj. [mln PLN]*	436,5	555,6	629,7	791,5	997,9	1 125,0
EBIT [mln PLN]	195,7	268,2	289,8	409,9	583,0	673,2
Wynik brutto [mln PLN]	162,3	223,5	235,3	352,5	527,4	625,8
Wynik netto [mln PLN]	157,3	190,7	184,5	285,5	427,2	506,9
P/BV	8,0	6,4	6,3	5,3	4,2	3,4
P/E	56,4	46,5	48,1	31,1	20,8	17,5
EV/EBITDA adj.*	22,2	17,7	15,9	12,6	9,7	8,2
EV/EBIT	49,5	36,7	34,6	24,4	16,6	13,7

* wynik oczyszczony o aktualizację wartości aktywów



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ.....	7
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	9
SZACUNKI WYNIKÓW ZA 4Q'2017.....	10
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	11
OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI.....	15
OPIS I WYNIKI HISTORYCZNE DYWIZJI GEOGRAFICZNYCH.....	16
STRUKTURA KOSZTÓW.....	19
AMREST NA TLE ALSEA.....	20
OTOCZENIE RYNKOWE.....	23
ZAKAZ HANDLU W NIEDZIELE.....	26
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI.....	27

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny AmRest dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 60% wagi, natomiast analizie porównawczej 40%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 507,6 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 490,2 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 10,6 mld PLN, czyli **500,7 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

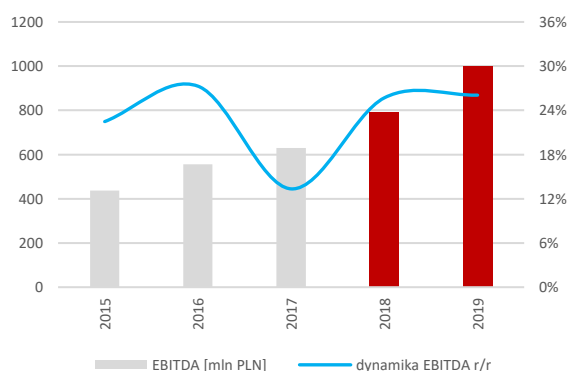
		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	10 768,5	507,6	21,4%
B	Wycena porównawcza	10 400,0	490,2	17,3%
C = (60%*A + 40%*B)		10 621,1	500,7	19,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

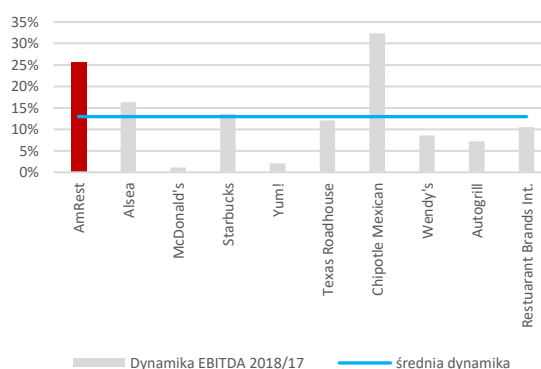
W komentarzu do wyników grupy za 3Q'17 przedstawiciele spółki wskazali, że AmRest jest blisko realizacji planu 200 otwarć lokali w całym roku (bez rozwoju akwizycyjnego; na koniec'17 sieć liczyła ponad 1,6 tys. punktów). Jednocześnie podano, że w wyniku prowadzonej ekspansji poprzez przejęcia dynamika EBITDA w 4Q'17 może osiągnąć jednocyfrowe wartości. Prognozujemy, że przychody wzrosną do ok. 1,5 mld PLN (+25% r/r), a EBITDA adj. zwiększy się do ok. 163 mln PLN(+8% r/r). Liczymy, że w 2018 roku spółka popracuje nad efektywnością nowych biznesów i oczekujemy, że będzie to widoczne zarówno po stronie przychodów, jak i kosztów. Tym samym zakładamy, że grupa powróci do wysokiego tempa wzrostu wyników już od 1Q'18 (efekt niskiej bazy z ubiegłego roku), a w kolejnych kwartałach będzie kontynuować odbudowę rezultatów. Finalnie estymujemy, że AmRest osiągnie w '18 ponad 6,4 mld PLN przychodów oraz 792 mln PLN EBITDA adj., co oznacza wzrost odpowiednio o 22% i 26% względem '17.

Pomimo wzrostu kursu akcji w ostatnim czasie walory AmRestu wydają nam się ciekawą propozycją inwestycyjną. W krótkim terminie zwracamy uwagę na mocny odczyt sprzedażowy za 4Q'17, który przyniósł poprawę o ponad 25% r/r. Spodziewamy się, że sprzyjające otoczenie makro spowoduje, że pozytywne tendencje będą utrzymane także w kolejnych okresach. Oczekujemy, że już od początku '18 do wysokich dwucyfrowych dynamik powróci EBITDA, co z jednej strony będzie wynikało z optymalizacji nabytych w '17 biznesów (wykazują one niższą rentowność), a z drugiej z prowadzonego rozwoju organicznego (zarząd w komentarzu do wyników 3Q'17 wskazywał, że zamierza otworzyć >300 lokali w '18). Intensywnej rozbudowie liczby restauracji sprzyja również polityka prowadzona przez głównych franczyzodawców, czyli Yum! oraz Starbucks. Zwracamy też uwagę, że w przypadku realizacji naszych założeń, AmRest zaprezentowałby jedną z najwyższych dynamik EBITDA'18 z podmiotów o międzynarodowym zasięgu (blisko 26% vs 16% w Alsea i 14% w Starbucks). Z czynników ryzyka dostrzegamy m.in. sytuację na rynku pracy, mniejszym zagrożeniem z kolei jest w naszej ocenie zakaz handlu w niedziele (szacujemy, że grupa może utracić ok. 2-3% rocznej sprzedaży, co powinno być łagodzone przez mniejsze koszty). Podsumowując, do perspektyw spółki podchodzimy z dużym optymizmem i rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla AmRestu od zalecenia Kupuj, wyznaczając jednocześnie cenę docelową na poziomie 500,7 PLN/walor.

Ścieżka EBITDA adj. w kolejnych okresach



Dynamika EBITDA'18 na tle grupy porównawczej



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYCENA DCF

Wyceny akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10-letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na rynkowych stopach zwrotu wolnych od ryzyka (na poziomie 4%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1.

Główne założenia modelu:

- Spodziewamy się, że 2018 rok przyniesie dalsze wzrosty EBITDA. Estymujemy, że prowadzona ekspansja, zarówno organiczna, jak i akwizycyjna przełoży się na wypracowanie blisko 792 mln PLN EBITDA adj. w '18 (+26% r/r; w '17 +13% r/r). Liczymy również, że optymalizacja nabywanych biznesów będzie przynosić widoczne rezultaty – w scenariuszu bazowym przyjmujemy symboliczny wzrost marży EBITDA w '18 oraz powrót >12,5% w '19.
- Przyjmujemy również, że w latach 2018-19 AmRest zwiększy liczbę restauracji odpowiednio do 1,93 tys. i 2,21 tys. lokali.
- Podstawowe założenia w modelu:

Podstawowe założenia modelu

	2017	2018P	2019P	2020P	>2020P
Przychód/lokal					
Region CE	-0,5%	1,1%	1,5%	1,3%	1,2%
Rosja	-4,5%	0,1%	5,0%	3,5%	2,0%
Hiszpania	-1,6%	2,0%	2,0%	1,7%	1,5%
Pozostałe kraje WE	-38,1%	-10,2%	2,5%	2,2%	2,0%
Chiny	-7,0%	2,7%	3,0%	2,0%	1,0%
Liczba restauracji	1 638	1 934	2 207	2 471	
Region CE	739	903	1 057	1 201	
Rosja	165	220	273	324	
Europa Zachodnia	687	752	816	883	
Chiny	47	59	61	63	
Zmiana liczby lokali	459	296	273	264	
Region CE	118	164	154	144	
Rosja	42	55	53	51	
Europa Zachodnia	287	65	64	67	
Chiny	12	12	2	2	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Przyjmujemy, że w perspektywie 3 lat AmRest nie wypłaci dywidendy, a zatrzymane środki przeznaczy na dynamiczny rozwój sieci restauracji. W długim terminie zakładamy, że grupa zacznie dzielić się zyskiem z akcjonariuszami.
- Poziom zapasów, należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach.
- W latach 2018-27 przyjmujemy efektywną stawkę 19% (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2027 roku na poziomie 2,5%.
- Dług netto uwzględnia prognozowany stan bilansowy na koniec 2017 roku (skorygowany o bieżącą wartość ok. 118,7 tys. akcji własnych).
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2027 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 21,2 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 26.01.2018 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki AmRest na poziomie 10,8 mld PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 507,6 PLN.

Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	6 424,0	7 645,3	8 769,4	9 833,7	10 875,3	11 900,7	12 885,8	13 829,7	14 730,2	15 584,8
EBIT [mln PLN]*	430,5	606,8	699,7	789,5	880,0	971,8	1 062,4	1 151,8	1 239,6	1 325,4
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	81,8	115,3	132,9	150,0	167,2	184,6	201,9	218,8	235,5	251,8
NOPLAT [mln PLN]	348,7	491,5	566,8	639,5	712,8	787,1	860,6	932,9	1 004,0	1 073,6
Amortyzacja [mln PLN]	361,1	391,1	425,3	451,6	468,8	478,6	482,4	481,2	476,1	467,6
CAPEX [mln PLN]	-702,3	-597,4	-594,3	-575,7	-556,9	-537,8	-518,3	-498,2	-477,6	-456,5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	52,6	81,9	66,8	55,4	47,4	40,0	31,1	22,5	14,2	6,1
FCF [mln PLN]	60,1	367,0	464,5	570,8	672,1	767,9	855,8	938,4	1 016,6	1 090,7
DFCF [mln PLN]	56,2	319,3	374,4	425,7	463,2	488,3	501,3	505,9	503,5	495,6
Suma DFCF [mln PLN]	4 133,4									
Wartość rezydualna [mln PLN]	17 045,7				wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2,5%					
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	7 745,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	11 878,9									
Dług netto 2017P [mln PLN]	1 110,4									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	10 768,5									
Ilość akcji [tys.]	21,2									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	507,6									

Przychody zmiana r/r	22,0%	19,0%	14,7%	12,1%	10,6%	9,4%	8,3%	7,3%	6,5%	5,8%
EBIT zmiana r/r	39,4%	41,0%	15,3%	12,8%	11,5%	10,4%	9,3%	8,4%	7,6%	6,9%
FCF zmiana r/r	24,7%	511,1%	26,6%	22,9%	17,7%	14,3%	11,4%	9,7%	8,3%	7,3%
Marża EBITDA	12,3%	13,1%	12,8%	12,6%	12,4%	12,2%	12,0%	11,8%	11,6%	11,5%
Marża EBIT	6,7%	7,9%	8,0%	8,0%	8,1%	8,2%	8,2%	8,3%	8,4%	8,5%
Marża NOPLAT	5,4%	6,4%	6,5%	6,5%	6,6%	6,6%	6,7%	6,7%	6,8%	6,9%
CAPEX / Przychody	10,9%	7,8%	6,8%	5,9%	5,1%	4,5%	4,0%	3,6%	3,2%	2,9%
CAPEX / Amortyzacja	194,5%	152,8%	139,7%	127,5%	118,8%	112,4%	107,4%	103,5%	100,3%	97,6%
Zmiana KO / Przychody	-0,8%	-1,1%	-0,8%	-0,6%	-0,4%	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,1%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-4,5%	-6,7%	-5,9%	-5,2%	-4,5%	-3,9%	-3,2%	-2,4%	-1,6%	-0,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *EBIT oczyszczony o aktualizację wartości aktywów

Kalkulacja WACC

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	57,8%	63,3%	70,1%	76,2%	79,6%	83,0%	86,4%	89,8%	93,1%	96,4%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,3%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	42,2%	36,7%	29,9%	23,8%	20,4%	17,0%	13,6%	10,2%	6,9%	3,6%
WACC	7,0%	7,3%	7,6%	7,9%	8,1%	8,2%	8,4%	8,5%	8,7%	8,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%	4,50%
beta	0,7	529,5	560,2	596,0	638,4	527,3	751,5	829,2	929,2	1 062,6
	0,8	486,6	512,3	542,0	576,7	617,7	666,8	726,9	802,1	898,8
	0,9	449,1	470,9	495,8	524,5	558,0	597,6	645,2	703,3	776,0
	1,0	416,2	434,7	455,8	479,9	507,6	540,0	578,3	624,3	680,5
	1,1	386,9	402,9	420,8	441,2	464,5	491,3	522,6	559,7	604,1
	1,2	360,8	374,6	390,1	407,4	427,1	449,6	475,6	505,9	541,7
	1,3	337,4	349,4	362,7	377,7	394,5	413,5	435,3	460,4	489,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / Wzrost/spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%	4,50%
premia za ryzyko	3,00%	579,0	616,1	660,0	712,6	776,9	857,3	960,8	1 098,7	1 292,0
	4,00%	486,6	512,3	542,0	576,7	617,7	666,8	726,9	802,1	898,8
	5,00%	416,2	434,7	455,8	479,9	507,6	540,0	578,3	624,3	680,5
	6,00%	360,8	374,6	390,1	407,4	427,1	449,6	475,6	505,9	541,7
	7,00%	316,2	326,7	338,3	351,3	365,7	381,9	400,4	421,4	445,7
	8,00%	279,5	287,7	296,6	306,5	317,4	329,4	343,0	358,2	375,4
	9,00%	248,9	255,3	262,3	270,0	278,3	287,6	297,7	309,1	321,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
premia za ryzyko	3,00%	996,2	911,8	839,5	776,9	722,1	673,8	630,9	592,5	558,0
	4,00%	817,7	739,6	673,8	617,7	569,1	526,8	489,6	456,6	427,1
	5,00%	689,3	617,7	558,0	507,6	464,5	427,1	394,5	365,7	340,2
	6,00%	592,5	526,8	472,6	427,1	388,4	355,1	326,2	300,8	278,3
	7,00%	517,1	456,6	407,0	365,7	330,7	300,8	274,8	252,2	232,2
	8,00%	456,6	400,7	355,1	317,4	285,5	258,4	234,9	214,5	196,5
	9,00%	407,0	355,1	313,1	278,3	249,2	224,3	203,0	184,4	168,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

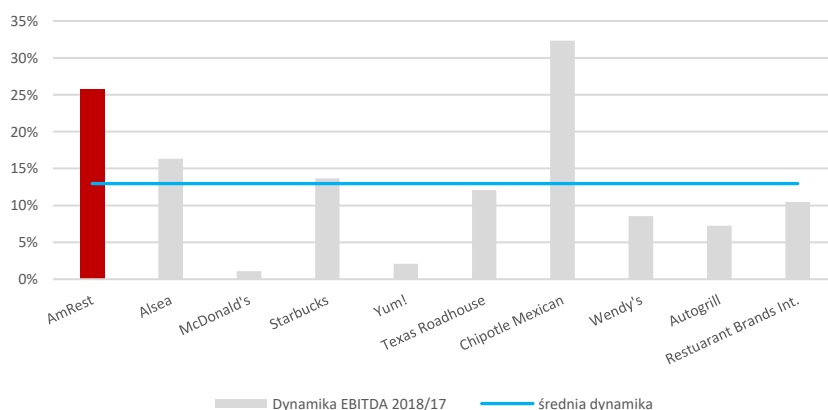
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2018-19 dla wybranych spółek z branży gastronomicznej. W wycenie uwzględniliśmy m.in. Alsea (globalny licencjobiorca; profil działalności najmocniej zbliżony do AmRestu), Yum! Brands oraz Starbucks, co naszym zdaniem oddaje charakter działalności grupy. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy odpowiednio 30/70% wagi). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 50%). Ostateczna wycena AmRest metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **490,2 PLN**.

