

poniedziałek, 19 grudnia 2016 | aktualizacja raportu

AmRest: kupuj (podwyższona)

EAT PW; EATP.WA | Handel, Polska

Kontynuacja dynamicznego wzrostu

Po oczyszczeniu wyników za 3Q'16 o przejęcie na rynku niemieckim kawiarni Starbucks, spółka zwiększyła EBITDA o 25,3% R/R do 156 mln PLN (rekordowy poziom oczyszczonej marży EBITDA, która wyniosła 15,5% w 3Q'16). Rezultaty za 3Q'16 pokazały jak wysoki jest potencjał do poprawy wyników. Szansą dla AmRest jest nowy średnioterminowy cel YUM! Brands, który zakłada sprzedaż około 2 150 restauracji własnych do franczyzobiorców na całym świecie. Transakcje sprzedaży mają być zawierane z dynamicznie rosnącymi operatorami restauracji marek YUM! Brands. Następstwem przyjętych celów była odsprzedaż 15 restauracji KFC działających w Niemczech do AmRest. Naszym zdaniem w średnim terminie istnieje bardzo wysokie prawdopodobieństwo kolejnych przejęć restauracji na rynku niemieckim (restauracje YUM! Brands oraz konsolidacja placówek franczyzowych). Przy założeniu kontynuacji poprawy efektywności organicznego biznesu oraz optymalizacji rentowności przejętych placówek na rynku niemieckim, oczekujemy wzrostu marży EBITDA w tempie 25,7% CAGR 2016-18 (znacznie wyższe tempo niż wzrost oferowany przez podmioty porównywalne). Biorąc powyższe pod uwagę, wyznaczamy cenę docelową na 334 PLN/akcję i zalecamy kupowanie walorów AmRest.

Imponujące wyniki operacyjne

W 3Q'16 spółka kontynuowała poprawę efektywności sprzedaży na najważniejszych rynkach. Dwucyfrową dynamikę poprawy sprzedaży/restaurację odnotowały Węgry oraz Rosja. Pomimo konsolidowania niskomargowych kawiarni Starbucks w Niemczech, AmRest utrzymał marżę EBIT na płaskim poziomie R/R w 3Q'16, co wynikało ze znacznej poprawy rentowności biznesu w Hiszpanii, Czechach, Chinach, Rosji oraz w regionie inne CEE. Pozytywne trendy w wynikach powinny zostać utrzymane, gdzie dodatknej kontyngencji można oczekiwać w szczególności z rynku rosyjskiego (wysokie Iłł w lokalnej walucie, sprzyjający efekt walutowy w 2017 roku), chińskiego (utrzymanie poprawy rentowności zaraportowanej w 3Q'16) oraz rynku niemieckiego (optymalizacja rentowności placówek).

Kontynuacja ekspansji na rynek niemiecki

Poza 144 kawiarniami przejętymi w maju 2016 roku, AmRest ogłosił zamiar przejęcia 15 restauracji KFC. Biorąc pod uwagę cel strategiczny YUM! Brands, istnieje wysokie prawdopodobieństwo sprzedaży kolejnych placówek do AmRest. Jednocześnie rynek niemiecki jest słabo nasycony restauracjami KFC, co stwarza potencjał do rozwoju organicznego placówek (plan KFC Germany to zwiększenie liczby restauracji z 140 obecnie do 300 placówek w średnim terminie).

Możliwe kolejne akwizycje uzasadniają premię w wycenie

Biorąc pod uwagę poprawę wyników oraz dokonane akwizycje szacujemy 25,7% średniorocznego wzrostu EBITDA w latach 2016-18 vs. 7,9% EBITDA CAGR 2016-18 średnio w spółkach z grupy porównywalnej (Alsea oferuje 16,5% EBITDA CAGR 2016-18). Znacznie wyższe tempo poprawy wyników oraz możliwy dalszy skokowy wzrost przez akwizycje, naszym zdaniem uzasadnia uwzględnienie premii w wycenie spółki.

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	2 952,7	3 338,7	4 203,3	5 266,3	6 080,7
EBITDA	356,4	419,6	542,2	698,9	833,1
marża EBITDA	12,1%	12,6%	12,9%	13,3%	13,7%
EBIT	109,9	195,7	271,9	375,7	465,9
Zysk netto	51,7	160,0	189,3	267,9	337,2
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E	118,1	38,1	32,2	22,8	18,1
P/CE	23,7	15,9	13,3	10,3	8,7
P/BV	6,7	5,9	4,8	4,0	3,3
EV/EBITDA	19,7	16,6	13,1	10,0	8,1
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	287,70 PLN
Cena docelowa	334,00 PLN
Kapitalizacja	6 103 mln PLN
Free float	1 386 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	5,05 mln PLN

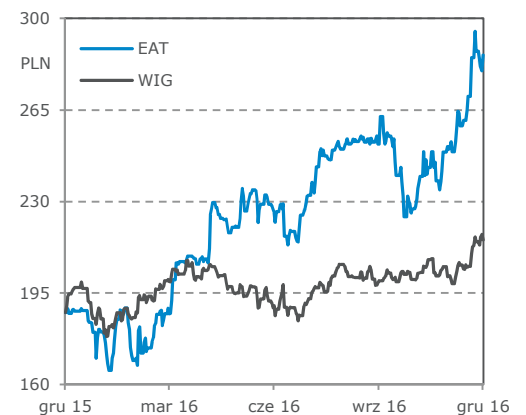
Struktura akcjonariatu

FCapital Lux	61,85%
NN OFE	9,59%
Gosha Holding	5,85%
Pozostali	22,71%

Profil spółki

AmRest jest największym operatorem restauracji w regionie, który zarządza 1 155 restauracjami w 13 krajach. W swoim portfelu AmRest ma 7 marek, które można podzielić na dwa sektory restauracyjne: 1) restauracje szybkiej obsługi (QSR) obejmujące marki KFC, Burger King oraz Starbucks; 2) restauracje z obsługą kelnerską (casual dining) obejmujące marki Pizza Hut, La Tagliatella, Blue Frog oraz Kabb.

Kurs akcji EAT na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
AmRest	334,00	236,00	kupuj	redukuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
AmRest	287,70	334,00	+16,1%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2016P	2017P	2018P
Przychody	+0,2%	+2,1%	+4,2%
EBITDA	+3,0%	+10,0%	+15,1%
zysk netto	+8,3%	+31,0%	+34,5%

Analitik:

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl

Zmiana założeń vs. poprzedni raport

Przedstawione przez AmRest wyniki za 3Q'16 utwierdzają nas w przekonaniu, że spółka jest w stanie kontynuować wysokie tempo poprawy wyniku EBITDA R/R również w kolejnych kwartałach. Jednocześnie wzrost efektywności sprzedaży w spółce pozwolił zniwelować negatywny efekt zwiększenia kosztów wynagrodzeń na rentowność biznesu. Widzimy potencjał do utrzymania około 11% marży EBITDA na rynku chińskim oraz do znacznej poprawy wyników na rynku rosyjskim w 2017 roku. Ponadto 11.10.2016 YUM! Brands ogłosił plany sprzedaży około 2 150 restauracji własnych do końca 2018 roku (zwiększenie udziału restauracji franczyzowych w portfolio YUM! Brands do 98% z 93% po wyłączeniu YUM! China). Początkiem realizacji tej strategii było przejęcie 15 restauracji przez AmRest na rynku niemieckim. Jednocześnie istnieje wysoka szansa na kolejne przejścia w niedalekiej przyszłości. Dynamiczna organiczna poprawa wyników oraz dokonane przejścia skłaniają nas po podwyższeniu szacunków, w wyniku czego oczekujemy średniorocznego wzrostu EBITDA o 25,7% w latach 2016-18 (znacznie wyższy wzrost vs. porównywalne podmioty). Jednocześnie pragniemy zwrócić uwagę na potencjalne zagrożenia dla przyszłych wyników spółki ze względu na wprowadzenie zakazu handlu w niedzielę (około 50% restauracji spółki jest zlokalizowanych w centrach handlowych) oraz konieczność płacenia wyższej stawki podatku VAT (potencjalny wzrost z 5% do 8%) – więcej w analizie wrażliwości.