Wycena porównawcza [PLN]

	P/E		EV/EBITDA	
	2018	2019	2018	2019
Alsea	28,8	21,3	9,7	8,3
McDonald's	26,8	26,1	17,1	16,3
Starbucks	25,5	24,9	14,1	12,4
Yum! Brands	28,5	26,8	18,7	18,5
Texas Roadhouse	26,8	23,9	12,2	10,9
Chipotle Mexican Grill	33,3	26,6	15,2	12,6
Wendy's	30,3	26,7	14,8	13,6
Autogrill	24,5	21,9	7,1	6,5
Restaurant Brands Int.	23,5	20,6	17,0	15,3
Mediana	26,8	24,9	14,8	12,6
AmRest	31,1	20,8	12,6	9,7
Premia/dyskonto vs grupa	15,7%	-16,5%	-14,6%	-23,3%
Premia dyskonto vs Alsea	7,6%	-2,7%	30,2%	17,5%
Wycena wg wskaźnika	361,2	500,5	486,9	544,5
Waga roku	50%	50%	50%	50%
Wycena wg wskaźników	430,9		515,7	
Waga wskaźnika	30%		70%	
Wycena końcowa [PLN]	490,2			

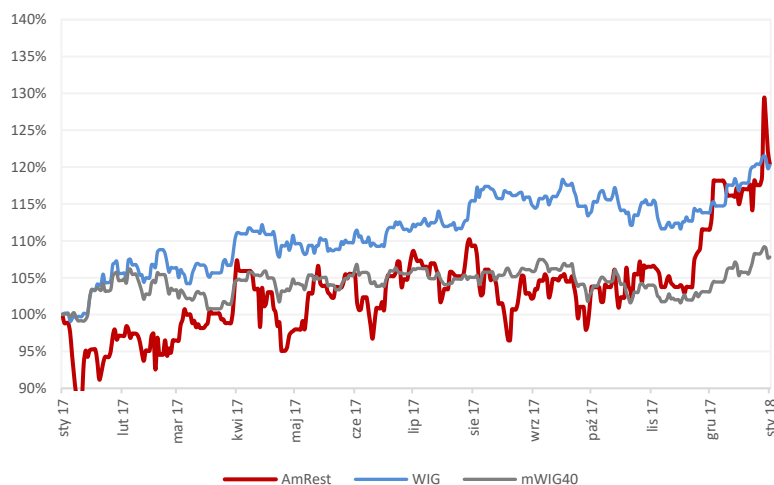
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Prognozowana dynamika EBITDA 2018/17



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

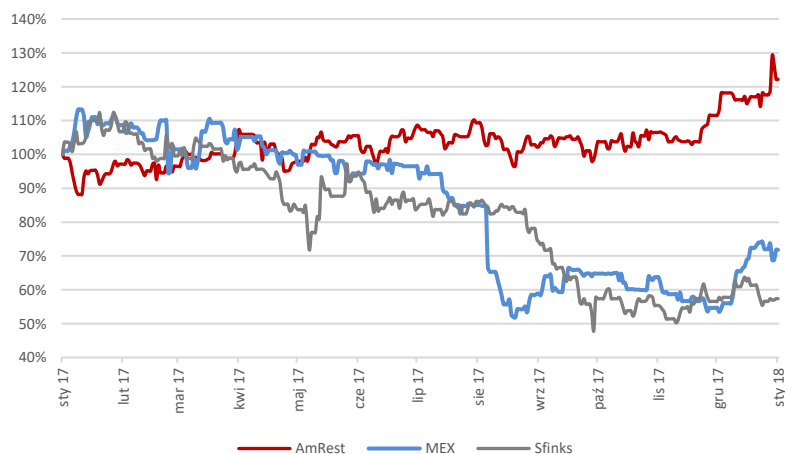
Zachowanie kursu na tle WIG



W perspektywie minionego roku walory AmRestu radziły sobie podobnie jak szeroki rynek, zyskując ok. 20%.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

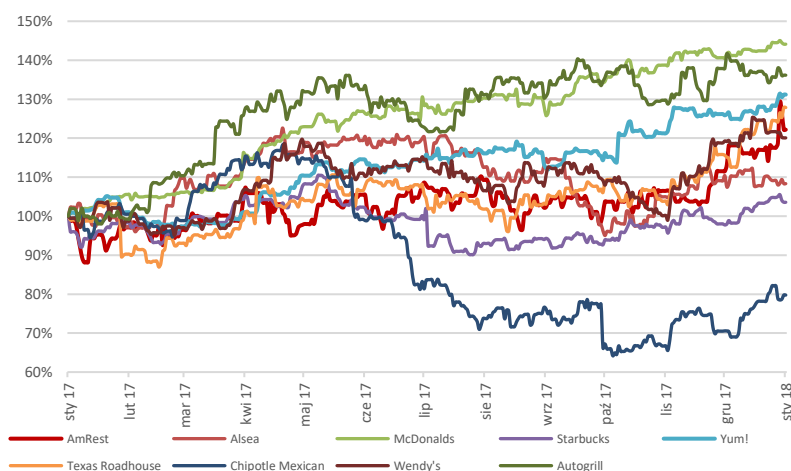
Zachowanie kursu na tle krajowych restauratorów



W gronie krajowych restauratorów najlepiej radziły sobie walory AmRestu, który rozwijał się oraz poprawiał wyniki. Dużo słabiej wypadli mniejsi przedstawiciele branży, czyli Mex oraz Sfinks.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle podmiotów zagranicznych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

▪ **Ryzyko utraty posiadanych licencji i brak wyłączności**

Spółka zarządza restauracjami KFC, Pizza Hut (Yum!), Burger King i Starbucks jako franczyzobiorca. Umowy na posiadanie licencji wynosi średnio 10 lat i nie ma pewności, że zostanie przedłużona na kolejny okres. Dodatkowo istnieje szereg ograniczeń oraz specyfikacji, które są narzucane przez właścicieli brandów odnośnie oferty produktowej czy tempa rozwoju sieci. Umowy z Yum! czy BK nie zawierają klauzuli wyłączności dot. prowadzenia danej sieci w poszczególnych krajach, co oznacza, że teoretycznie na danym rynku może funkcjonować inny operator. Markami własnymi grupy są La Tagliatella, Blue Frog oraz Kabb.

▪ **Ryzyko nieudanych akwizycji**

Polityka Yum! w ostatnim czasie opiera się na przekazywaniu rynków franczyzobiorcom oraz dynamicznym rozwoju sieci. Z jednej strony sprzyja to AmRestowi, który ma większą możliwość wejścia na nowy rynek/szybszej rozbudowy skali. Z drugiej strony przejmowane mogą wykazywać niższą rentowność niż grupa i przejściowo obciążać EBITDA/marże spółki.

▪ **Ryzyko podniesienia stawki VAT**

W 2016 roku ministerstwo finansów uznało, że stawka VAT na produkty gastronomiczne ma wynosić 8% lub 23%. Wcześniej wielu restauratorów, jak np. AmRest czy McDonald's, stosowało stawki 5% lub 23%, na bazie indywidualnych interpretacji podatkowych (McDonald's zrezygnował już z preferencyjnych stawek; zwracamy jednak uwagę, że to AmRest jest właścicielem większości lokali w Polsce i to on otrzymał korzystną interpretację; w przypadku McDonald's większość lokali jest prowadzona przez indywidualnych przedsiębiorców, których interpretacja nie obejmuje). Istnieje ryzyko, że fiskus może zażądać od spółki zwrotu różnicy w VAT-owskiej stawce nawet za 5 lat wstecz. Z drugiej strony stosowanie wyższej stawki VAT może przełożyć się na spadek popytu na dania sprzedawane w lokalach prowadzonych przez AmRest.

▪ **Sytuacja na rynku pracy**

W minionym roku rynek pracy stał się zdecydowanie trudniejszy dla branży restauracyjnej. Spadek bezrobocia oraz presja płacowa szczególnie w regionie Europy Centralnej zmusiły restauratorów, w tym AmRest, do podwyżek pensji, co obciążyło wyniki grupy. Ryzykiem jest także akwizycja nowych biznesów, szczególnie w Europie Zachodniej, gdzie zarobki są istotnie wyższe.

▪ **Konkurencja rynkowa**

Rynek, na którym działa spółka, jest mocno konkurencyjny. Głównymi rywalami dla marek z portfolio AmRestu są m.in. McDonald's dla KFC oraz Burger King oraz sieć kawiarni Green Cafe Nero dla Starbucks. W przypadku Pizza Hut rynek jest rozdrobniony i nie ma jednego dużego gracza, istnieje natomiast presja ze strony lokalnych pizzerii. W drugim aspekcie potencjalnym zagrożeniem dla grupy jest meksykańska Alsea, która również jest franczyzobiorcą (BK). Podmiot w Europie jest obecny jedynie na półwyspie iberyjskim.

▪ **Zakaz handlu w niedzielę**

Sejmowa komisja przyjęła projekt zgodnie z którym od 01.01.18 handel będzie możliwy tylko w 2. i 4. niedzielę miesiąca. Uważamy, że zakaz w krótkim terminie może negatywnie odbić się na sektorze gastronomicznym (spadek obrotów w lokalach zlokalizowanych w galeriach). Z drugiej strony należy spodziewać się działań takich jak np. ograniczanie zatrudnienia/godzin pracy. Według naszych szacunków zakaz może objąć ok. 2-3% rocznej sprzedaży AmRest. Szczegółowe założenia ustawy opisujemy na stronie 26.

▪ **Ryzyko kursowe**

Grupa posiada ekspozycję walutową przede wszystkim na EUR, w którym jest wyrażona duża część przychodów oraz m.in. koszty najmu. Z jednej strony osłabienie PLN powoduje wzrost sprzedaży, a z drugiej wyższe koszty dzierżawy. Dla spółki istotne jest również zachowanie RUB oraz CNY.

▪ **Sezonowość wyników**

Branża gastronomiczna cechuje się słabszą sprzedażą w pierwszej połowie roku, co jest efektem m.in. mniejszej liczby dni roboczych oraz niższą odwiedzalnością. W przypadku EBITDA kluczowy dla AmRestu jest zazwyczaj trzeci kwartał, który odpowiada średnio za ok. 1/3 wyniku.

SZACUNKI WYNIKÓW ZA 4Q'2017

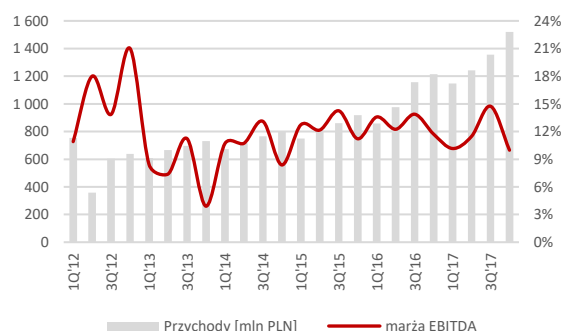
W komentarzu do wyników grupy za 3Q'17 przedstawiciele spółki wskazali na korzystne otoczenie rynkowe, które wspiera biznes restauracyjny. Wskazali również, że AmRest jest blisko realizacji planu 200 otwarć lokali w całym roku (bez rozwoju akwizycyjnego; na koniec'17 sieć liczyła ponad 1,6 tys. punktów). Jednocześnie podano, że w wyniku prowadzonej ekspansji poprzez przejęcia dynamika EBITDA w 4Q'17 może osiągnąć jednocyfrowe wartości. Według naszych szacunków rezultaty grupy mogą okazać się nieznacznie lepsze. Prognozujemy, że przychody wzrosną do ok. 1,5 mld PLN (+25% r/r) i że dalszej poprawie, m.in. dzięki efektowi skali, ulegnie pierwsza marża (zakładamy wzrost o 0,2 p.p. r/r). Na poziomie EBITDA estymujemy ok. 163,4 mln PLN, co oznacza przyrost o blisko 8% r/r. W przypadku realizacji naszych założeń dla 4Q'17, w ujęciu całorocznym daje to 5,2-5,3 mld PLN przychodów i 630 mln PLN EBITDA adj., czyli odpowiednio o 25% i 13% więcej niż w '16.

Szacunki wyników AmRest za 4Q'17 [mln PLN]*

	4Q'16	4Q'17P	zmiana r/r	2016	2017P	zmiana r/r
Przychody	1 214,5	1 519,2	25,1%	4 207,4	5 265,5	25,1%
Wynik brutto ze sprzedaży	876,7	1 100,5	25,5%	3 026,5	3 824,7	26,4%
EBITDA	142,4	151,6	6,5%	539,2	610,8	13,3%
EBITDA adj.	151,8	163,4	7,6%	555,6	629,7	13,3%
EBIT	67,3	68,6	1,9%	268,2	289,8	8,1%
Zysk brutto	55,5	53,3	-3,8%	223,5	235,3	5,3%
Zysk netto	50,8	43,2	-14,9%	190,7	184,5	-3,3%
marża brutto ze sprzedaży	72,2%	72,4%		71,9%	72,6%	
marża EBITDA	11,7%	10,0%		12,8%	11,6%	
marża EBITDA adj.	12,5%	10,8%		13,2%	12,0%	
marża EBIT	5,5%	4,5%		6,4%	5,5%	
marża netto	4,2%	2,8%		4,5%	3,5%	

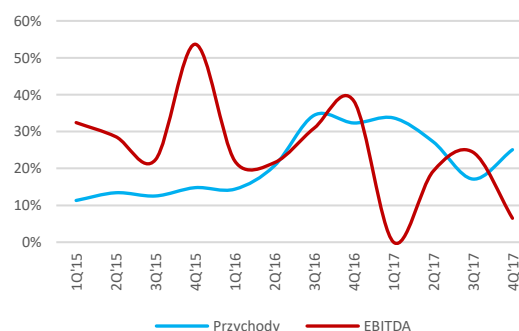
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *korekta o aktualizację wartości aktywów

Marża EBITDA [%]



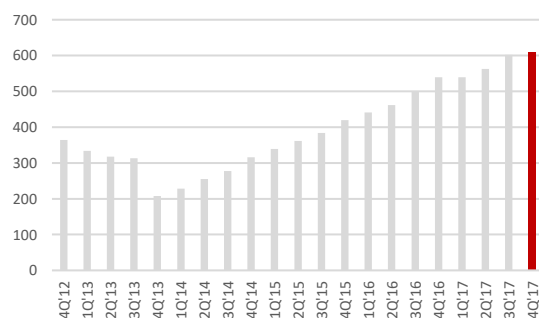
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dynamika przychodów i EBITDA w ujęciu r/r [%]



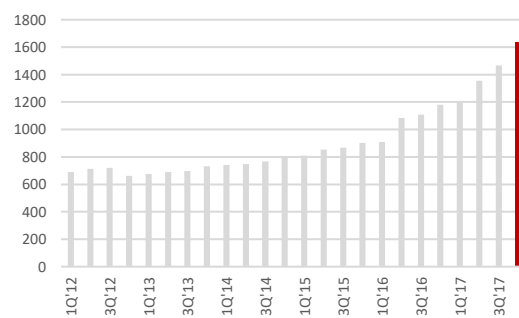
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA narastająco ltm [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Liczba restauracji [szt.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

W naszym odczuciu '17 był dobrym okresem dla AmRestu. Co prawda dynamika EBITDA w ujęciu rocznym spowolniła do szacowanych przez nas ok. 13%, jednak przyrost nowych lokali w grupie zdecydowanie robi wrażenie. W minionym roku restaurator zwiększył skalę sieci aż o 39%, co było efektem rozwoju organicznego oraz akwizycji, które w '17 obciążyły EBITDA (przejmowane rynki cechowały się niższą marżowością). Liczymy jednak, że w 2018 roku spółka popracuje nad efektywnością nowych biznesów i oczekujemy, że będzie to widoczne zarówno po stronie przychodów, jak i kosztów. Tym samym zakładamy, że grupa powróci do wysokiego tempa wzrostu wyników już od 1Q'18 (efekt niskiej bazy z ubiegłego roku), a w kolejnych kwartałach będzie kontynuować odbudowę rezultatów. Finalnie estymujemy, że AmRest osiągnie w '18 ponad 6,4 mld PLN przychodów oraz 792 mln PLN oczyszczonej EBITDA, co oznacza wzrost odpowiednio o 22% i 26% względem '17. W modelu przyjmujemy, że spółka skupi się w '18 na optymalizacji przejętych biznesów i że rozwój będzie miał miejsce jedynie w ujęciu organicznym (przyjmujemy otwarcie ok. 290-300 lokali; głównie w obszarze Europy Zachodniej i Europy Centralnej; zarząd wskazywał na min. 300 otwarć).

W dłuższej perspektywie liczymy, że AmRest będzie kontynuował silny wzrost organiczny sieci (w modelu nie zakładamy kolejnych akwizycji, jednak wskazujemy, że polityki zarówno Yum!, jak i Starbucks będą sprzyjały następnym takim działaniom). Oczekujemy, że spółka w perspektywie 2018-19 zoptymalizuje zakupione biznesy i poprawi marżę (docelowo na koniec okresu prognozy konserwatywnie przyjmujemy spadek do ok. 11,5% rentowności EBITDA adj.). Zarząd grupy jest skupiony na dynamicznej ekspansji i nie spodziewamy się, aby w najbliższych 3 latach doszło do wypłaty dywidendy.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17P	1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody	858,2	977,1	1 157,6	1 214,5	1 147,4	1 243,1	1 355,7	1 519,2	1 427,6	1 489,8	1 667,5	1 839,1	3 338,7	4 207,4	5 265,5	6 424,0	7 645,3	8 769,4
Wynik brutto ze sprzedaży	610,2	701,4	838,2	876,7	823,8	906,9	993,4	1 100,5	1 027,9	1 086,9	1 221,9	1 337,7	2 366,6	3 026,5	3 824,7	4 674,3	5 561,5	6 377,4
EBITDA	116,6	119,7	160,7	142,4	116,6	142,7	199,9	151,6	149,9	167,8	236,5	216,7	419,6	539,2	610,8	771,0	974,1	1 098,5
EBITDA adj.*	116,0	127,2	160,6	151,8	117,1	148,9	200,3	163,4	150,5	175,3	237,0	228,8	436,5	555,6	629,7	791,5	997,9	1 125,0
EBIT	55,2	54,8	90,9	67,3	40,1	62,0	119,2	68,6	60,3	79,9	147,3	122,4	195,7	268,2	289,8	409,9	583,0	673,2
Wynik netto	38,5	36,6	64,8	50,8	21,3	34,2	85,8	43,2	36,9	52,7	108,2	87,8	157,3	190,7	184,5	285,5	427,2	506,9
Marża brutto ze sprzedaży	71,1%	71,8%	72,4%	72,2%	71,8%	73,0%	73,3%	72,4%	72,0%	73,0%	73,3%	72,7%	70,9%	71,9%	72,6%	72,8%	72,7%	72,7%
Marża EBITDA	13,6%	12,2%	13,9%	11,7%	10,2%	11,5%	14,7%	10,0%	10,5%	11,3%	14,2%	11,8%	12,6%	12,8%	11,6%	12,0%	12,7%	12,5%
Marża EBITDA adj.*	13,5%	13,0%	13,9%	12,5%	10,2%	12,0%	14,8%	10,8%	10,5%	11,8%	14,2%	12,4%	13,1%	13,2%	12,0%	12,3%	13,1%	12,8%
Marża EBIT	6,4%	5,6%	7,9%	5,5%	3,5%	5,0%	8,8%	4,5%	4,2%	5,4%	8,8%	6,7%	5,9%	6,4%	5,5%	6,4%	7,6%	7,7%
Marża netto	4,5%	3,8%	5,6%	4,2%	1,9%	2,8%	6,3%	2,8%	2,6%	3,5%	6,5%	4,8%	4,7%	4,5%	3,5%	4,4%	5,6%	5,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *korekta o aktualizację wartości aktywów

Prognoza ogólna na lata 2017-2027 [mln PLN]

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	2 952,7	3 338,7	4 207,4	5 265,5	6 424,0	7 645,3	8 769,4	9 833,7	10 875,3	11 900,7	12 885,8	13 829,7	14 730,2	15 584,8
Wynik brutto ze sprzedaży	2 065,8	2 366,6	3 026,5	3 824,7	4 674,3	5 561,5	6 377,4	7 149,5	7 904,6	8 647,5	9 360,7	10 043,7	10 694,7	11 312,0
EBITDA	316,0	419,6	539,2	610,8	771,0	974,1	1 098,5	1 212,4	1 318,0	1 417,8	1 510,7	1 597,7	1 679,4	1 756,2
EBITDA adj.*	356,4	436,5	555,6	629,7	791,5	997,9	1 125,0	1 241,1	1 348,8	1 450,4	1 544,8	1 633,0	1 715,6	1 793,0
EBIT	109,9	195,7	268,2	289,8	409,9	583,0	673,2	760,7	849,2	939,2	1 028,3	1 116,5	1 203,3	1 288,6
Wynik brutto	65,3	162,3	223,5	235,3	352,5	527,4	625,8	722,6	816,3	911,9	1 006,8	1 100,9	1 193,8	1 285,1
Wynik netto	46,1	157,3	190,7	184,5	285,5	427,2	506,9	585,3	661,2	738,6	815,5	891,7	967,0	1 040,9
Marża brutto ze sprzedaży	70,0%	70,9%	71,9%	72,6%	72,8%	72,7%	72,7%	72,7%	72,7%	72,7%	72,6%	72,6%	72,6%	72,6%
Marża EBITDA	10,7%	12,6%	12,8%	11,6%	12,0%	12,7%	12,5%	12,3%	12,1%	11,9%	11,7%	11,6%	11,4%	11,3%
Marża EBITDA adj.*	12,1%	13,1%	13,2%	12,0%	12,3%	13,1%	12,8%	12,6%	12,4%	12,2%	12,0%	11,8%	11,6%	11,5%
Marża EBIT	3,7%	5,9%	6,4%	5,5%	6,4%	7,6%	7,7%	7,7%	7,8%	7,9%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%
Marża netto	1,6%	4,7%	4,5%	3,5%	4,4%	5,6%	5,8%	6,0%	6,1%	6,2%	6,3%	6,4%	6,6%	6,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *korekta o aktualizację wartości aktywów

Struktura kosztów w latach 2017-27 [mln PLN]

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	3 338,7	4 207,4	5 265,5	6 424,0	7 645,3	8 769,4	9 833,7	10 875,3	11 900,7	12 885,8	13 829,7	14 730,2	15 584,8
Koszty restauracji	2 759,4	3 481,8	4 370,7	5 322,1	6 273,3	7 195,2	8 068,7	8 923,2	9 764,0	10 571,7	11 345,5	12 083,5	12 783,9
artykuły żywnościowe	972,2	1 180,8	1 440,8	1 749,7	2 083,8	2 392,0	2 684,2	2 970,7	3 253,2	3 525,1	3 786,1	4 035,5	4 272,8
wynagrodzenia	686,2	908,7	1 182,8	1 464,0	1 663,3	1 907,1	2 138,0	2 363,7	2 585,6	2 798,7	3 002,6	3 196,9	3 381,2
licencje	153,4	198,0	251,1	305,9	363,7	416,9	467,3	516,5	564,9	611,3	655,7	697,9	738,0
najem	947,7	1 194,3	1 495,9	1 802,4	2 162,5	2 479,2	2 779,1	3 072,2	3 360,2	3 636,6	3 901,1	4 153,1	4 392,0
Koszty franczyzowe	141,3	168,6	203,7	261,5	315,5	367,4	416,8	465,1	512,6	558,2	602,0	643,8	683,5
Koszty zarządu	251,6	294,8	414,4	449,1	496,2	560,4	618,6	673,2	724,8	771,9	814,6	852,9	886,8
%przychodów													
Koszty restauracji	82,6%	82,8%	83,0%	82,8%	82,1%	82,0%	82,1%	82,0%	82,0%	82,0%	82,0%	82,0%	82,0%
artykuły żywnościowe	29,1%	28,1%	27,4%	27,2%	27,3%	27,3%	27,3%	27,3%	27,3%	27,4%	27,4%	27,4%	27,4%
wynagrodzenia	20,6%	21,6%	22,5%	22,8%	21,8%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%
licencje	4,6%	4,7%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
najem	28,4%	28,4%	28,4%	28,1%	28,3%	28,3%	28,3%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%
Koszty franczyzowe	4,2%	4,0%	3,9%	4,1%	4,1%	4,2%	4,2%	4,3%	4,3%	4,3%	4,4%	4,4%	4,4%
Koszty zarządu	7,5%	7,0%	7,9%	7,0%	6,5%	6,4%	6,3%	6,2%	6,1%	6,0%	5,9%	5,8%	5,7%
dynamika r/r													
Przychody	13,1%	26,0%	25,1%	22,0%	19,0%	14,7%	12,1%	10,6%	9,4%	8,3%	7,3%	6,5%	5,8%
Koszty restauracji	10,3%	26,2%	25,5%	21,8%	17,9%	14,7%	12,1%	10,6%	9,4%	8,3%	7,3%	6,5%	5,8%
artykuły żywnościowe	9,6%	21,5%	22,0%	21,4%	19,1%	14,8%	12,2%	10,7%	9,5%	8,4%	7,4%	6,6%	5,9%
wynagrodzenia	12,6%	32,4%	30,2%	23,8%	13,6%	14,7%	12,1%	10,6%	9,4%	8,2%	7,3%	6,5%	5,8%
licencje	12,0%	29,1%	26,8%	21,8%	18,9%	14,6%	12,1%	10,5%	9,4%	8,2%	7,3%	6,4%	5,7%
najem	9,1%	26,0%	25,3%	20,5%	20,0%	14,6%	12,1%	10,5%	9,4%	8,2%	7,3%	6,5%	5,8%
Koszty franczyzowe	13,1%	19,3%	20,8%	28,4%	20,7%	16,5%	13,4%	11,6%	10,2%	8,9%	7,8%	6,9%	6,2%
Koszty zarządu	28,8%	17,2%	40,6%	8,4%	10,5%	12,9%	10,4%	8,8%	7,7%	6,5%	5,5%	4,7%	4,0%

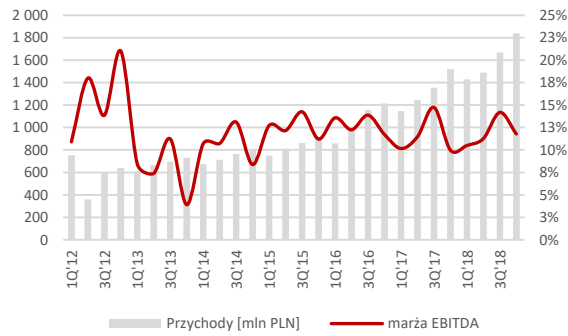
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i wielkość sieci w ujęciu geograficznym w latach 2017-27*

	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	2 700,9	2 952,7	3 338,7	4 161,3	5 207,5	6 357,3	7 572,0	8 690,6	9 750,9	10 790,1	11 813,3	12 797,4	13 740,2	14 639,6	15 493,2
CE	1 609,9	1 727,7	1 987,8	2 254,3	2 633,8	3 215,7	3 896,1	4 546,8	5 165,3	5 756,3	6 318,4	6 850,6	7 351,6	7 820,0	8 254,6
Hiszpania	569,1	621,6	704,4	836,5	924,7	1 042,9	1 182,6	1 299,0	1 408,8	1 514,0	1 614,2	1 709,2	1 798,7	1 882,4	1 960,0
Niemcy i Francja	46,0	67,1	35,3	376,1	778,1	1 034,6	1 156,8	1 283,9	1 415,9	1 544,6	1 669,7	1 790,8	1 907,6	2 019,6	2 126,5
Chiny	87,6	125,4	208,4	229,0	265,2	315,5	357,7	366,9	373,3	384,2	399,8	415,7	431,9	448,3	465,0
Rosja	388,2	410,9	402,8	465,2	605,8	748,6	978,8	1 193,9	1 387,5	1 591,0	1 811,1	2 031,0	2 250,5	2 469,3	2 687,0
Udział w przychodach															
CE	60%	59%	60%	54%	51%	51%	51%	52%	53%	53%	53%	54%	54%	53%	53%
Hiszpania	21%	21%	21%	20%	18%	16%	16%	15%	14%	14%	14%	13%	13%	13%	13%
Niemcy i Francja	2%	2%	1%	9%	15%	16%	15%	15%	15%	14%	14%	14%	14%	14%	14%
Chiny	3%	4%	6%	6%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
Rosja	14%	14%	12%	11%	12%	12%	13%	14%	14%	15%	15%	16%	16%	17%	17%
Liczba restauracji eop															
CE	725	796	903	1 179	1 638	1 934	2 207	2 471	2 718	2 948	3 161	3 357	3 536	3 698	3 843
Hiszpania	441	472	537	621	739	903	1 057	1 201	1 335	1 459	1 573	1 677	1 771	1 855	1 929
Niemcy i Francja	178	190	216	245	278	311	338	363	386	407	426	443	458	471	482
Chiny	11	11	12	155	409	441	478	520	559	595	628	658	685	709	730
Rosja	18	22	29	35	47	59	61	63	65	67	69	71	73	75	77
Rosja	77	101	109	123	165	220	273	324	373	420	465	508	549	588	625

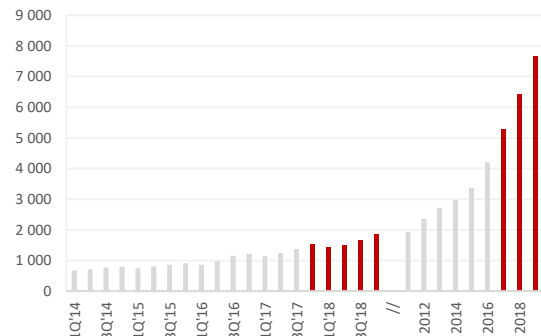
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *nie uwzględnia wartości nieprzypisanych