Zmiana szacunków vs. poprzedni raport

(mln PLN)	2016			2017		
	stara	nowa	zm.	stara	nowa	zm.
Przychody	4 196	4 203	0,2%	5 159	5 266	2,1%
MBNS	17,6%	17,4%	-0,3p.p.	17,3%	17,4%	0,1p.p.
EBITDA	526,6	542,2	3,0%	635,3	698,9	10,0%
marża	12,5%	12,9%	0,3p.p.	12,3%	13,3%	1p.p.
EBIT	254,6	271,9	6,8%	298,1	375,7	26,0%
Zysk brutto	209,4	227,4	8,6%	250,9	332,6	32,5%
Zysk netto	174,8	189,3	8,3%	204,5	267,9	31,0%

Źródło: AmRest, Dom Maklerski mBanku

Wyniki kwartalne AmRest w 3Q'16

(mln PLN)	3Q'16	3Q'15	R/R	9M'16 /16P	9M'15 /15
Przychody	1 157,6	861,2	34,4%	71,5%	72,5%
ZBNS	201,6	156,8	28,6%	70,4%	72,7%
marża	17,4%	18,2%	-0,8p.p.		
SG&A	234,7	186,6	25,8%	71,0%	69,4%
EBIT	90,9	67,9	33,9%	73,9%	80,1%
marża	7,9%	7,9%	0p.p.		
EBITDA	160,7	123,5	30,1%	75,0%	76,5%
marża	13,9%	14,3%	-0,5p.p.		
Zysk netto	62,5	65,2	-4%	72,7%	73,8%

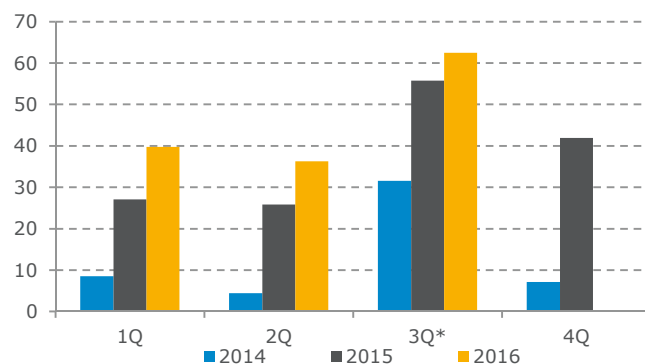
Źródło: AmRest, Dom Maklerski mBanku

Świetne wyniki operacyjne w 3Q'16

AmRest poprawił wynik EBITDA o 25,3% R/R do 156 mln PLN (wartość oczyszczona o wyniki przejętej sieci Starbucks w Niemczech), **co jest najlepszym wynikiem od 2Q'15**. Warto zaznaczyć, że znaczne tempo poprawy wyniku EBITDA R/R zostało osiągnięte pomimo efektu wysokiej bazy (+23,2% R/R w 3Q'15). **Oczyszczona marża EBITDA spółki wzrosła o 1p.p. R/R do 15,5% w 3Q'16, co jest najlepszym wynikiem od 5 lat.**

Skonsolidowane przychody spółki zwiększyły się o 34,4% R/R do 1 158 mln PLN. Marża brutto na sprzedaży zmniejszyła się o 0,8p.p. R/R do 17,4% na koniec 3Q'16, co było przede wszystkim efektem konsolidowania przejętych w Niemczech kawiarni Starbucks. Wzrost efektywności sprzedaży oraz odpowiednia dyscyplina kosztowa, pozwoliła spółce na ograniczenie tempa wzrostu kosztów SG&A poniżej dynamiki sprzedaży (+25,8% R/R vs. 34,4% R/R). **Narzut kosztów SG&A na przychody zmniejszył się o 0,85p.p. R/R do 10%.** Pomimo konsolidowania niskomargowego biznesu na rynku niemieckim, rentowność na poziomie EBIT wyniosła 7,9% i była na takim samym poziomie R/R. Zmniejszenie rentowności na poziomie EBITDA jest związane z coraz mniejszym udziałem amortyzacji w wyniku na tym poziomie (przejęte aktywa niemieckie już są częściowo zamortyzowane; poprawa efektywności sprzedaży i rentowności spółki). **Powyższa tendencja powinna przełożyć się na istotną poprawę zysku netto w kolejnych kwartałach.**

Zysk netto AmRest kwartalnie w latach 2014-16



Źródło: AmRest, Dom Maklerski mBanku;

*oczyszczona o 9,4 mln PLN dodatniego podatku dochodowego (rozliczenie straty z rynku US)

Trendy w wynikach na poszczególnych rynkach

Warto zwrócić uwagę na **wysoką poprawę kwartalnej sprzedaży/restaurację na rynkach rosyjskim** (+11,5% R/R do 1 043 tys. PLN; wspierane przez aprecjację RUB/PLN R/R; dynamika poprawy może ulec przyśpieszeniu w kolejnych kwartałach) **oraz węgierskim** (+13,1% R/R do 1 018 tys. PLN). Poprawa kwartalnej sprzedaży/restaurację została odnotowana również na innych rynkach (szczegóły w tabeli).

Liczba restauracji oraz średnia sprzedaż/restaurację w 3Q'16

	Przychody (mln PLN)		Liczba restauracji		Sprzedaż/restaurację (tys. PLN)	
	3Q'16	R/R	3Q'16	R/R	3Q'16	R/R
Polska	373,2	12,2%	360	7,5%	1 036,8	4,4%
Czechy	123,8	16,6%	106	7,1%	1 168,1	8,9%
Węgry	55,0	32,7%	54	17,4%	1 018,2	13,1%
Inne CEE	34,2	0,3x	46	15,0%	743,0	9,4%
Rosja	125,2	27,5%	120	14,3%	1 043,4	11,5%
Hiszpania	216,1	18,6%	232	13,7%	931,5	4,3%
Niemcy	155,3	50,8x	145	71,5x	1 070,8	-28,6%
Pozostałe WE	4,4	-14,0%	10	11,1%	444,2	-22,6%
Chiny	58,7	5,2%	33	17,9%	1 779,9	-10,7%
Nieprzypisane	11,6	24,6%	0,0%	b.d.	b.d.	b.d.
Razem	1 157,6	34,4%	1 106	27,4%	1 046,6	5,5%
Oczyszczzone	1 005,9	16,8%	963	10,9%	1 044,5	5,3%

Źródło: AmRest, Dom Maklerski mBanku

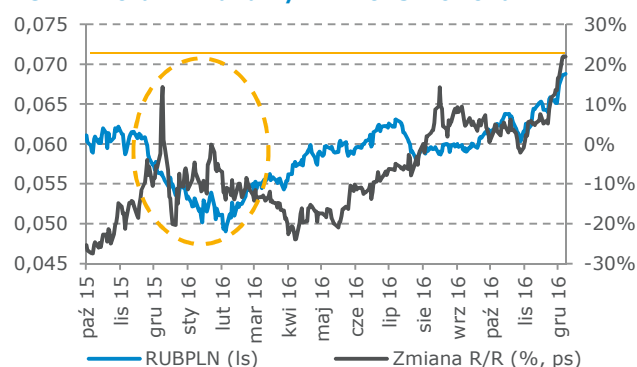
EBITDA oraz marża EBITDA w podziale na segmenty działalności w 3Q'16

(mln PLN)	EBITDA			marża EBITDA		
	3Q'16	3Q'15	R/R	3Q'16	3Q'15	R/R
Polska	52,2	45,4	15,0%	14,0%	13,7%	0,3p.p.
Czechy	24,8	18,8	31,9%	20,0%	17,7%	2,3p.p.
Węgry	7,8	6,2	26,6%	14,2%	14,9%	-0,7p.p.
Inne CEE	6,4	4,4	45,5%	18,8%	16,2%	2,5p.p.
Rosja	15,8	9,5	66,9%	12,6%	9,7%	3p.p.
Hiszpania	49,2	39,4	24,9%	22,8%	21,6%	1,1p.p.
Niemcy	4,6	-1,3	b.d.	3,0%	-44,1%	b.d.
Pozostałe WE	-1,1	0,0	b.d.	-25,7%	-0,9%	b.d.
Chiny	6,5	2,6	153%	11,0%	4,6%	6,4p.p.
Nieprzypisane	-5,7	-1,7	b.d.	-48,8%	-18,6%	b.d.
Razem (bez odpisów)	160,6	123,1	30,4%	13,9%	14,3%	-0,4p.p.

Źródło: AmRest, Dom Maklerski mBanku

Kurs RUBPLN był wyższy o 22,5% R/R i wyniósł 0,06851 na dzień 14 grudnia 2016 roku. Jest to najwyższy poziom w 2016 roku. Przy założeniu utrzymania kursu na zbliżonym poziomie w 2017 roku, pozytywny efekt walutowy na sprzedaż realizowaną w dywizji rosyjskiej wyniósłby średnio +18% R/R. **Biorąc powyższe pod uwagę, połączone z silnymi trendami w sprzedaży porównywalnej na rynku rosyjskim (dwucyfrowe dynamiki), oczekujemy wzrostu efektywności sprzedaży restauracji rosyjskich o 20% R/R.**

RUBPLN oraz zmiana R/R w 2015-16 roku



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

AmRest oprócz kontynuowania wzrostowych trendów w sprzedaży w 3Q'16, pozytywnie zaskoczył w wynikach rentownością osiągniętą na rynkach: chińskim (+7p.p. R/R do 11%), rosyjskim (+3p.p. R/R do 9,9%) oraz hiszpańskim (+1,1p.p. R/R do 22,8% w 3Q'16; pomimo

ujemnej dynamiki R/R odnotowanej w trzech poprzedzających kwartałach). **Poprawa rentowności została odnotowana na rynku polskim, gdzie presja ze strony kosztów wynagrodzeń została przewyższona przez pozytywny wpływ oszczędności kosztowych (koszty artykułów żywnościowych) oraz poprawę efektywności sprzedaży (rozwodnienie kosztów stałych).**

Kontynuacja przejęć na rynku niemieckim

30 listopada 2016 spółka ogłosiła podpisanie umowy sprzedaży i transferu 15 restauracji KFC od Kentucky Fried Chicken (Great Britain) Ltd., German Branch (spółka zależna od YUM Brands). Była to druga akwizycja dokonana przez AmRest na rynku niemieckim (pierwsza miała miejsce 23 maja i obejmowała 144 kawiarni Starbucks). Miesiąc przed transakcją AmRest, nastąpiła sprzedaż 11 placówek KFC zlokalizowanych w Stuttgarcie oraz w Dusseldorfie do Collins Foods (australijski operator restauracji KFC).

Podsumowanie transakcji nabycia restauracji KFC na rynku niemieckim

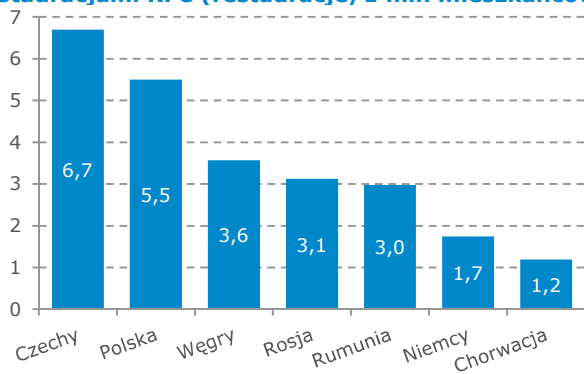
	AmRest	Collins Foods
Ilość restauracji	15	11
Wartość (mln EUR)	10,3 mln EUR	12,7 mln EUR
Sprzedaż (mln EUR)	27,4 mln EUR*	22,5 mln EUR**
Sprzedaż/restaurację***	608,9 tys. EUR	681,8 tys. EUR

Źródło: AmRest, Dom Maklerski mBanku

*wartość VIII'16 LTM; **wartość X'16 LTM; ***kwartałnie

Cena zapłacona przez AmRest za 15 placówek KFC obejmowała przejęcie aktywów oraz personelu (nie zawierała długu). **Przy założeniu około 6% marży EBITDA przejmowanych restauracji, transakcja zostałaby przeprowadzona po wskaźniku EV/EBITDA 6,3x LTM** (koszt przejęcia kawiarni Starbucks po korekcie dokonanej na koniec 2015 roku wyniósł 7x EV/EBITDA'15). Oszacowana rentowność EBITDA jest na nieznacznie wyższym poziomie niż marża osiągana przez niemieckie kawiarnie Starbucks przejęte przez AmRest oraz znacznie poniżej marżowości placówek KFC, prowadzonych przez spółkę na innych rynkach. **Uważamy, że przejęte restauracje mają wysoki potencjał do poprawy rentowności biznesu w średnim terminie. Jednocześnie warto zwrócić uwagę na niskie nasycenie rynku niemieckiego restauracjami KFC**, gdzie 1,7 restauracji przypada na mln osób vs. 18,4 restauracja na mln osób w przypadku McDonald's oraz 8,6 restauracji na mln osób w przypadku Burger King.

Współczynnik penetracji poszczególnych rynków restauracjami KFC (restauracje/1 mln mieszkańców)



Źródło: AmRest, Dom Maklerski mBanku

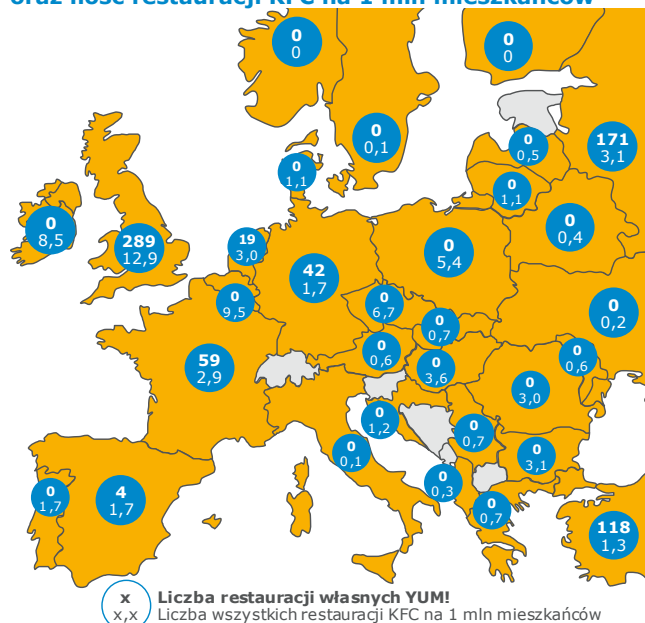
Stopień penetracji rynku niemieckiego restauracjami KFC jest niski również w relacji do innych krajów w regionie. Obecnie 140 restauracji działających na rynku niemieckim generuje około 200 mln EUR sprzedaży rocznie. **CEO KFC Niemcy, Insa Klasing, zadeklarowała w połowie października 2016, że KFC Niemcy wkraczają w drugą fazę rozwoju zakładającą powiększenie sieci restauracji KFC ze 140 do 300 placówek w ciągu kilku kolejnych lat. Wszystkie restauracje mają być prowadzone przez franczyzobiorców skoncentrowanych na dynamicznym wzroście biznesu. Docelowo liczba franczyzobiorców KFC na rynku niemieckim może zostać ograniczona (obecnie niemieckie restauracje franczyzowe są prowadzone przez wielu franczyzobiorców).** Biorąc powyższe pod uwagę, zakładamy stabilny wzrost niemieckiej sieci AmRest na poziomie 19 restauracji średniorocznie w latach 2017-19 (łącznie placówki KFC oraz Starbucks). Zakładana dynamika może ulec zmianie ze względu na potencjalne akwizycje na tym rynku (wykup pozostałych restauracji własnych YUM! lub wykup franczyzobiorców). Wykorzystanie efektu skali oraz implementacja sprawdzonych rozwiązań w prowadzeniu restauracji, powinny wpłynąć na stopniowy wzrost rentowności EBITDA sieci KFC na rynku niemieckim do 9,3% w 2019 roku.

Możliwe kolejne akwizycje restauracji

Ogłoszona pod koniec listopada transakcja nabycia restauracji KFC w Niemczech wpisuje się w plany YUM! Brands, który zakłada stopniową redukcję restauracji własnych w portfelu. CEO YUM Brands zadeklarował 11.10.2016, że do końca 2018 roku spółka będzie posiadała 98% restauracji w modelu franczyzowym. Oznacza to wzrost z obecnych 93% (stan po spin-off YUM China) o 5p.p., co odpowiada około 2 150 tys. restauracji. Jednocześnie CEO YUM Brands zadeklarował, że zacieśniona zostanie współpraca z dynamicznie rosnącymi franczyzobiorcami, do których zalicza się AmRest (CAGR wzrostu restauracji spółki wyniósł 10% w latach 2012-16).