Marża EBITDA w ujęciu kwartalnym



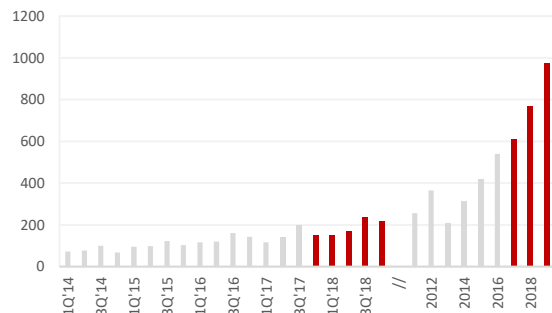
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Ścieżka przychodowa w kolejnych okresach [mln PLN]



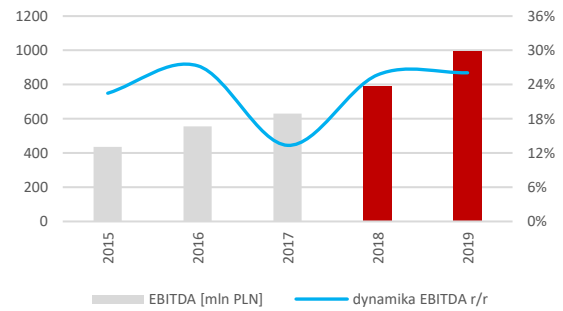
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Ścieżka EBITDA w kolejnych okresach



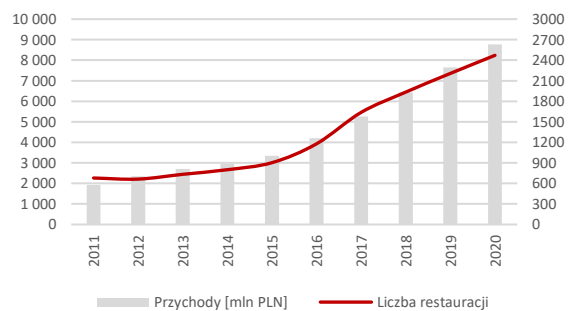
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dynamika EBITDA w najbliższych latach



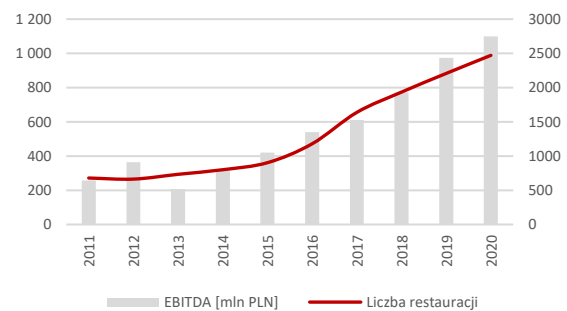
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody na tle liczby restauracji



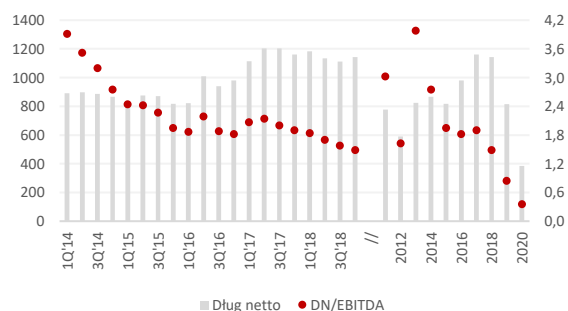
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA na tle liczby restauracji



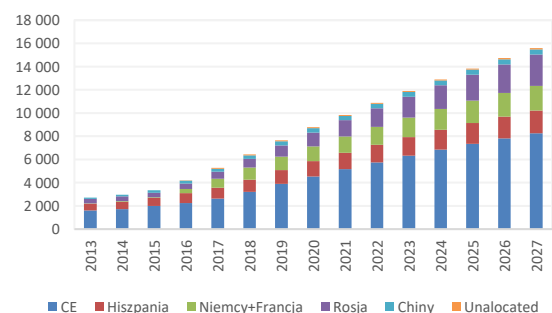
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DN/EBITDA



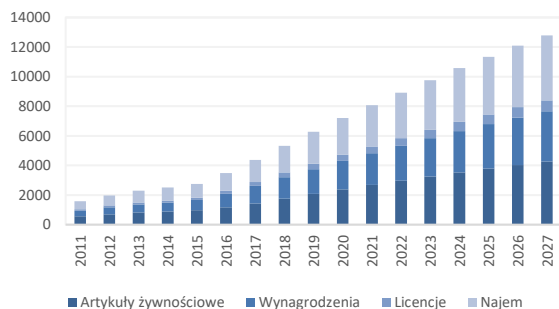
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody w podziale na segmenty geograficzne [mln PLN]



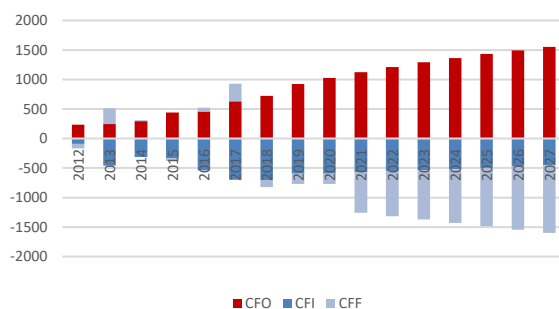
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty restauracji [mln PLN]



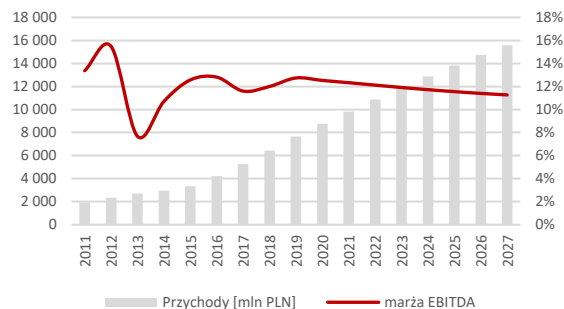
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

CFO, CFF, CFI [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBITDA w długim terminie



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

CFO na tle EBITDA [mln PLN]



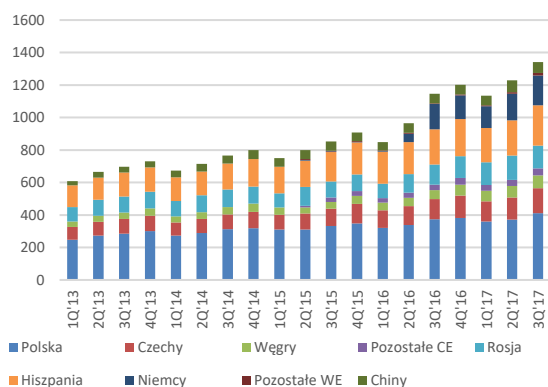
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI

AmRest jest jedną z największych niezależnych firm, prowadzących sieci restauracji i lokali gastronomicznych na terenie Europy oraz Azji. Spółka rozwija się od 1993 roku i w swoim portfolio, jako franczyzobiorca, ma takie marki jak KFC (ponad 38% lokali), Pizza Hut, Burger King czy Starbucks. Wśród marek własnych należy wymienić sieć La Tagliatella (od 2011 roku w grupie), która działa głównie na Półwyspie Iberyjskim oraz mniejsze koncepty, czyli Blue Frog i Kabb, które działają w Chinach (nabyte w '12). Na koniec 4Q'17 restaurator prowadził ponad 1,6 tys. placówek w 15 krajach, zatrudniając ok. 32 tys. pracowników. Największymi rynkami są obecnie Polska (28% restauracji i 31% sprzedaży), Hiszpania (17%) i Niemcy (14%).

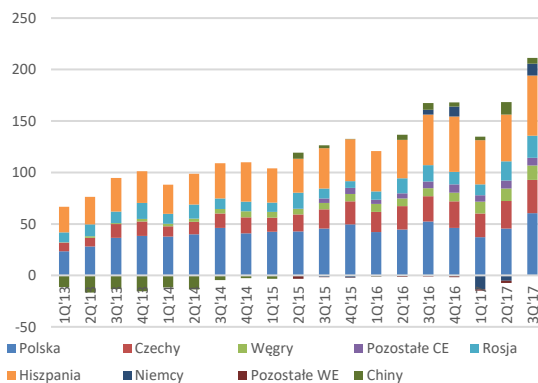
W swojej strategii AmRest zakłada uzyskanie pozycji lidera rynku restauracyjnego w segmentach QSR oraz casual dining restaurants. Ekspansja ma nastąpić poprzez rozwój organiczny na bieżących rynkach (głównie w Hiszpanii i Europie Środkowo-Wschodniej), który uwzględni m.in. powstawanie nowych konceptów (np. Pizza Hut Express, Pizza Hut Delivery) oraz poprzez akwizycje na atrakcyjnych rynkach europejskich (w ostatnim czasie spółka była aktywna m.in. we Francji, Niemczech, Hiszpanii czy Rosji).

Przychody w ujęciu geograficznym [mln PLN]



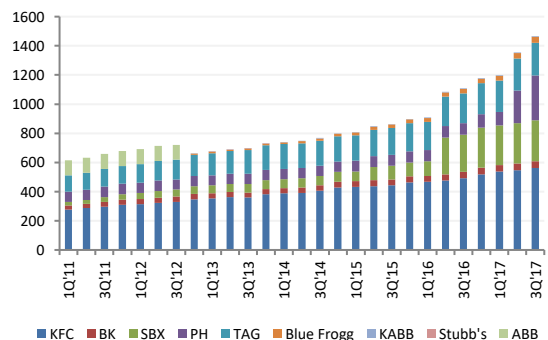
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA w ujęciu geograficznym [mln PLN]



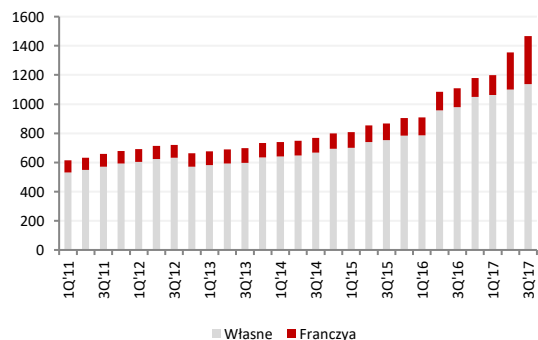
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Restauracje w podziale na marki [szt.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Restauracje wg formy własności [szt.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Głównym udziałowcem jest FCapital Dutch B.V., podmiot zależny meksykańskiego funduszu Finaccess, które posiada 56,4% akcji AmRestu. Drugim istotnym akcjonariuszem jest Gosha Holding, który jest powiązany z założycielem spółki Henry'm McGoverne'm, i ma 11,6% udziałów. Wśród inwestorów instytucjonalnych największy udział w akcjonariacie NN OFE, które dysponuje pakietem 7% akcji grupy.

Główni akcjonariusze spółki

	Liczba akcji	% akcji	Liczba głosów	% głosów
FCapital Dutch B.V.	12,0	56,4%	12,0	56,4%
Gosha Holding S.a.r.l	2,5	11,6%	2,5	11,6%
NN OFE	1,5	7,0%	1,5	7,0%
Pozostali	5,3	25,0%	5,3	25,0%
Razem	21,2	100,0%	21,2	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

OPIS I WYNIKI HISTORYCZNE DYWIZJI GEOGRAFICZNYCH

AmRest działa obecnie na 15 rynkach, które są podzielone na 4 główne dywizje: CE, Europa Zachodnia (m.in. Hiszpania i Niemcy), Rosja oraz Chiny. Najważniejszy dla wyników grupy jest obszar Europy Centralnej, w skład której wchodzi przede wszystkim rynek polski, czeski oraz węgierski. Dywizja generuje ponad 50% przychodów i ok. 60% EBITDA grupy. Przeciętna marża EBITDA wynosi ok. 15%. Na koniec 3Q'17 w regionie funkcjonowało blisko 670 restauracji (45% ogółu). Największym rynkiem w ramach CE jest Polska, która odpowiada za ponad 60% sprzedaży segmentu. Drugim najistotniejszym segmentem jest Europa Zachodnia, która w ostatnim czasie jest najszybciej rozwijającym się rynkiem zarówno w ujęciu przychodowym, jak i pod względem tempa otwarcia (po 3Q'17 było ponad 620 lokali, a na koniec '16 „tylko” 400; sprzyja temu m.in. polityka Yum! oraz Starbucks; AmRest był szczególnie aktywny w Niemczech). Zwracamy uwagę, że przejmowane na Zachodzie biznesy cechują się niższą rentownością, co w krótkim terminie obciąża marżę EBITDA, jednak wierzymy, że w perspektywie 2018-19 grupa będzie w stanie zoptymalizować strukturę kosztów i poprawić marżowość dywizji. Znacznie mniejszymi rynkami są Rosja oraz Chiny, w których obecnie działa odpowiednio 134 i 45 restauracji. Należy zauważyć, że w Rosji grupa prowadzi procesy akwizycyjne, które powinny przełożyć się do umocnienia pozycji AmRestu. Podkreślamy także, że coraz lepiej radzi sobie dywizja chińska, która od 2Q'16 zaczęła regularnie wypracowywać zysk na poziomie EBITDA.