Zgodnie ze strategią rozwoju przyjętą przez AmRest, rozwój sieci spółki ma się opierać o rozwój organiczny oraz przez akwizycje. Ostatnie transakcje ogłoszone przez spółkę zostały przeprowadzone po relatywnie niskim wskaźniku EV/EBITDA, a przejmowane podmioty oferują duży potencjał do poprawy wyników. **Analizując portfel restauracji własnych YUM! Brands w Europie potencjalne przyszłe akwizycje AmRest mogłyby zostać przeprowadzone w Niemczech, Francji, Danii oraz w Rosji.**

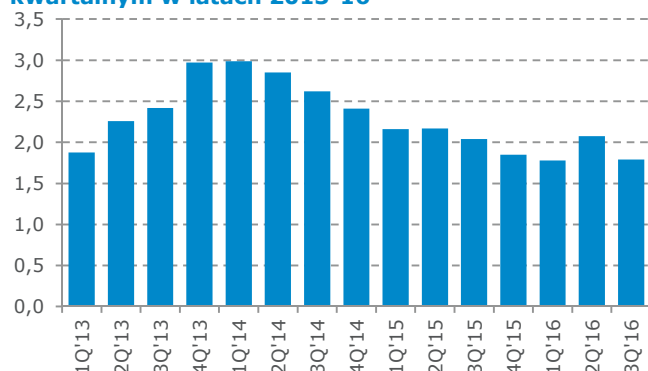
Portfel restauracji własnych YUM! Brands w regionie oraz ilość restauracji KFC na 1 mln mieszkańców



Źródło: YUM!, Dom Maklerski mBanku

Biorąc pod uwagę poprawiającą się efektywność biznesu, rośnie potencjał spółki do finansowania kolejnych transakcji. **Pomimo płatności na poziomie 155,2 mln PLN za przejmowane kawiarnie Starbucks na rynku niemieckim, spółka była w stanie poprawić wskaźnik DN/EBITDA o 0,25x R/R do 1,79x na koniec 3Q'16.**

Dług Netto/EBITDA LTM AmRest w ujęciu kwartalnym w latach 2013-16



Źródło: AmRest, Dom Maklerski mBanku

Potencjalne przyszłe przejęcia mogą dotyczyć nie tylko restauracji pod markami znajdującymi się w portfelu AmRest. Przeprowadzenie kolejnej akwizycji może stanowić podstawę do podniesienia naszych szacunków.

Czynniki ryzyka

Nieodpowiednio dobrane lokalizacje

Ryzyko to może prowadzić do wyższych od oczekiwanych odpisów na aktualizację aktywów trwałych (zakładamy 20 mln PLN rocznie), wynikających z niespełnienia przez konkretne placówki testu na utratę wartości. Źródłem gorszych od oczekiwanych wyników restauracji można doszukiwać się w czynnikach wewnętrznych (np. oferta nieodpowiednio dopasowana do potrzeb klienta) oraz zewnętrznych (np. utrudnienia dostępu do restauracji wynikające z braku terminowego wybudowania inwestycji drogowej lub przebudowy otoczenia restauracji). Uważamy, że budowane przez wiele lat doświadczenie Spółki w zakresie doboru lokalizacji na nowe restauracje powinno zminimalizować to ryzyko.

Niepowodzenie z ekspansją restauracji na rynku chińskim

Jednym z kierunków rozwoju restauracji AmRest w kolejnych latach jest rynek chiński. Spółka obecnie koncentruje się na intensywnym rozwoju sieci restauracji Blue Frog oraz Kabb w Chinach. Ewentualne problemy związane z dalszą ekspansją w tym kraju, spadek efektywności sprzedaży placówek lub wprowadzanie niekorzystnych dla operatorów operacji rozporządzeń, będzie stanowiło zagrożenie do wyceny Spółki.

Pogorszenie się warunków makroekonomicznych

Poziom przychodów generowanych przez restauracje jest częściowo uzależniony od dochodu rozporządzalnego konsumenta w danym państwie. Pogorszenie się sytuacji makroekonomicznej może wpłynąć na zmniejszenie się konsumpcji prywatnej. Bardziej wrażliwe na zmianę sytuacji ekonomicznej konsumentów są restauracje w segmencie (casual dining), które stanowią 33,9% portfela AmRest.

Nieudane inwestycje w przejęcia restauracji

W ramach tego ryzyka widzimy zagrożenie ze strony nieudanych inwestycji w podmioty zarządzające restauracjami oraz wydłużenie procesu integracji biznesu AmRest z nowym podmiotem. Uważamy, że dobry track record Spółki potwierdzony przez udane przejęcia w poprzednich latach minimalizuje pojawienie się tego ryzyka.

Ryzyko polityczne

Ryzyko to może się przejawiać w postaci wprowadzenia rozporządzeń mających negatywny wpływ na działalność prowadzoną przez Spółkę. Ryzykiem takim może być wprowadzenia zakazu handlu w niedzielę w Polsce lub innych krajach, gdzie Spółka prowadzi swoje restauracje. Obecnie projekt zakazujący handlu w niedzielę został złożony do Sejmu oraz ma poparcie partii rządzącej. Ewentualne wprowadzenie rozporządzenia, wpłynie pośrednio na usługi gastronomiczne (poprzez zamknięcie galerii handlowych – **AmRest posiada około 50% restauracji w takich lokalizacjach**). W analizie wrażliwości ceny docelowej przyjęliśmy jako czynnik zmiennej ubytek wartości sprzedaży w Polsce z tytułu wprowadzenia zakazu handlu w niedzielę (zakładamy zakaz handlu we wszystkie niedziele w miesiącu).

Drugim ryzykiem, mogącym się zmaterializować w przyszłości jest zmiana interpretacji Ministerstwa Finansów dotyczącej stosowania 5% oraz 8% stawek podatku VAT. Według interpretacji MF wydanej na koniec VI'16, 5% stawkę VAT powinno się stosować do sprzedaży wyrobów żywnościowych gotowych, które wymagają dodatkowej obróbki przed spożyciem. Stawka 8% miałaby mieć zastosowanie w przypadku usługi obejmującej przygotowanie posiłku w placówce. W oparciu o interpretację indywidualną wydaną przez Urząd Skarbowy, AmRest stosuje 5% stawkę VAT. **Naszym zdaniem konieczność podwyższenia płaconej stawki VAT z 5% do 8% miałoby wpływ na marżę EBITDA restauracji w Polsce w zakresie 1,5p.p.-2p.p.** (nie wszystkie produkty sprzedawane przez spółkę objęte są 5% stawką VAT; zakładamy, że całość dodatkowego obciążenia podatkowego poniesie spółka). W analizie wrażliwości ceny docelowej przyjęliśmy jako zmienną ubytek marży EBITDA (w p.p.) w 2017 roku. Jednocześnie w prognozie tego scenariusza przyjęliśmy odbicie marży w 2018 roku stanowiące 1/3 zakładanej skali spadku w 2017 roku.

Analiza wrażliwości ceny docelowej na ryzyko wprowadzenia zakazu handlu w niedzielę oraz na ryzyko płacenia przez AmRest 8% podatku VAT (zamiast 5%)

		Ubytek marży EBITDA w Polsce w 2017 roku						
		0,0 p.p.	-0,5 p.p.	-1,0 p.p.	-1,5 p.p.	-2,0 p.p.	-2,5 p.p.	-3,0 p.p.
Spadek sprzedaży w Polsce ze względu na zakaz handlu w niedzielę	0,0%	329	327	325	324	322	320	319
	-4,1%	324	322	321	319	318	316	315
	-5,6%	323	321	319	318	316	315	313
	-7,1%	321	319	318	317	315	314	312
	-8,6%	320	318	317	315	314	312	311
	-10,1%	318	317	315	314	312	311	309

Źródło: AmRest, Dom Maklerski mBanku

Nasze prognozy vs. konsensus

Nasze szacunki przychodów dla lat 2016-18 są wyższe od oczekiwań rynkowych o 1-7%, co wynika z uwzględnienia wyników przejętych podmiotów w Niemczech oraz oczekiwanej wysokiej poprawy sprzedaży/restaurację na rynku rosyjskim. Nasze szacunki EBITDA są powyżej oczekiwań rynkowych w latach 2016-18 ze względu na:

- i) założenie dynamicznego wzrostu restauracji w Niemczech wraz z poprawą rentowności EBITDA biznesu;
- ii) zakładane utrzymanie rentowności na rynkach CEE oraz poprawę marży EBITDA w Chinach, Hiszpanii oraz w Rosji.

Nasze oczekiwania dotyczące EBIT znajdują się powyżej oczekiwań rynkowych ze względu na mniej agresywne założenia dotyczące amortyzacji (oczekiwana poprawa efektywności biznesu; niska amortyzacja przejętych w Niemczech kawiarni Starbucks). Wysoka różnica w stosunku do oczekiwań rynkowych na zysku netto może wynikać z założenia wyższego EBIT, szybszej redukcji zadłużenia przez spółkę oraz 20% efektywnej stopy podatkowej w latach 2016-18.

Oczekiwania Domu Maklerskiego mBanku w porównaniu z konsensem

(mln PLN)	2016P			2017P			2018P		
	mDM	konsensus	różnica	mDM	konsensus	różnica	mDM	konsensus	różnica
Przychody	4 203,3	4 174,7	+1%	5 266,3	4 996,7	+5%	6 080,7	5 664,7	+7%
EBIT	271,9	251,7	+8%	375,7	305,5	+23%	465,9	365,4	+27%
EBITDA	542,2	521,7	+4%	698,9	620,2	+13%	833,1	714,5	+17%
Zysk netto	189,3	169,0	+12%	267,9	211,5	+27%	337,2	263,5	+28%

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena

Wartość spółki AmRest szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Implikowana cena z metody zdyskontowanych przepływów to 301 PLN/akcję, a wartość oszacowana na bazie porównywalnych spółek to 328 PLN/akcję. W związku z powyższym naszą 9-miesięczną cenę docelową wyznaczamy na 334 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	328
Wycena DCF	50%	301
cena wynikowa		315
cena docelowa za 9 m-cy		334

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec listopada 2016 roku. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec grudnia 2015.
- Zakładamy zwiększenie się marży EBITDA o 0,3 p.p. R/R do 12,9% w 2016 roku oraz stopniowy wzrost marży EBITDA do 14% w 2021 roku.
- Zakładamy wydatki inwestycyjne na poziomie 528,9 mln PLN w 2016 roku oraz 553,9 mln PLN w roku 2017. Ponadto zakładamy, że średnie wydatki inwestycyjne na restaurację wyniosą 3,4 mln PLN w okresie 4Q'16-2021P. Szacujemy, że CAPEX

odtworzeniowy wyniesie 1,0% przychodów w każdym z prognozowanych lat.

- Przyjmujemy, że Spółka będzie rozliczała około 20 mln PLN odpisów na aktualizację wartości aktywów trwałych rocznie w okresie prognozy.
- Do obliczeń podatku przyjmujemy stopę opodatkowania na poziomie 20% w okresie prognozy.
- Przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,5% (rentowność 10-letnich obligacji w Polsce).
- Po roku 2025 zakładamy wzrost FCF na poziomie 2,0%.
- Przyjmujemy wartość beta na poziomie 1,1x w okresie prognozy.

Ilość restauracji w podziale na dywizje

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Polska	320	346	372	398	421	441
Czechy	94	102	108	128	148	164
Inne CEE	58	89	108	140	168	194
Rosja	101	109	123	135	147	159
Hiszpania	190	216	241	271	294	310
Niemcy	0	0	143	178	210	242
Nowe Rynki	37	42	44	56	68	80
Razem	800	904	1 139	1 306	1 456	1 590

Źródło: AmRest, Dom Maklerski mBanku

Przychody w podziale na dywizje

(tys. PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Polska	1 193,7	1 321,5	1 428,3	1 542,7	1 650,7	1 743,6
Czechy	358,9	415,8	482,8	555,5	655,9	740,9
Inne CEE	175,1	240,8	340,2	442,8	546,0	640,4
Rosja	410,9	402,8	461,5	616,1	693,6	756,3
Hiszpania	621,6	704,4	832,5	945,7	1 043,5	1 121,7
Niemcy	0,0	3,1	375,8	831,6	1 090,7	1 334,5
Nowe Rynki	192,5	240,6	242,7	285,4	354,0	422,5
Nieprzypisane	0,0	18,9	35,1	46,3	46,3	46,3
Razem	2 952,7	3 329,1	4 163,7	5 220,0	6 034,3	6 759,9

Źródło: AmRest, Dom Maklerski mBanku

EBITDA w podziale na dywizje

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Polska	164,4	180,8	191,6	205,4	219,7	232,1
Czechy	52,0	71,7	92,8	108,7	128,3	145,0
Inne CEE	15,3	34,8	53,8	70,4	86,9	101,9
Rosja	43,2	40,5	53,4	86,0	98,3	107,2
Hiszpania	130,9	146,4	171,8	198,3	218,8	235,2
Niemcy	0,0	-1,8	11,9	43,4	86,9	123,9
Nowe Rynki	-32,5	0,2	15,0	31,0	38,4	45,9
Nieprzypisane	-16,9	-36,0	-27,3	-24,3	-24,3	-24,3
Razem (bez odpisów)	356	437	563	719	853	967

Źródło: AmRest, Dom Maklerski mBanku

Marża EBITDA w podziale na dywizje

(%)	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Polska	13,8%	13,7%	13,4%	13,3%	13,3%	13,3%
Czechy	14,5%	17,2%	19,2%	19,6%	19,6%	19,6%
Inne CEE	8,7%	14,5%	15,8%	15,9%	15,9%	15,9%
Rosja	10,5%	10,0%	11,6%	14,0%	14,2%	14,2%
Hiszpania	21,1%	20,8%	20,6%	21,0%	21,0%	21,0%
Niemcy	b.d.	-57,8%	3,2%	5,2%	8,0%	9,3%
Nowe Rynki	-16,9%	0,1%	6,2%	10,9%	10,9%	10,9%
Nieprzypisane	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Razem (bez odpisów)	12,1%	13,1%	13,5%	13,8%	14,1%	14,3%

Źródło: AmRest, Dom Maklerski mBanku

Kwartałna sprzedaż/restaurację w podziale na dywizje

(tys. PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Polska	964,2	992,1	994,6	1 001,8	1 007,3	1 010,4
Czechy	980,7	1 060,8	1 149,5	1 176,9	1 188,2	1 187,4
Inne CEE	788,7	819,0	863,4	892,8	886,4	884,5
Rosja	1 154,1	959,1	994,5	1 194,1	1 229,7	1 235,8
Hiszpania	844,5	867,5	910,8	923,6	923,5	928,6
Niemcy			1 314,1	1 295,4	1 405,5	1 476,2
Nowe Rynki	1 300,8	1 523,1	1 411,1	1 427,1	1 427,3	1 427,4
Razem (bez odpisów)	963,0	976,9	1 019,0	1 067,5	1 092,2	1 109,3

Źródło: AmRest, Dom Maklerski mBanku

Zmiana R/R kwartalnej sprzedaży/restaurację w podziale na dywizje

(%)	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Polska	0,7%	2,9%	0,2%	0,7%	0,5%	0,3%
Czechy	-3,7%	8,2%	8,4%	2,4%	1,0%	-0,1%
Inne CEE	2,2%	3,8%	5,4%	3,4%	-0,7%	-0,2%
Rosja	-15,0%	-16,9%	3,7%	20,1%	3,0%	0,5%
Hiszpania	2,7%	2,7%	5,0%	1,4%	0,0%	0,6%
Niemcy				-1,4%	8,5%	5,0%
Nowe Rynki	11,0%	17,1%	-7,4%	1,1%	0,0%	0,0%
Razem (bez odpisów)	-0,5%	1,4%	4,3%	4,8%	2,3%	1,6%