Wyniki historyczne w podziale na dywizje geograficzne

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17
Przychody	674,1	713,6	765,3	799,6	750,4	809,3	861,2	917,9	858,2	977,1	1157,6	1214,5	1147,4	1243,1	1355,7
Region CE	391,7	417,1	448,2	470,7	446,2	456,9	507,5	548,0	504,0	536,2	586,2	627,9	585,3	616,8	686,4
Polska	273,0	289,3	312,7	318,7	311,4	309,6	332,7	348,3	320,2	337,9	373,2	382,1	359,4	371,1	411,9
Czechy	81,5	86,3	91,2	100,0	89,9	99,4	106,2	120,3	109,2	117,4	123,8	137,0	125,2	136,8	153,1
Węgry	37,2	41,5	44,3	52,1	44,9	37,9	41,4	48,9	46,9	50,2	55,0	67,6	64,4	69,9	78,2
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	10,0	27,2	30,5	27,7	30,7	34,2	41,1	36,4	39,1	43,1
Rosja	94,7	104,4	108,5	103,2	87,5	116,0	98,2	101,1	89,1	115,9	125,2	135,0	138,4	149,6	140,8
Europa Zachodnia	145,8	146,1	159,6	170,0	162,9	170,6	190,3	206,1	204,5	253,7	375,8	378,7	351,2	389,9	447,2
Hiszpania	145,8	146,1	159,6	170,0	162,9	161,9	182,2	197,4	197,0	195,6	216,1	227,8	210,9	215,6	247,3
Niemcy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,1	3,0	2,7	2,5	53,0	155,3	146,2	135,6	163,3	184,9
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,6	5,2	5,9	5,0	5,1	4,4	4,6	4,7	11,0	15,0
Chiny	41,8	46,1	48,9	55,6	53,8	56,1	55,8	52,5	51,1	59,2	58,7	60,0	60,0	72,7	67,7
Nieprzypisane	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	9,6	9,3	10,3	9,5	11,9	11,6	13,1	12,5	14,1	13,7
EBITDA	72,8	82,3	100,4	100,9	95,7	102,3	123,1	115,4	116,0	127,2	160,6	151,8	117,1	148,9	200,3
Region CE	50,1	55,0	64,4	62,2	61,7	64,9	74,8	85,1	73,6	79,7	91,3	88,4	77,8	92,2	114,2
Polska	37,6	39,8	46,0	41,0	42,3	42,8	45,4	49,6	41,9	44,5	52,2	46,1	37,0	45,6	60,5
Czechy	10,2	12,2	14,2	15,4	13,9	16,5	18,8	22,4	19,8	22,8	24,8	25,8	23,2	26,6	32,2
Węgry	2,3	3,0	4,1	5,8	5,5	5,1	6,2	7,0	7,7	7,3	7,8	8,4	11,4	12,3	14,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	4,4	6,1	4,2	5,1	6,4	8,0	6,2	7,7	7,6
Rosja	9,7	13,9	10,3	9,4	9,0	15,4	9,5	6,5	8,0	14,6	15,8	12,2	10,7	18,7	21,5
Europa Zachodnia	28,3	29,9	34,3	38,4	33,3	29,7	38,0	38,5	38,0	36,1	52,7	61,7	27,9	37,9	69,6
Hiszpania	28,3	29,9	34,3	38,4	33,3	33,0	39,4	40,6	39,0	37,5	49,2	53,8	42,9	45,4	58,4
Niemcy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-1,3	-2,0	-0,8	-0,4	4,6	9,6	-13,6	-5,3	11,5
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,8	0,0	-0,2	-0,3	-1,0	-1,1	-1,7	-1,3	-2,2	-0,3
Chiny	-11,7	-13,5	-4,4	-2,8	-3,4	5,7	2,6	0,4	-0,5	4,9	6,5	4,2	3,5	12,1	5,5
Nieprzypisane	-3,6	-2,9	-4,1	-6,2	-4,8	-13,6	-1,7	-15,1	-3,0	-8,2	-5,7	-14,6	-2,9	-12,0	-10,5
marża EBITDA															
Region CE	12,8%	13,2%	14,4%	13,2%	13,8%	14,2%	14,7%	15,5%	14,6%	14,9%	15,6%	14,1%	13,3%	14,9%	16,6%
Rosja	10,3%	13,3%	9,5%	9,1%	10,3%	13,3%	9,7%	6,4%	9,0%	12,6%	12,6%	9,0%	7,7%	12,5%	15,2%
Europa Zachodnia	19,4%	20,5%	21,5%	22,6%	20,4%	17,4%	20,0%	18,7%	18,6%	14,2%	14,0%	16,3%	8,0%	9,7%	15,6%
Chiny	-	-	-	-	-	10,2%	4,6%	0,7%	-	8,3%	11,0%	7,0%	5,9%	16,7%	8,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura sprzedaży wg dywizji geograficznych

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17
Przychody [mln PLN]*	750,4	809,3	861,2	917,9	858,2	955,6	1 146,0	1 201,4	1 134,9	1 229,0	1 342,0
CE	446,2	466,6	516,8	558,3	513,5	526,7	586,2	627,9	585,3	616,8	686,4
Hiszpania	162,9	161,9	182,2	197,4	197,0	195,6	216,1	227,8	210,9	215,6	247,3
Niemcy i Francja	9,8	8,7	8,2	8,7	7,5	58,1	159,7	150,9	140,3	174,3	199,9
Chiny	44,0	56,1	55,8	52,5	51,1	59,2	58,7	60,0	60,0	72,7	67,7
Rosja	87,5	116,0	98,2	101,1	89,1	115,9	125,2	135,0	138,4	149,6	140,8

Dynamika r/r

CE	13,9%	11,9%	15,3%	18,6%	15,1%	12,9%	13,4%	12,5%	14,0%	17,1%	17,1%
Hiszpania	11,7%	10,8%	14,1%	16,1%	20,9%	20,8%	18,6%	15,4%	7,1%	10,2%	14,4%
Niemcy i Francja	-	-	-	-	-23,5%	570,3%	1855,5%	1642,1%	1776,7%	200,1%	25,2%
Chiny	66,1%	92,2%	71,1%	41,5%	16,2%	5,5%	5,2%	14,3%	17,4%	22,9%	15,2%
Rosja	-7,7%	11,2%	-9,5%	-2,0%	1,9%	-0,1%	27,5%	33,5%	55,3%	29,1%	12,5%

Udział w przychodach [%]*

CE	59%	58%	60%	61%	60%	55%	51%	52%	52%	50%	51%
Hiszpania	22%	20%	21%	22%	23%	20%	19%	19%	19%	18%	18%
Niemcy i Francja	1%	1%	1%	1%	1%	6%	14%	13%	12%	14%	15%
Chiny	6%	7%	6%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	6%	5%
Rosja	12%	14%	11%	11%	10%	12%	11%	11%	12%	12%	10%

Liczba restauracji eop [szt.]

Państwa restauracji eop [szt.]	807	853	867	903	909	1 084	1 108	1 179	1 198	1 355	1 466
CE	475	512	520	537	537	550	567	621	623	643	666
Hiszpania	192	199	204	216	219	227	232	245	248	253	261
Niemcy i Francja	12	12	11	12	12	156	155	155	166	288	360
Chiny	23	26	27	29	30	32	34	35	37	43	45
Rosja	105	104	105	109	111	119	120	123	124	128	134

Udział wg lokali [%]

CE	59%	60%	60%	59%	59%	51%	51%	53%	52%	47%	45%
Hiszpania	24%	23%	24%	24%	24%	21%	21%	21%	21%	19%	18%
Niemcy i Francja	1%	1%	1%	1%	1%	14%	14%	13%	14%	21%	25%
Chiny	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Rosja	13%	12%	12%	12%	12%	11%	11%	10%	10%	9%	9%

Przychód/lokal [tys.]*

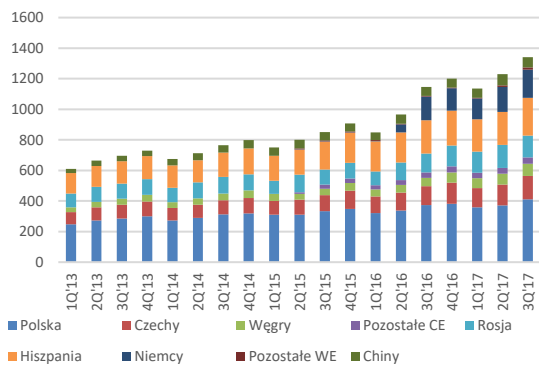
CE	942,3	945,4	1 001,5	1 056,3	956,2	969,1	1 049,6	1 057,0	941,1	974,4	1 048,7
Hiszpania	203,3	202,6	215,0	221,6	207,7	200,6	216,9	218,2	197,8	204,1	226,0
Niemcy i Francja	202,5	176,6	168,9	177,5	142,8	158,2	236,6	222,4	202,1	182,1	144,9
Indie i Chiny	525,2	619,5	559,8	487,3	438,5	493,1	457,8	428,3	410,6	473,9	424,3
Rosja	11 734,8	15 795,1	13 370,3	13 440,3	15 255,9	17 004,3	17 097,4	16 993,4	16 202,4	17 889,7	17 324,9

Zmiana przychodu/lokal r/r

CE	6,9%	2,0%	1,7%	4,3%	1,5%	2,5%	4,8%	0,1%	-1,6%	0,5%	-0,1%
Hiszpania	3,7%	4,2%	2,3%	3,6%	2,2%	-0,9%	0,9%	-1,5%	-4,8%	1,7%	4,2%
Niemcy i Francja	-39,5%	-52,0%	-52,5%	-55,1%	-29,5%	-10,5%	40,1%	25,3%	41,5%	15,1%	-38,8%
Chiny	11,3%	22,8%	16,0%	1,4%	-16,5%	-20,4%	-18,2%	-12,1%	-6,4%	-3,9%	-7,3%
Rosja	-16,8%	4,2%	-5,4%	-9,7%	30,0%	7,7%	27,9%	26,4%	6,2%	5,2%	1,3%

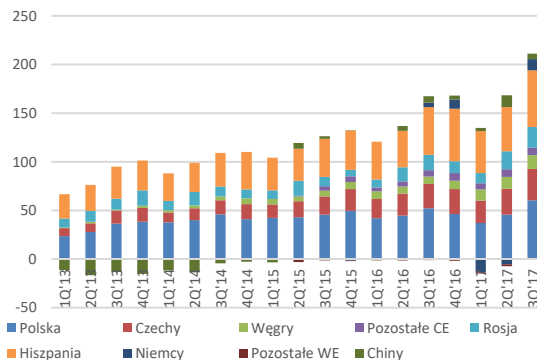
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *bez segmentu Nieprzypisane; **w walucie lokalnej

Przychody w ujęciu geograficznym [mln PLN]



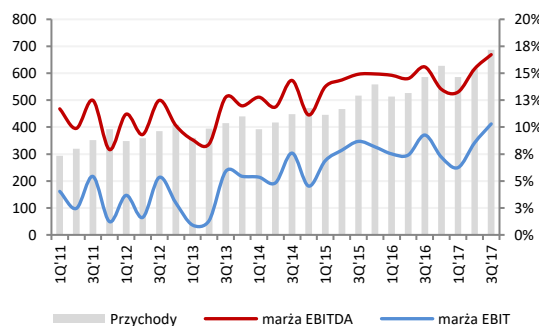
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA w ujęciu geograficznym [mln PLN]



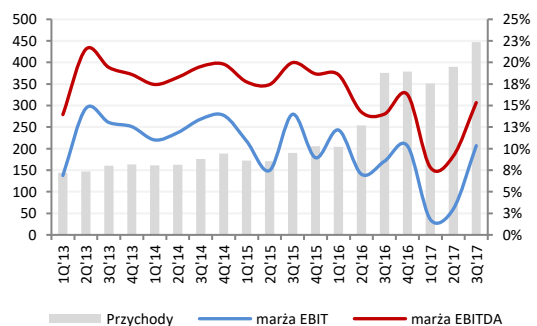
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki regionu CE [mln PLN]



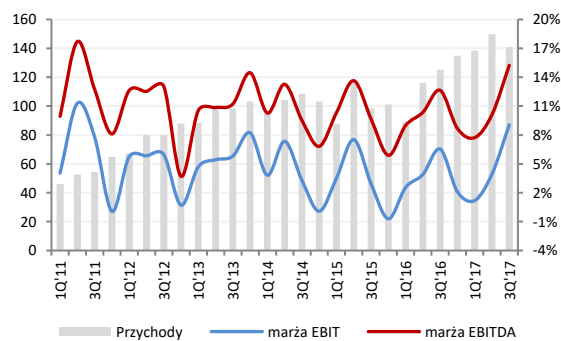
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki regionu Europa Zachodnia [mln PLN]



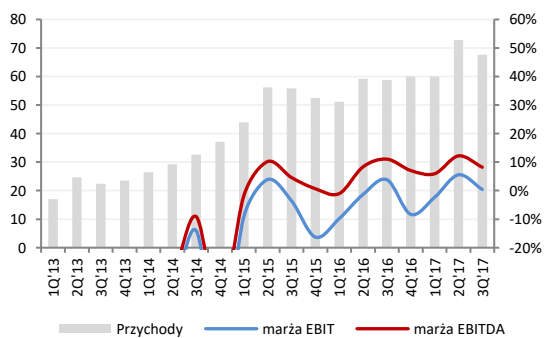
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki dywizji Rosja [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki dywizji Chiny [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

STRUKTURA KOSZTÓW

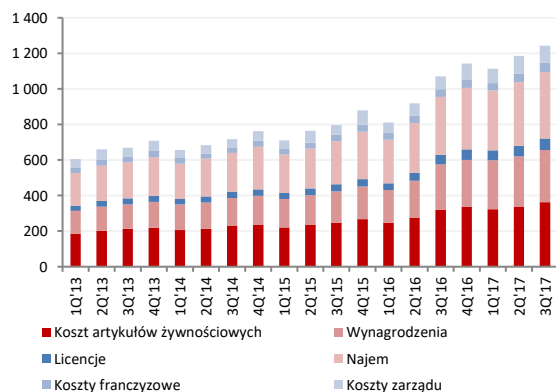
Strukturę kosztową AmRestu można podzielić na 3 zasadnicze grupy: koszty działalności restauracji, koszty franczyzowe oraz koszty zarządu, które odpowiadają odpowiednio za ok. 83%/4%/7,5% przychodów spółki. W ramach kosztów działalności restauracji wyróżniamy: artykuły żywnościowe (teoretyczna marża brutto mieści się obecnie w przedziale 72-73% i poprawia się wraz ze wzrostem skali podmiotu), wynagrodzenia (ok. 22% sprzedaży; w '17 udział zwiększył się co wynikało m.in. z akwizycji na rynkach zachodnich oraz presji płacowej, która była szczególnie mocna w regionie CE), licencje (koszty związane z opłatami dla franczyzodawców za prowadzone lokale marek KFC, Pizza Hut, Burger King, Starbucks; zazwyczaj jest to ok. 6% od realizowanego obrotu przez daną sieć) oraz koszty najmu (ok. 28-29% przychodów).