Źródło: AmRest, Dom Maklerski mBanku

Model DCF

(mln PLN)	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2024P	2025P+
Przychody ze sprzedaży	4 203	5 266	6 081	6 806	7 422	7 935	8 398	8 852	9 298	9 253	
zmiana	25,9%	25,3%	15,5%	11,9%	9,1%	6,9%	5,8%	5,4%	5,0%	-0,5%	
EBITDA	542	699	833	947	1 034	1 110	1 174	1 239	1 300	1 299	
marża EBITDA	12,9%	13,3%	13,7%	13,9%	13,9%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	
Amortyzacja	270,3	323,2	367,3	405,4	426,7	435,0	435,1	434,5	433,6	434,3	
EBIT	272	376	466	541	607	675	738	804	866	865	
marża EBIT	6,5%	7,1%	7,7%	8,0%	8,2%	8,5%	8,8%	9,1%	9,3%	9,3%	
Opodatkowanie EBIT	47,8	75,1	93,2	108,3	121,5	134,9	147,7	160,8	173,2	172,9	
NOPLAT	224	301	373	433	486	540	591	643	693	692	

CAPEX	-528,9	-553,9	-531,1	-517,0	-482,9	-437,1	-433,2	-430,9	-429,8	-434,3	
Kapitał obrotowy	-75,2	81,7	62,6	46,4	36,3	29,3	24,6	22,9	21,4	-21,2	

FCF	-110	152	271	368	466	567	617	670	718	670	684
WACC	8,3%	8,3%	8,5%	8,7%	8,7%	8,8%	8,9%	8,9%	9,0%	9,0%	
współczynnik dyskonta	99,3%	91,7%	84,5%	77,8%	71,5%	65,7%	60,4%	55,4%	50,9%	46,7%	
PV FCF	-109,0	139,0	229,4	286,1	333,2	372,6	372,6	371,2	365,1	312,9	

WACC	8,3%	8,3%	8,5%	8,7%	8,7%	8,8%	8,9%	8,9%	9,0%	9,0%	
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
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 za ryzyko kredytowe	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Efektywna stopa podatkowa	17,6%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
Dług netto / EV	13,3%	11,9%	8,9%	4,2%	3,8%	2,7%	1,5%	0,2%	0,0%	0,0%	
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,00%
Wartość rezydualna (TV)	9 839
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	4 592
Zdyskontowane FCF w okresie prognozy	2 673
Wartość firmy (EV)	7 265
Dług netto	804
Udziałowcy mniejszościowi	71,0
Wartość firmy	6 390
Liczba akcji (mln)	21,21
Wartość firmy na akcje (PLN)	301
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,2%
Cena docelowa (PLN)	320
EV/EBITDA('17) dla ceny docelowej	11,2
P/E('17) dla ceny docelowej	25,3
Udział TV w EV	63%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF po okresie prognozy				
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC -1,0 p.p.	327	344	362	384	409
WACC -0,5 p.p.	301	316	333	353	377
WACC	289	304	320	339	361
WACC +0,5 p.p.	277	291	307	325	347
WACC +1,0 p.p.	256	268	283	300	319

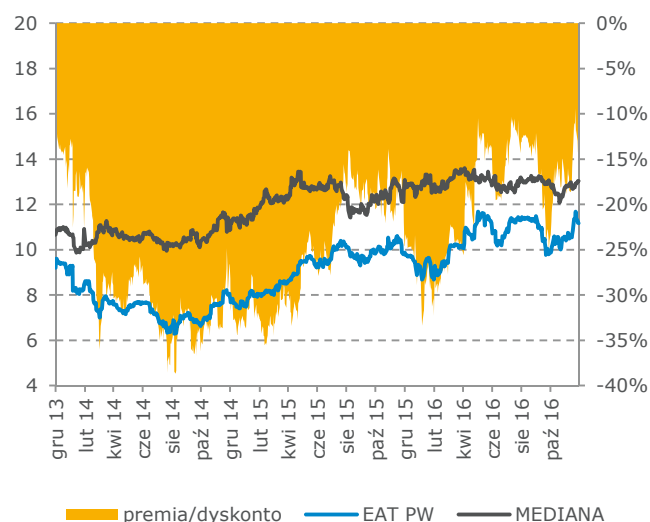
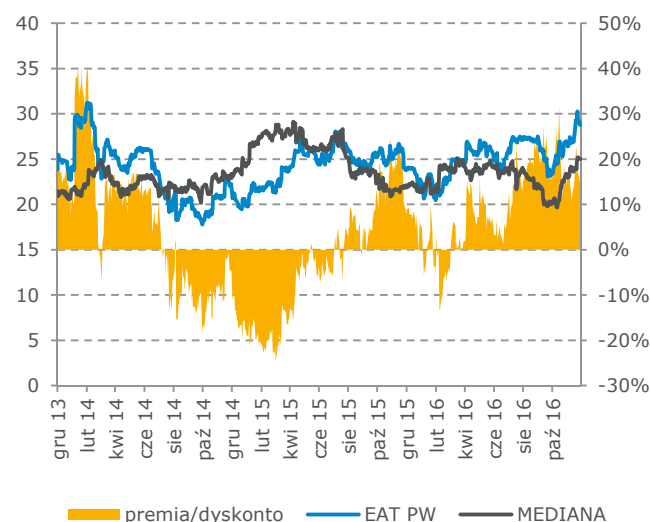
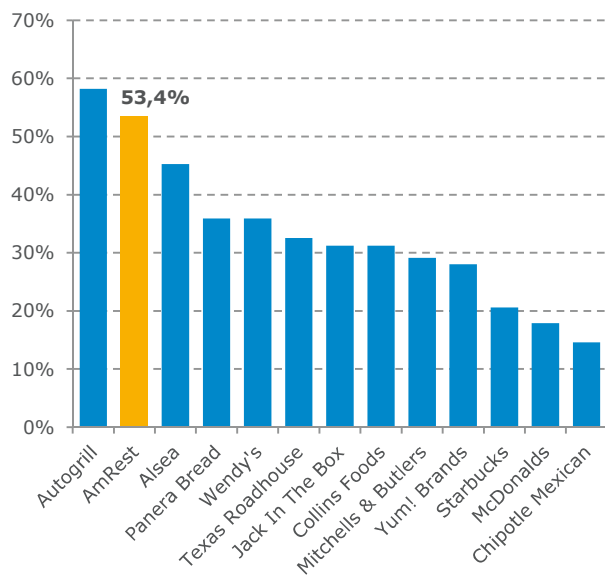
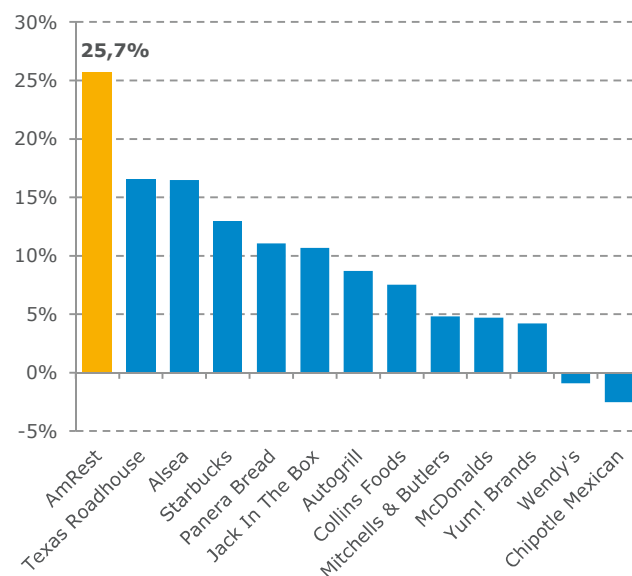
Wycena porównawcza

W wycenie porównawczej wskaźniki wyników finansowych AmRest porównujemy do grupy zagranicznych spółek działających w branży restauracyjnej. Wycenę wskaźnikową przeprowadziliśmy dla wskaźników P/E i EV/EBITDA w horyzoncie 2016-18P. Do bezpośredniej grupy porównywalnej zaliczyliśmy: McDonald, Starbucks, YUM! Brands, Alsea (najbardziej zbliżony profil działalności do AmRest, największy operator restauracji w Ameryce Łacińskiej, zarządzający m.in. placówkami pod markami Domino's Pizza, Starbucks i Burger King) oraz Collins Foods (operator 191 restauracji KFC zlokalizowanych w Australii oraz w Niemczech, restauracji Sizzler oraz Snag Stag; średnia rentowność EBITDA restauracji w Australii to 16,3% w 2016 roku). Pozostałe spółki to zarządcy oraz

operatorzy restauracji szybkiej obsługi oraz restauracji z obsługą kelnerską. Jak wynika z przeprowadzonej analizy, AmRest historycznie był wyceniany z około 15% dyskontem wobec grupy porównywalnej na wskaźniku EV/EBITDA. Uważamy, że poziom dyskonta na wskaźniku EV/EBITDA powinien się stopniowo zmniejszać ze względu na większą regularność wyniku oraz na oczekiwaną wysoką dynamikę poprawy EBITDA (szacowany CAGR 2016-18P wynosi 25,7%). Na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA przyjmujemy premię 10% ze względu na znacznie szybszy profil wzrostu spółki vs. podmioty porównywalne oraz wysokie prawdopodobieństwo przeprowadzenia kolejnych akwizycji w przyszłości.

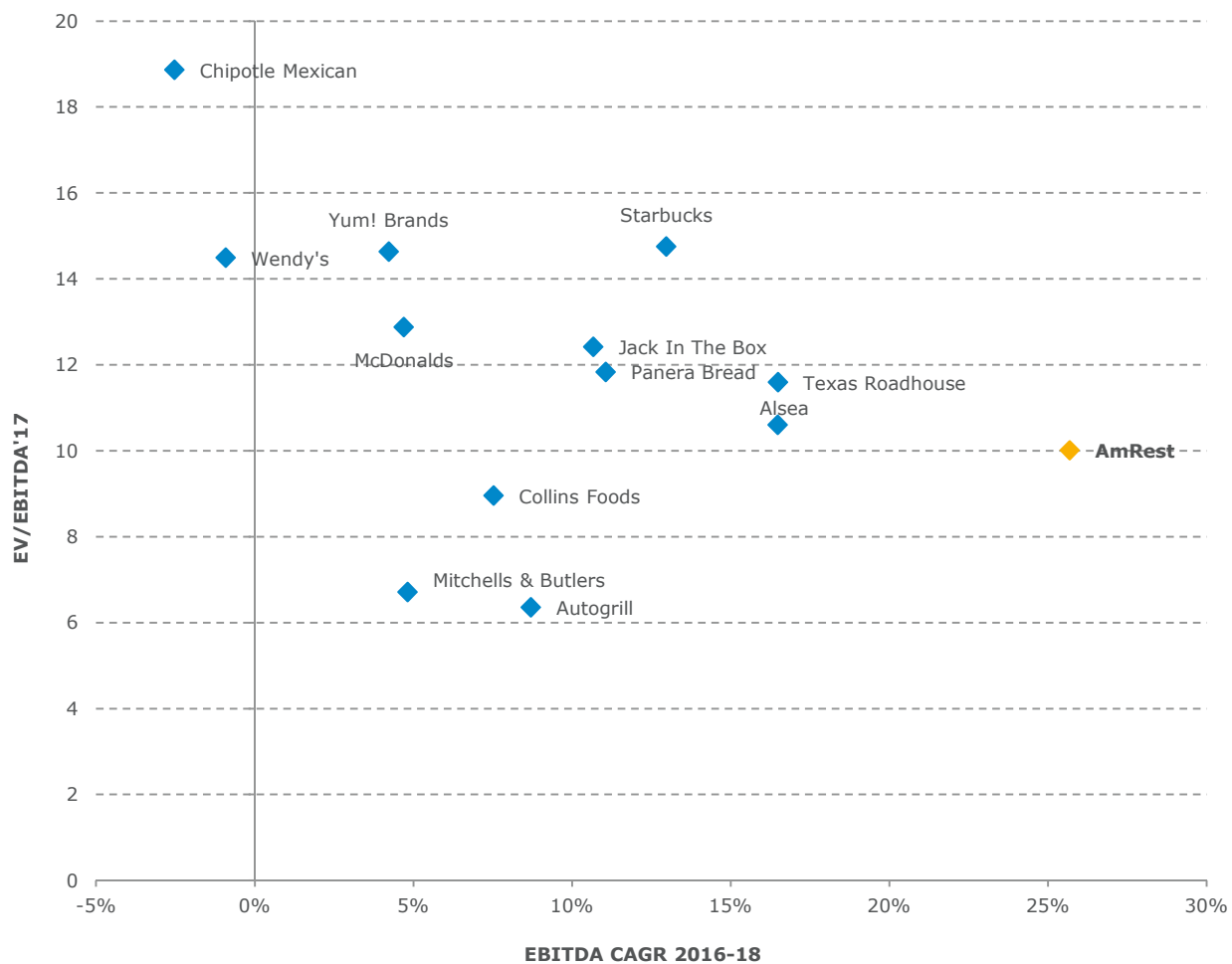
Analiza porównawcza

	Cena	2016P	PEG	2017P	2018P	2016P	P/E	2017P	2018P	EV/EBITDA	2016P	2017P	2018P
Bezpośrednia grupa porównywalna (70%)													
McDonalds	123,4	1,2	2,3	2,6	21,8	20,0	18,7	13,3	12,9	12,6			
Starbucks	57,7	11,0	2,0	1,5	30,5	27,0	23,3	16,5	14,8	13,1			
Yum! Brands	64,3	-1,9	2,3	1,8	25,0	22,7	20,4	14,3	14,6	14,5			
Alsea S.A.B. de C.V	59,0	-27,8	0,5	1,0	51,3	30,7	24,5	12,2	10,6	9,3			
Collins Foods	6,5	-0,1	1,1	1,6	19,9	17,2	15,7	10,1	9,0	8,1			
Minimum		-27,8	0,5	1,0	19,9	17,2	15,7	10,1	9,0	8,1			
Maksimum		11,0	2,3	2,6	51,3	30,7	24,5	16,5	14,8	14,5			
Mediana		-0,1	2,0	1,6	25,0	22,7	20,4	13,3	12,9	12,6			
Pozostałe spółki wzięte do wyceny (30%)													
Chipotle Mexican	390,9	-2,9	0,1	0,8	258,0	43,0	30,8	51,3	18,9	14,5			
Panera Bread	213,1	2,0	1,9	1,3	31,7	27,7	23,4	13,0	11,8	10,6			
Wendy's	13,8	-1,8	2,8	1,4	33,9	30,6	25,9	14,6	14,5	13,7			
Jack In The Box	112,5	1,0	0,9	1,2	30,2	23,7	20,2	14,1	12,4	11,7			
Mitchells & Butlers	243,2	0,2	-4,9	3,0	6,9	7,0	6,8	6,6	6,7	6,7			
Texas Roadhouse	49,6	1,0	1,9	1,4	27,9	24,7	21,4	13,0	11,6	10,4			
Autogrill	8,5	0,6	2,7	1,2	23,9	22,1	19,0	6,7	6,4	6,0			
Minimum		-2,9	-4,9	0,8	6,9	7,0	6,8	6,6	6,4	6,0			
Maksimum		2,0	2,8	3,0	258,0	43,0	30,8	51,3	18,9	14,5			
Mediana		0,6	1,9	1,3	30,2	24,7	21,4	13,0	11,8	10,6			
AmRest	287,7	1,8	0,5	0,7	32,2	22,8	18,1	13,1	10,0	8,1			
Implikowana wycena													
Implikowane wskaźniki		0,1	2,0	1,5	26,5	23,3	20,7	13,2	12,6	12,0			
Premia (dyskonto)		1169%	-73%	-53%	22%	-2%	-13%	-1%	-20%	-32%			
Waga wskaźnika			0%			50%			50%				
Waga roku		0%	0%	0%	33%	33%	33%	33%	33%	33%			
Premia (dyskonto) do wyceny					10%	10%	10%	10%	10%	10%			
Wartość firmy na akcję (PLN)	328												

Wskaźniki P/E (z lewej) i EV/EBITDA (z prawej) Blended Forward 12M dla EAT vs. grupa porównawcza

Amortyzacja/EBITDA w grupie porównawczej w 2015 roku

EBITDA 2016-18P CAGR w grupie porównawczej


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Porównanie AmRest oraz spółek wybranych do wyceny porównawczej