Struktura kosztów [mln PLN]

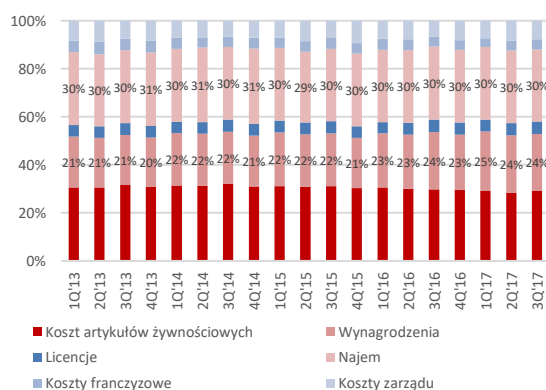
	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17
Przychody	750,4	809,3	861,2	917,9	858,2	977,1	1 157,6	1 214,5	1 147,4	1 243,1	1 355,7
Koszty działalności restauracji	630,7	664,7	704,3	759,6	713,7	806,9	955,9	1 005,3	991,7	1 039,0	1 094,1
artykuły żywnościowe	221,0	236,1	248,1	267,0	248,0	275,7	319,3	337,8	323,6	336,2	362,3
wynagrodzenia	159,7	166,7	175,9	183,9	182,7	207,3	255,4	263,3	276,0	284,7	294,3
licencje	34,5	37,2	39,5	42,2	38,6	45,5	55,5	58,4	54,8	58,9	64,7
najem	215,5	224,8	240,9	266,4	244,4	278,4	325,7	345,7	337,3	359,2	372,8
Koszty franczyzowe	30,3	34,0	38,5	38,6	37,4	41,7	43,5	46,0	40,2	47,7	53,7
Koszty zarządu	50,1	65,1	54,6	81,7	60,5	70,4	71,8	92,1	81,2	99,5	95,7
%przychodów											
Koszty działalności restauracji	84,1%	82,1%	81,8%	82,8%	83,2%	82,6%	82,6%	82,8%	86,4%	83,6%	80,7%
artykuły żywnościowe	29,5%	29,2%	28,8%	29,1%	28,9%	28,2%	27,6%	27,8%	28,2%	27,0%	26,7%
wynagrodzenia	21,3%	20,6%	20,4%	20,0%	21,3%	21,2%	22,1%	21,7%	24,1%	22,9%	21,7%
licencje	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,5%	4,7%	4,8%	4,8%	4,8%	4,7%	4,8%
najem	28,7%	27,8%	28,0%	29,0%	28,5%	28,5%	28,1%	28,5%	29,4%	28,9%	27,5%
Koszty franczyzowe	4,0%	4,2%	4,5%	4,2%	4,4%	4,3%	3,8%	3,8%	3,5%	3,8%	4,0%
Koszty zarządu	6,7%	8,0%	6,3%	8,9%	7,0%	7,2%	6,2%	7,6%	7,1%	8,0%	7,1%
dynamika r/r											
Przychody	11,3%	13,4%	12,5%	14,8%	14,4%	20,7%	34,4%	32,3%	33,7%	27,2%	17,1%
Koszty działalności restauracji	8,8%	9,4%	10,2%	12,6%	13,2%	21,4%	35,7%	32,3%	39,0%	28,8%	14,5%
artykuły żywnościowe	7,4%	10,4%	7,4%	13,1%	12,2%	16,8%	28,7%	26,5%	30,5%	21,9%	13,5%
wynagrodzenia	11,2%	12,6%	13,2%	13,2%	14,4%	24,4%	45,2%	43,2%	51,1%	37,3%	15,2%
licencje	11,1%	11,4%	10,5%	14,8%	11,9%	22,5%	40,5%	38,3%	42,0%	29,5%	16,6%
najem	8,2%	5,9%	10,9%	11,2%	13,4%	23,8%	35,2%	29,8%	38,0%	29,0%	14,5%
Koszty franczyzowe	-2,1%	18,6%	23,0%	13,2%	23,8%	22,7%	12,9%	19,3%	7,5%	14,3%	23,6%
Koszty zarządu	8,2%	36,9%	15,5%	50,9%	20,6%	8,1%	31,5%	12,7%	34,3%	41,4%	33,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Główne składowe kosztów



Udział kosztów w strukturze

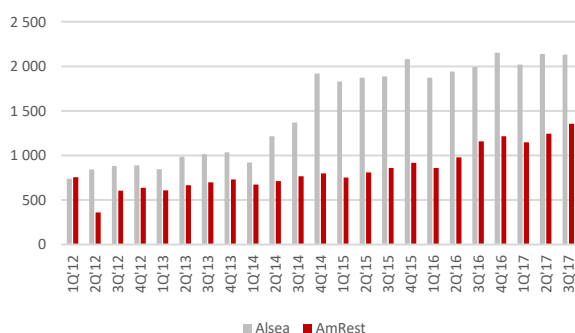


AMREST NA TLE ALSEA

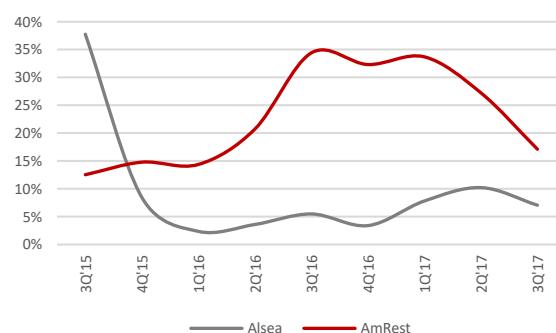
Uważamy, że podmiotem do którego należy porównywać AmRest jest przede wszystkim meksykańska Alsea. Spółka jest licencjobiorcą i posiada w swoim portfolio m.in. marki Burger King oraz Starbucks (blisko połowa lokali całej grupy). Jej ekspozycja na rynek europejski jest jednak mocno ograniczona, bowiem podmiot jest obecny jedynie w Hiszpanii (530 z ponad 3,3 tys. lokali). Odnosząc grupę do AmRestu widać, że bieżąca skala biznesu Alsei jest większa, co wynika ze znacznie mocniej rozbudowanej sieci (3.3 tys. lokali vs 1,5 tys. w AmRest). Należy zauważyć, że na poziomie marży EBITDA obie grupy osiągają zbliżone rezultaty. W ostatnim czasie polska grupa zdecydowanie przyspieszyła z tempem otwarć (znacznie powyżej Alsei), co przekłada się na lepszą dynamikę przychodów oraz EBITDA (pomimo początkowych wyższych kosztów implementacji nowych biznesów w AmRest; oczekujemy, że '18 przyniesie przyspieszenie). Lepiej niż w przypadku meksykańskiego konkurenta prezentuje się także przychód przypadający na 1 restaurację.

Porównanie AmRest na tle Alsea

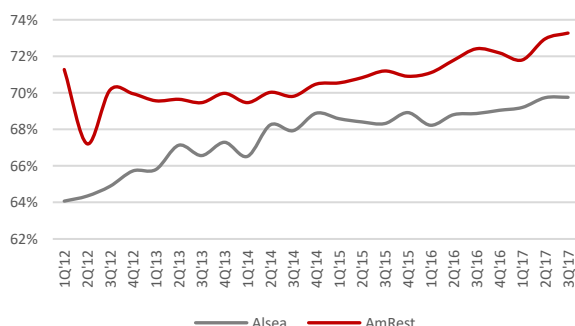
Porównanie przychodów obu grup [mln PLN]



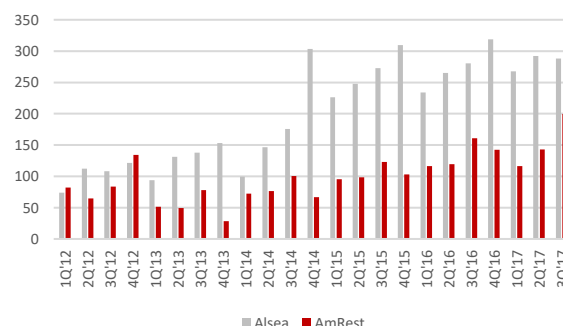
Dynamika przychodów r/r [%]



Marża brutto ze sprzedaży [%]



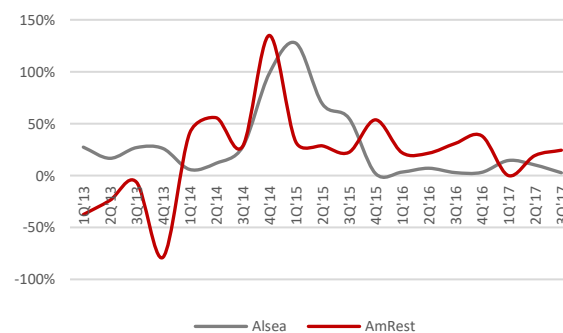
EBITDA [mln PLN]



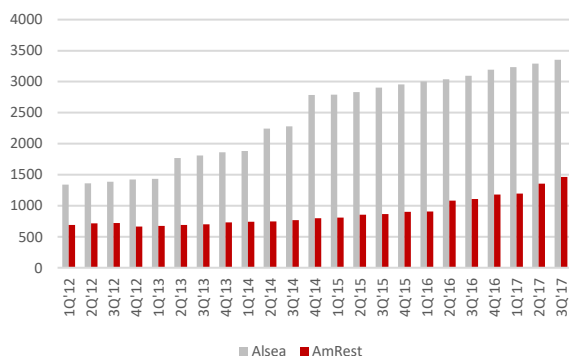
Marża EBITDA [%]



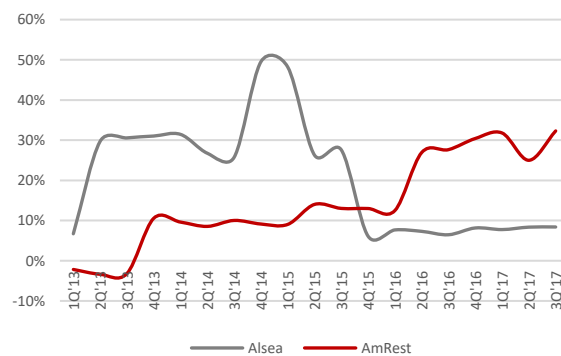
Dynamika EBITDA r/r [%]



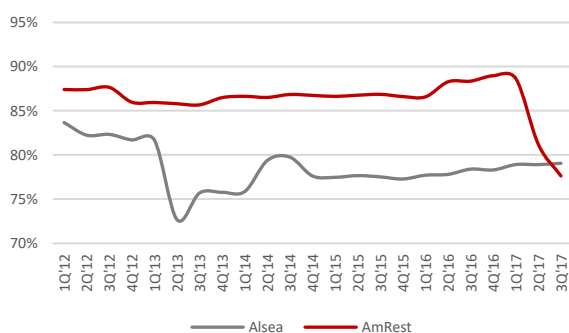
Liczba restauracji [szt.]



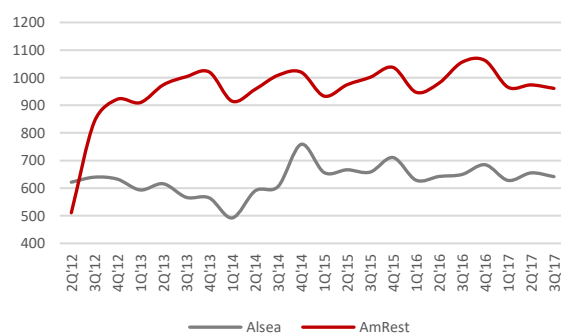
Dynamika otwarć r/r [%]



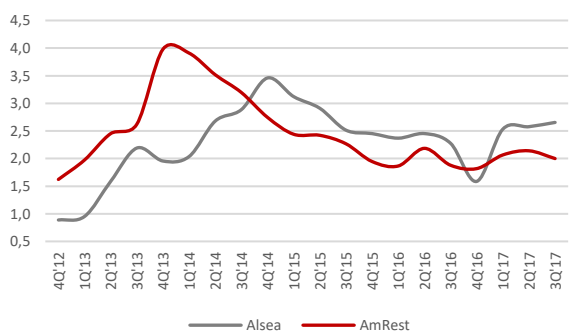
Udział lokali zarządzanych przez spółkę [%]



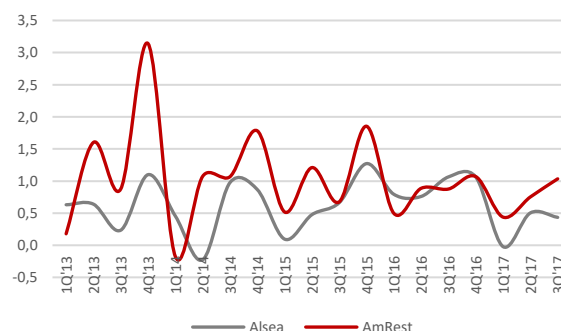
Przychód/lokal w ujęciu kwartalnym [tys. PLN]



Porównanie DN/EBITDA ltm



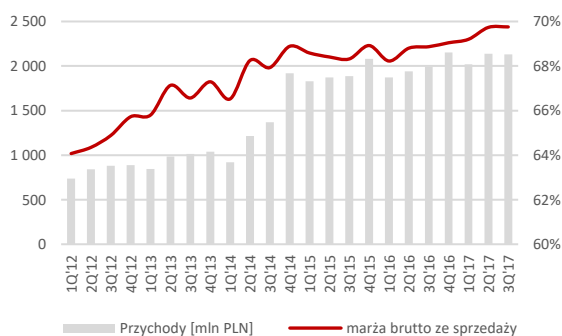
CF Operacyjny/EBITDA



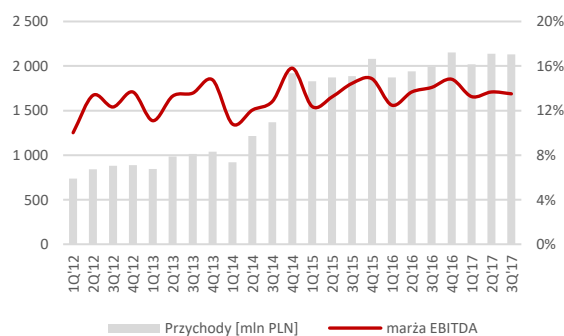
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki, Bloomberg

Ogólne spojrzenie na Alsea

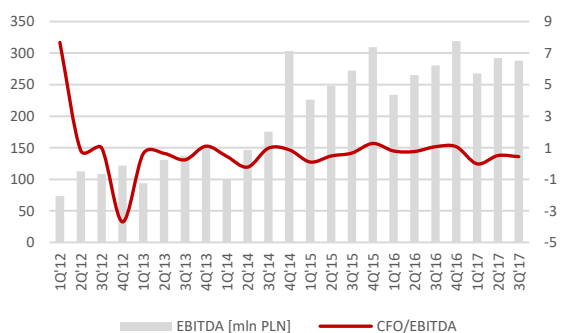
Marża brutto ze sprzedaży



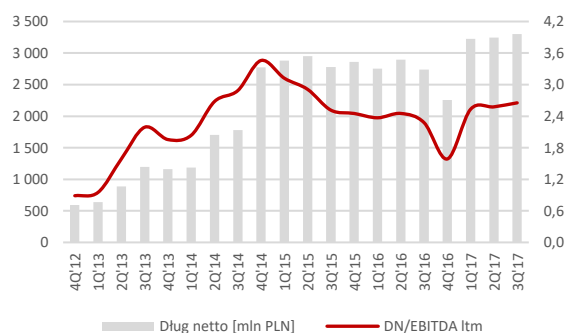
Marża EBITDA



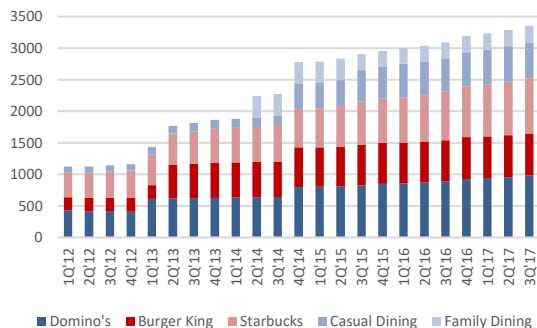
CF Operacyjny na tle EBITDA



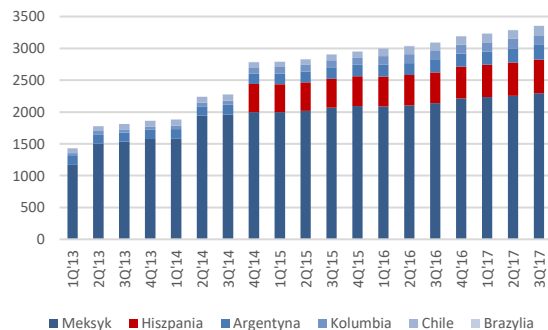
Dług netto/EBITDA ltm



Restauracje wg marek



Restauracje w podziale geograficznym

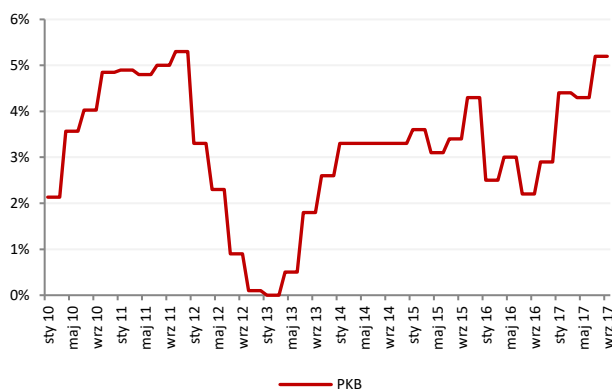


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Bloomberg

OTOCZENIE RYNKOWE

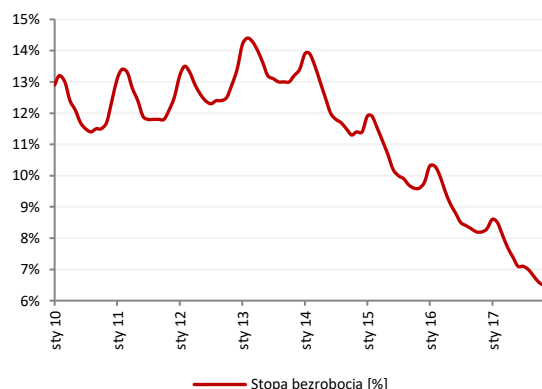
Od początku 2013 roku zauważalna jest poprawa optymizmu konsumentów, co jest widoczne po zmianie wskaźnika koniunktury konsumenckiej. Pozytywne odczucia można mieć obserwując wyniki sprzedaży detalicznej w obszarze placówek gastronomicznych – w '16 obroty zwiększyły się o 8,7%, po wzroście o ponad 10% w '15 (w '15 wydatki na restauracje i hotele odpowiadały za 4,3% wydatków gospodarstw domowych). Głównym czynnikiem stymulującym wzrost gospodarczy jest konsumpcja, którą napędza rządowy program 500+. Na stałe powróciła inflacja, która w grudniu wyniosła 2,1%. W obszarze usług gastronomicznych ceny wzrosły o 2,8% r/r. Stopa bezrobocia utrzymuje się na rekordowo niskich poziomach – w grudniu wyniosła 6,6%. Według danych GUS, zwiększa się przeciętny poziom zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw oraz średnie wynagrodzenie, które w minionym miesiącu wyniosło ok. 5,0 tys. PLN (wzrost o 7,3% r/r i +7,9% m/m; w gastronomii +7,9% r/r).

PKB [%]



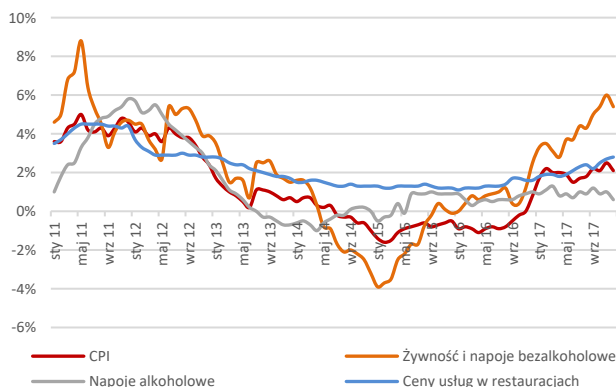
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Stopa bezrobocia [%]



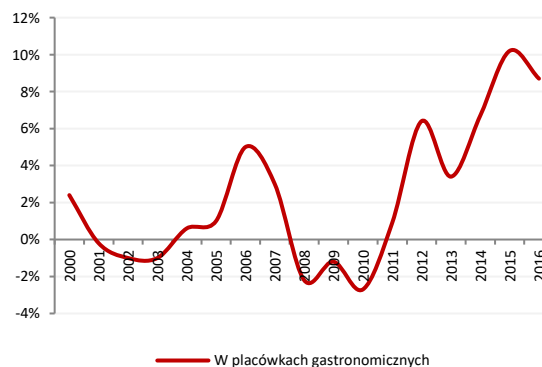
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Stopa inflacji [%]



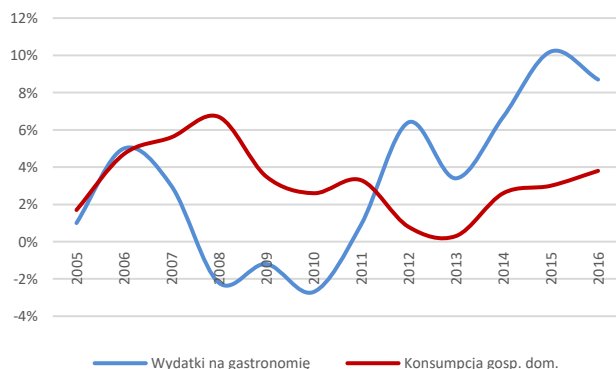
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Zmiana sprzedaży w placówkach gastronomicznych r/r [%]



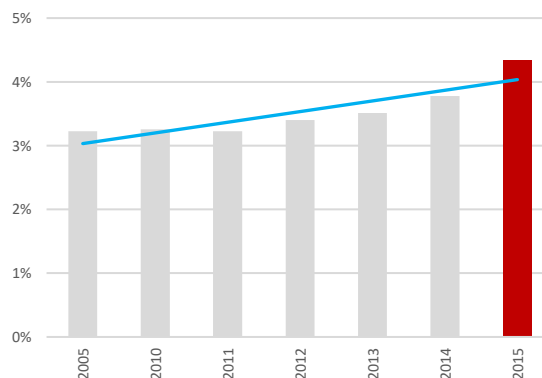
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika wydatków na gastronomię na tle spożycia indywidualnego [%]



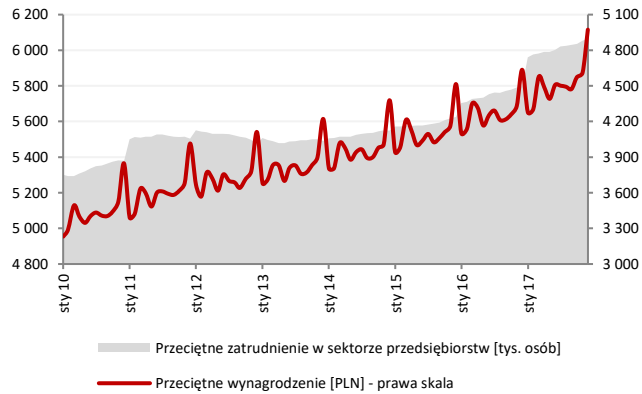
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Udział wydatków na gastronomię w konsumpcji gosp.dom. [%]



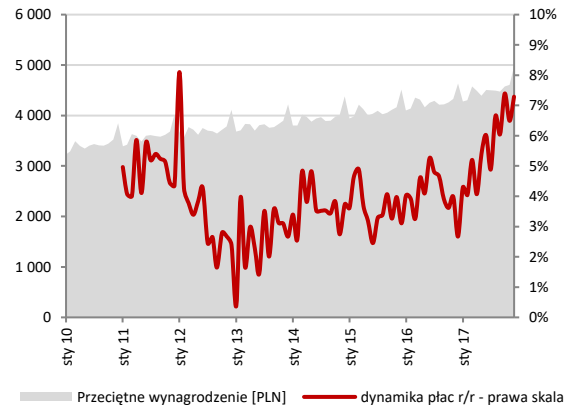
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Przeciętne zatrudnienie i płace w sektorze przedsiębiorstw



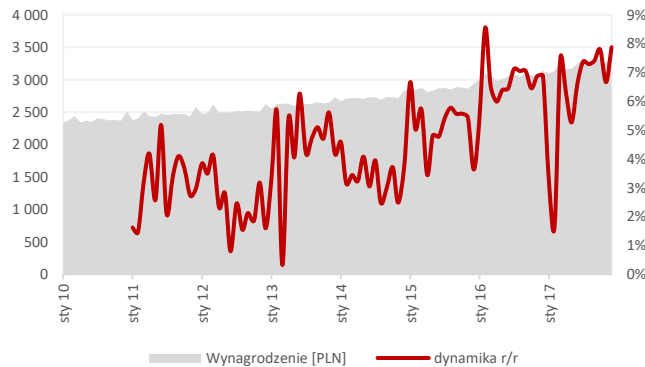
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika płac [%]



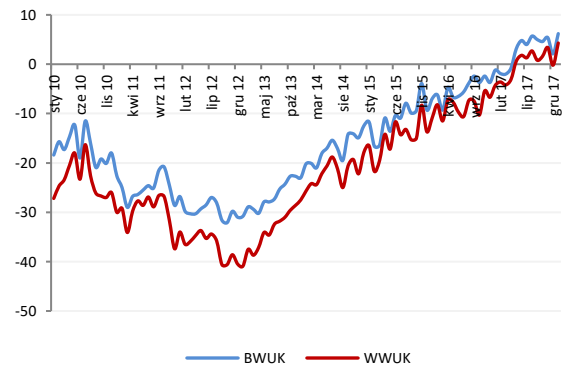
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika płac w gastronomii [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Wskaźniki koniunktury konsumpcyjnej



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Dla AmRestu bardzo ważne jest otoczenie makroekonomiczne zagranicą, bowiem ponad 70% restauracji jest zlokalizowanych poza Polską. Lokale te generują ok. 66% przychodów oraz EBITDA całej grupy. Dlatego też jednym z istotniejszych czynników wpływających na wypracowywane rezultaty spółki są kursy walutowe, ze szczególnym wskazaniem na EUR. Z jednej strony osłabienie PLN pozytywnie wpływa na wysokość realizowanej sprzedaży, ale z drugiej przekłada się mocniej na wzrost kosztów najmu, które w dużej mierze są wyrażone w EUR.

Zachowanie kursu EUR/PLN



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu RUB/PLN



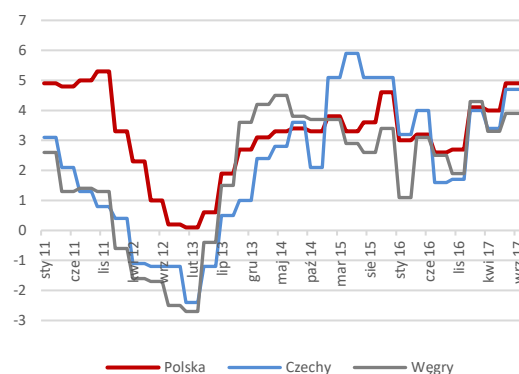
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kurs CNY/PLN



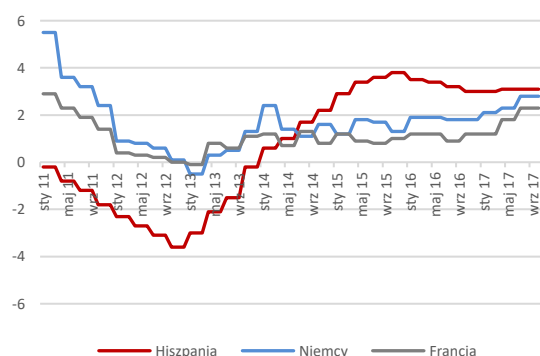
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Polsce, Czechach i na Węgrzech [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Hiszpanii, Francji i Niemczech [%]



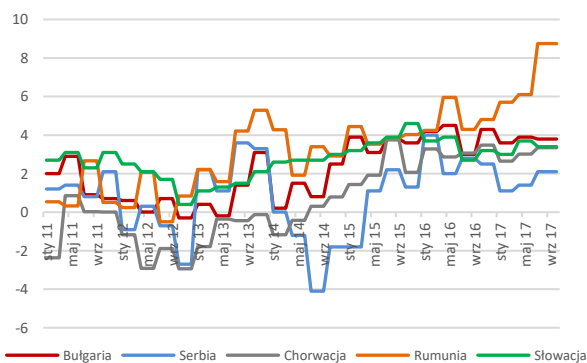
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Rosji [%]



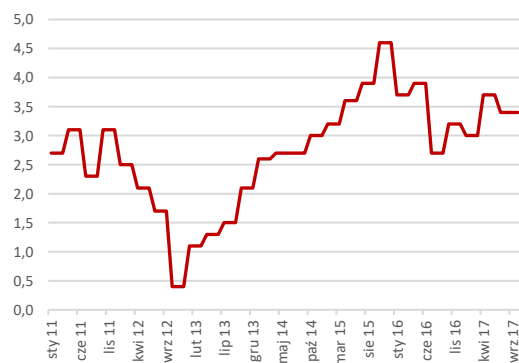
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Bułgarii, Serbii, Chorwacji, Rumunii i na Słowacji [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Chinach [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

ZAKAZ HANDLU W NIEDZIELE

Jesienią 2016 roku do sejmu trafił obywatelski projekt ustawy o ograniczeniu handlu w niedziele. Związkowcy „Solidarności” wnioskowali, by zakaz obowiązywał we wszystkie niedziele z nielicznymi wyjątkami w ciągu roku (wyłączone miałyby być okresy przedświąteczne oraz w czasie wyprzedaży sezonowych; przedsiębiorcom, którzy złamaliby zakaz, groziłaby kara dwuletniego więzienia). Z zakazu wyjęte miałyby zostać również stacje benzynowe, apteki, piekarnie, sklepy z dewocjonaliami, kina i restauracje. Zakazem nie byłyby też objęte placówki handlowe, których powierzchnia nie przekracza 25 mkw., usytuowane w obiektach do obsługi pasażerów, kwaciarnie o powierzchni nieprzekraczającej 50 mkw., gdzie sprzedaż kwiatów stanowi minimum 30% miesięcznego obrotu placówki oraz platformy i portale internetowe sprzedające towary, które nie powstały w wyniku działalności produkcyjnej. Przedstawiciele sejmowej komisji zajmujące się projektem komunikowali, że projekt będzie szeroko konsultowany ze środowiskiem handlowym. Proponowane zmiany w przepisach spotkały się jednak z bardzo mocnym sprzeciwem stowarzyszeń handlowych. W przeprowadzonym przez PIH sondażu, ok. 42% przebadanych sklepikarzy stwierdziło, że prezentowane pomysły przełożą się na spadek sprzedaży. Dodatkowo z raportu przygotowanego przez PWC dla PRCH należy liczyć się ze spadkiem obrotów o 9,6 mld PLN i zmniejszeniem zatrudnienia o ok. 36 tys. miejsc pracy. Organizacje handlowe wskazywały także, że część pomysłów związkowców są wbrew niektórym zapisom w konstytucji – m.in. łamią zasadę równości (art. 32) czy zasadę społecznej gospodarki rynkowej i wolności działalności gospodarczej (art. 20 i 22). Podobne obawy ma część polityków obecnego rządu, który z jednej strony popiera projekt „Solidarności”, a z drugiej chciałoby, aby zmiany były mniejsze i następowały stopniowo. **W ostatnim czasie prace nad ustawą przyspieszyły i Sejmowa Komisja Polityki Społecznej i Rodzinnej przyjęła projekt. Finalnie wybrano koncepcję, w której handel będzie dozwolony w drugą i czwartą niedzielę miesiąca oraz w dwie niedziele poprzedzające Święta Bożego Narodzenia. Według przedstawicieli strony rządowej, zakaz ma być wprowadzony już w styczniu '18. Według naszych szacunków ekspozycja AmRestu na zakaz wynosi ok. 2,5% rocznej sprzedaży, jednak z drugiej strony powinny być widoczne efekty oszczędnościowe w pozycji kosztu żywnościowego, płac czy opłat dla licencjodawców.**

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe, w tym:	2 325,4	2 852,2	3 157,7	3 478,3	3 660,9	3 803,5	3 898,8	3 956,0	3 982,7	3 984,5	3 966,2	3 931,6	3 883,6
RzAT	1 060,0	1 343,7	1 594,4	1 928,5	2 119,0	2 264,3	2 358,0	2 409,4	2 426,4	2 415,2	2 380,9	2 327,8	2 259,1
Wartość firmy	583,1	769,1	819,7	819,7	819,7	819,7	819,7	819,7	819,7	819,7	819,7	819,7	819,7
WNiP	574,1	604,1	588,0	574,6	566,7	563,8	565,5	571,4	581,0	594,0	610,0	628,5	649,3
Nieruchomości inwestycyjne	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2
Pozostałe aktywa trwałe	86,0	113,1	133,4	133,4	133,4	133,4	133,4	133,4	133,4	133,4	133,4	133,4	133,4
Aktywa obrotowe, w tym:	523,8	588,8	848,2	799,2	1 013,8	1 331,0	1 255,3	1 208,2	1 187,2	1 181,8	1 187,2	1 199,4	1 214,9
Zapasy	64,3	82,1	102,7	128,9	157,2	184,7	212,1	240,0	268,5	297,2	325,9	354,5	382,9
Należności	92,1	99,4	124,4	151,7	184,8	216,9	248,7	281,1	314,2	347,3	380,5	413,4	446,1
Środki pieniężne	317,9	291,6	529,5	427,0	580,1	837,8	702,9	595,5	512,8	445,6	389,2	339,8	294,4
Pozostałe aktywa obrotowe	49,5	115,7	91,6	91,6	91,6	91,6	91,6	91,6	91,6	91,6	91,6	91,6	91,6
AKTYWA RAZEM	2 849,1	3 441,0	4 005,9	4 277,6	4 674,6	5 134,5	5 154,1	5 164,2	5 169,8	5 166,2	5 153,4	5 130,9	5 098,6
Kapitał własny	1 104,1	1 376,6	1 397,6	1 683,2	2 110,3	2 617,3	2 695,7	2 771,6	2 848,9	2 925,8	3 002,1	3 077,3	3 151,3
Zobowiązania długoterminowe	1 179,6	1 216,7	765,5	645,5	1 570,8	1 397,4	1 224,0	1 050,6	877,2	703,8	530,4	357,0	183,6
Zadłużenie	1 035,9	1 039,0	581,9	461,9	1 387,2	1 213,8	1 040,4	867,0	693,6	520,2	346,8	173,4	0,0
Pozostałe zobowiązania	143,7	177,7	183,6	183,6	183,6	183,6	183,6	183,6	183,6	183,6	183,6	183,6	183,6
Zobowiązania krótkoterminowe	565,4	847,6	1 842,8	1 949,0	993,5	1 119,8	1 234,4	1 342,1	1 443,7	1 536,6	1 621,0	1 696,7	1 763,7
Kredyty	89,4	223,3	1 098,7	1 098,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zob. z tyt. dostaw i usług	461,8	614,9	725,7	831,8	975,1	1 101,4	1 216,0	1 323,6	1 425,3	1 518,2	1 602,6	1 678,3	1 745,3
Pozostałe	14,2	9,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4
PASYWA RAZEM	2 849,1	3 441,0	4 005,9	4 277,6	4 674,6	5 134,5	5 154,1	5 164,2	5 169,8	5 166,2	5 153,4	5 130,9	5 098,6
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	3 338,7	4 207,4	5 265,5	6 424,0	7 645,3	8 769,4	9 833,7	10 875,3	11 900,7	12 885,8	13 829,7	14 730,2	15 584,8
Koszty i straty operacyjne	3 143,0	3 939,2	4 975,6	6 014,1	7 062,3	8 096,2	9 073,0	10 026,2	10 961,5	11 857,5	12 713,2	13 526,8	14 296,3
Koszty działalności restauracji	2 759,4	3 481,8	4 370,7	5 322,1	6 273,3	7 195,2	8 068,7	8 923,2	9 764,0	10 571,7	11 345,5	12 083,5	12 783,9
artykuły żywnościowe	972,2	1 180,8	1 440,8	1 749,7	2 083,8	2 392,0	2 684,2	2 970,7	3 253,2	3 525,1	3 786,1	4 035,5	4 272,8
wynagrodzenia	686,2	908,7	1 182,8	1 464,0	1 663,3	1 907,1	2 138,0	2 363,7	2 585,6	2 798,7	3 002,6	3 196,9	3 381,2
licencje	153,4	198,0	251,1	305,9	363,7	416,9	467,3	516,5	564,9	611,3	655,7	697,9	738,0
najem	947,7	1 194,3	1 495,9	1 802,4	2 162,5	2 479,2	2 779,1	3 072,2	3 360,2	3 636,6	3 901,1	4 153,1	4 392,0
Koszty franczyzowe	141,3	168,6	203,7	261,5	315,5	367,4	416,8	465,1	512,6	558,2	602,0	643,8	683,5
Koszty zarządu	251,6	294,8	414,4	449,1	496,2	560,4	618,6	673,2	724,8	771,9	814,6	852,9	886,8
Aktualizacja wartości aktywów	16,8	16,3	18,9	20,6	23,8	26,5	28,8	30,8	32,6	34,1	35,3	36,2	36,8
PPO	26,2	22,3	32,1	39,1	46,5	53,4	59,8	66,2	72,4	78,4	84,2	89,6	94,8
EBITDA	419,6	539,2	610,8	771,0	974,1	1 098,5	1 212,4	1 318,0	1 417,8	1 510,7	1 597,7	1 679,4	1 756,2
EBITDA ajd.*	436,5	555,6	629,7	791,5	997,9	1 125,0	1 241,1	1 348,8	1 450,4	1 544,8	1 633,0	1 715,6	1 793,0
EBIT	195,7	268,2	289,8	409,9	583,0	673,2	760,7	849,2	939,2	1 028,3	1 116,5	1 203,3	1 288,6
Saldo finansowe	-34,0	-44,8	-54,5	-57,4	-55,6	-47,4	-38,1	-32,9	-27,3	-21,6	-15,6	-9,6	-3,4
Udział w zyskach JV	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wynik brutto	162,3	223,5	235,3	352,5	527,4	625,8	722,6	816,3	911,9	1 006,8	1 100,9	1 193,8	1 285,1
Wynik netto	157,3	190,7	184,5	285,5	427,2	506,9	585,3	661,2	738,6	815,5	891,7	967,0	1 040,9
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
CF operacyjny	442,3	456,9	632,4	719,8	923,9	1 025,5	1 121,2	1 208,2	1 289,8	1 363,0	1 430,7	1 493,4	1 551,5
CF inwestycyjny	-335,1	-539,1	-697,5	-702,3	-597,4	-594,3	-575,7	-556,9	-537,8	-518,3	-498,2	-477,6	-456,5
CF finansowy	-44,4	66,1	296,3	-120,0	-173,4	-173,4	-680,3	-758,7	-834,6	-912,0	-988,9	-1 065,1	-1 140,4
CF netto	62,8	-16,1	231,2	-102,5	153,1	257,7	-134,9	-107,4	-82,7	-67,2	-56,4	-49,4	-45,4
Środki pieniężne na początek okresu	257,2	317,9	291,6	529,5	427,0	580,1	837,8	702,9	595,5	512,8	445,6	389,2	339,8
Środki pieniężne na koniec okresu	317,9	291,6	529,5	427,0	580,1	837,8	702,9	595,5	512,8	445,6	389,2	339,8	294,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *korekta o aktualizację wartości aktywów

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	13,1%	26,0%	25,1%	22,0%	19,0%	14,7%	12,1%	10,6%	9,4%	8,3%	7,3%	6,5%	5,8%
EBITDA zmiana r/r	32,8%	28,5%	13,3%	26,2%	26,3%	12,8%	10,4%	8,7%	7,6%	6,6%	5,8%	5,1%	4,6%
EBITDA adj. zmiana r/r*	22,5%	27,3%	13,3%	25,7%	26,1%	12,7%	10,3%	8,7%	7,5%	6,5%	5,7%	5,1%	4,5%
EBIT zmiana r/r	78,1%	37,0%	8,1%	41,4%	42,2%	15,5%	13,0%	11,6%	10,6%	9,5%	8,6%	7,8%	7,1%
Wynik netto zmiana r/r	241,5%	21,2%	-3,3%	54,7%	49,6%	18,7%	15,5%	13,0%	11,7%	10,4%	9,3%	8,4%	7,7%
Marża brutto ze sprzedaży	70,9%	71,9%	72,6%	72,8%	72,7%	72,7%	72,7%	72,7%	72,7%	72,6%	72,6%	72,6%	72,6%
Marża EBITDA	12,6%	12,8%	11,6%	12,0%	12,7%	12,5%	12,3%	12,1%	11,9%	11,7%	11,6%	11,4%	11,3%
Marża EBITDA adj.*	13,1%	13,2%	12,0%	12,3%	13,1%	12,8%	12,6%	12,4%	12,2%	12,0%	11,8%	11,6%	11,5%
Marża EBIT	5,9%	6,4%	5,5%	6,4%	7,6%	7,7%	7,7%	7,8%	7,9%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%
Marża netto	4,7%	4,5%	3,5%	4,4%	5,6%	5,8%	6,0%	6,1%	6,2%	6,3%	6,4%	6,6%	6,7%
ROE	14,3%	13,9%	13,2%	17,0%	20,2%	19,4%	21,7%	23,9%	25,9%	27,9%	29,7%	31,4%	33,0%
ROA	5,5%	5,5%	4,6%	6,7%	9,1%	9,9%	11,4%	12,8%	14,3%	15,8%	17,3%	18,8%	20,4%
Dług	1 134,6	1 271,8	1 689,5	1 569,5	1 396,1	1 222,7	1 049,3	875,9	702,5	529,1	355,7	182,3	8,9
D/(D+E)	50,7%	48,0%	54,7%	48,3%	39,8%	31,8%	28,0%	24,0%	19,8%	15,3%	10,6%	5,6%	0,3%
D/E	102,8%	92,4%	120,9%	93,2%	66,2%	46,7%	38,9%	31,6%	24,7%	18,1%	11,8%	5,9%	0,3%
Odsetki/EBIT	22,3%	17,9%	20,0%	15,2%	10,3%	7,9%	6,2%	4,7%	3,6%	2,6%	1,8%	1,1%	0,5%
Dług/Kapitał własny	102,8%	92,4%	120,9%	93,2%	66,2%	46,7%	38,9%	31,6%	24,7%	18,1%	11,8%	5,9%	0,3%
Dług netto	816,7	980,2	1 160,0	1 142,5	816,0	384,9	346,4	280,4	189,7	83,5	-33,5	-157,5	-285,5
Dług netto/Kapitał własny	74,0%	71,2%	83,0%	67,9%	38,7%	14,7%	12,9%	10,1%	6,7%	2,9%	-1,1%	-5,1%	-9,1%
Dług netto/EBITDA	194,6%	181,8%	189,9%	148,2%	83,8%	35,0%	28,6%	21,3%	13,4%	5,5%	-2,1%	-9,4%	-16,3%
Dług netto/EBIT	417,2%	365,5%	400,2%	278,7%	140,0%	57,2%	45,5%	33,0%	20,2%	8,1%	-3,0%	-13,1%	-22,2%
EV	9 684,2	9 847,6	10 027,5	10 010,0	9 683,5	9 252,3	9 213,9	9 147,8	9 057,1	8 950,9	8 833,9	8 709,9	8 581,9
Dług/EV	11,7%	12,9%	16,8%	15,7%	14,4%	13,2%	11,4%	9,6%	7,8%	5,9%	4,0%	2,1%	0,1%
CAPEX/Przychody	8,3%	9,6%	11,0%	10,9%	7,8%	6,8%	5,9%	5,1%	4,5%	4,0%	3,6%	3,2%	2,9%
CAPEX/Amortyzacja	123,6%	148,5%	180,7%	194,5%	152,8%	139,7%	127,5%	118,8%	112,4%	107,4%	103,5%	100,3%	97,6%
Amortyzacja/Przychody	6,7%	6,4%	6,1%	5,6%	5,1%	4,8%	4,6%	4,3%	4,0%	3,7%	3,5%	3,2%	3,0%
Zmiana KO/Przychody	2,3%	3,0%	1,2%	0,8%	1,1%	0,8%	0,6%	0,4%	0,3%	0,2%	0,2%	0,1%	0,0%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	20,3%	14,7%	6,2%	4,5%	6,7%	5,9%	5,2%	4,5%	3,9%	3,2%	2,4%	1,6%	0,7%
Wskaźniki rynkowe	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S	2,7	2,1	1,7	1,4	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
P/E	56,4	46,5	48,1	31,1	20,8	17,5	15,1	13,4	12,0	10,9	9,9	9,2	8,5
P/BV	8,0	6,4	6,3	5,3	4,2	3,4	3,3	3,2	3,1	3,0	3,0	2,9	2,8
P/CE	18,7	18,4	12,4	12,4	8,8	6,6	6,9	7,1	7,1	7,0	6,9	6,8	6,6
EV/EBITDA	23,1	18,3	16,4	13,0	9,9	8,4	7,6	6,9	6,4	5,9	5,5	5,2	4,9
EV/EBITDA adj.*	22,2	17,7	15,9	12,6	9,7	8,2	7,4	6,8	6,2	5,8	5,4	5,1	4,8
EV/EBIT	49,5	36,7	34,6	24,4	16,6	13,7	12,1	10,8	9,6	8,7	7,9	7,2	6,7
EV/S	2,9	2,3	1,9	1,6	1,3	1,1	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6
BVPS	52,0	64,9	65,9	79,3	99,5	123,4	127,1	130,6	134,3	137,9	141,5	145,1	148,5
EPS	7,4	9,0	8,7	13,5	20,1	23,9	27,6	31,2	34,8	38,4	42,0	45,6	49,1
CEPS	22,4	22,7	33,7	33,6	47,5	63,4	60,7	59,2	59,0	59,4	60,4	61,6	62,9
Dywidenda [mln PLN]	1,5	2,0	3,1	0,0	0,0	0,0	506,9	585,3	661,2	738,6	815,5	891,7	967,0
DPS	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	23,9	27,6	31,2	34,8	38,4	42,0	45,6
Dywid	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,7%	6,6%	7,5%	8,3%	9,2%	10,1%	10,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 418,0 PLN; *korekta o aktualizację wartości aktywów

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
[strategia, banki/finanse, media/rozrywka, węgiel/stal](#)

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[materiały budowlane, budownictwo, paliwa](#)

Krzysztof Brymora

Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krzysztof.brymora@bdm.pl
[chemia, przemysł drzewny](#)

Adrian Górniak

Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
[deweloperzy, handel](#)

Marek Jurzec

Młodszy analityk rynku akcji
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: marek.jurzec@bdm.pl
[IT](#)

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz

tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński

tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	500,7	---	---	26.01.2018	13:14 CEST	418,0	66 743

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasieg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'18*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	4	100%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywację na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 26.01.2018 roku (13:14 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 30.01.2018 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbliżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwości takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 26.01.2018 roku:

- BDM nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o submisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.