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rachunek wyników

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody ze sprzedaży	2 952,7	3 338,7	4 203,3	5 266,3	6 080,7	6 806,3	7 422,4
zmiana	9,3%	13,1%	25,9%	25,3%	15,5%	11,9%	9,1%
Koszty działalności restauracji	-2 501,5	-2 759,4	-3 473,9	-4 349,3	-5 021,7	-5 626,9	-6 115,9
Koszty artykułów żywnościowych	-886,8	-972,2	-1 184,6	-1 489,0	-1 710,6	-1 909,4	-2 077,6
Koszty wynagrodzeń	-609,5	-686,2	-900,8	-1 138,9	-1 334,1	-1 511,0	-1 637,4
Koszty opłat franczyzowych	-136,9	-153,4	-193,6	-239,9	-275,5	-307,5	-334,5
Koszty najmu i pozostałe	-868,2	-947,7	-1 194,9	-1 481,4	-1 701,6	-1 899,1	-2 066,4
Zysk brutto na sprzedaży	451,2	579,3	729,4	917,0	1 059,0	1 179,4	1 306,5
marża brutto na sprzedaży	15,3%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,3%	17,6%
Koszty ogólnego zarządu	-195,4	-251,6	-281,3	-331,9	-355,5	-374,9	-414,7
Aktualizacja wartości aktywów	-40,4	-16,8	-20,8	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0
Koszty działalności franczyzowej i pozostałej	-105,5	-115,1	-155,4	-189,4	-217,7	-243,0	-264,5
EBIT	109,9	195,7	271,9	375,7	465,9	541,4	607,3
zmiana	531,0%	78,1%	38,9%	38,2%	24,0%	16,2%	12,2%
marża EBIT	3,7%	5,9%	6,5%	7,1%	7,7%	8,0%	8,2%
Wynik na działalności finansowej	-44,6	-33,5	-44,5	-43,2	-46,7	-38,6	-30,9
Zysk brutto	65,3	162,3	227,4	332,6	419,2	502,9	576,4
Zysk/strata z działalności zaniechanej							
Podatek dochodowy	-19,3	-4,9	-39,9	-66,5	-83,8	-100,6	-115,3
Udziałowcy mniejszościowi	-5,6	-2,7	-1,8	-1,9	-1,9	-1,9	-2,0
Zysk netto	51,7	160,0	189,3	267,9	337,2	404,2	463,2
zmiana	419,5%	209,7%	18,3%	41,6%	25,9%	19,9%	14,6%
marża	1,7%	4,8%	4,5%	5,1%	5,5%	5,9%	6,2%
Amortyzacja	206,1	223,9	270,3	323,2	367,3	405,4	426,7
EBITDA	356,4	419,6	542,2	698,9	833,1	946,8	1 034,0
zmiana	29,7%	17,7%	29,2%	28,9%	19,2%	13,6%	9,2%
marża EBITDA	12,1%	12,6%	12,9%	13,3%	13,7%	13,9%	13,9%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	21,2	21,2	21,2	21,2	21,2	21,2	21,2
EPS	2,4	7,5	8,9	12,6	15,9	19,1	21,8

Bilans

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
AKTYWA	2 621,8	2 849,1	3 014,5	3 523,1	3 849,9	4 012,3	4 183,4
Majątek trwały	2 220,8	2 325,4	2 717,1	2 947,8	3 111,7	3 223,2	3 279,4
Rzeczowe aktywa trwałe	1 016,3	1 060,0	1 271,7	1 502,3	1 666,2	1 777,8	1 834,0
Wartość firmy	578,3	583,1	741,7	741,7	741,7	741,7	741,7
Wartości niematerialne i prawne	528,1	574,1	584,2	584,2	584,2	584,2	584,2
Rozliczenia międzyokresowe	28,4	33,4	41,4	41,4	41,4	41,4	41,4
Pozostałe	69,6	74,8	78,2	78,2	78,2	78,2	78,2
Majątek obrotowy	401,1	523,8	297,4	575,4	738,2	789,1	903,9
Zapasy	51,6	64,3	76,7	96,1	111,0	124,3	135,5
Należności	66,3	92,1	92,5	115,9	133,8	149,8	163,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	257,2	317,9	76,0	307,9	435,5	455,0	543,2
Pozostałe	25,9	49,5	52,2	55,4	57,8	60,0	61,9

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
PASYWA	2 621,8	2 849,1	3 014,5	3 523,1	3 849,9	4 012,3	4 183,4
Kapitał własny	911,5	1 033,0	1 272,7	1 535,5	1 866,3	2 262,9	2 313,0
Udziały mniejszościowe	64,1	71,0	71,9	70,0	68,1	66,2	64,2

Zobowiązania długoterminowe	1 293,0	1 179,6	944,0	1 064,0	964,0	654,0	714,0
Kredyty i pożyczki	1 116,0	1 035,9	792,6	912,6	812,6	502,6	562,6
Pozostałe	177,0	143,7	151,3	151,3	151,3	151,3	151,3

Zobowiązania krótkoterminowe	353,2	565,4	726,0	853,7	951,4	1 029,2	1 092,2
Kredyty i pożyczki	0,3	89,4	219,8	219,8	219,8	219,8	219,8
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	344,9	461,8	483,3	605,6	699,2	773,7	834,0
Pozostałe	8,0	14,2	22,9	28,3	32,4	35,7	38,4

Dług	1 116,4	1 125,4	1 012,4	1 132,4	1 032,4	722,4	782,4
Dług netto	859,2	807,5	936,4	824,5	596,9	267,4	239,2
(Dług netto / kapitał własny)	94,3%	78,2%	73,6%	53,7%	32,0%	11,8%	10,3%
(Dług netto / EBITDA)	2,4	1,9	1,7	1,2	0,7	0,3	0,3
BVPS	43,0	48,7	60,0	72,4	88,0	106,7	109,0

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przepływy operacyjne	295,9	441,8	421,3	670,9	765,2	854,1	924,2
Zysk przed opodatkowaniem	65,3	162,3	218,8	267,9	337,2	404,2	463,2
Amortyzacja	206,1	223,9	270,3	323,2	367,3	405,4	426,7
Kapitał obrotowy	12,0	37,3	-75,2	81,7	62,6	46,4	36,3
Pozostałe	12,5	18,3	7,4	-1,9	-1,9	-1,9	-2,0
Przepływy inwestycyjne	-316,2	-403,1	-678,1	-553,9	-531,1	-517,0	-482,9
CAPEX	-318,3	-340,8	-543,2	-553,9	-531,1	-517,0	-482,9
Pozostałe	2,1	-62,3	-134,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	12,6	-37,5	-137,6	109,8	-112,8	-325,4	-361,8
Kredyty i pożyczki	25,3	4,8	-118,1	120,0	-100,0	-310,0	60,0
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-404,2
Pozostałe	-12,7	-42,3	-19,5	-10,2	-12,8	-15,4	-17,6
Zmiana stanu środków na koniec okresu	-7,7	1,1	-394,4	226,8	121,2	11,8	79,4
Środki pieniężne na koniec okresu	257,2	317,9	76,0	307,9	435,5	455,0	543,2
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	19,1
FCF	-22,7	110,1	-124,0	151,6	271,4	368,0	466,0
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	10,8%	10,2%	12,9%	10,5%	8,7%	7,6%	6,5%

Wskaźniki rynkowe

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
P/E	118,1	38,1	32,2	22,8	18,1	15,1	13,2
P/CE	23,7	15,9	13,3	10,3	8,7	7,5	6,9
P/BV	6,7	5,9	4,8	4,0	3,3	2,7	2,6
P/S	2,1	1,8	1,5	1,2	1,0	0,9	0,8
FCF/EV	-0,3%	1,6%	-1,7%	2,2%	4,0%	5,7%	7,3%
EV/EBITDA	19,7	16,6	13,1	10,0	8,1	6,8	8,3
EV/EBIT	63,9	35,7	26,2	18,6	14,5	11,9	10,5
EV/S	2,4	2,1	1,7	1,3	1,1	0,9	0,9
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,6%
Cena (PLN)	287,7	287,7	287,7	287,7	287,7	287,7	287,7
Liczba akcji na koniec roku (mln)	21,2	21,2	21,2	21,2	21,2	21,2	21,2
MC (mln PLN)	6 103	6 103	6 103	6 103	6 103	6 103	6 103
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	64	71	72	70	68	66	64
EV (mln PLN)	7 027	6 982	7 112	6 998	6 768	6 437	6 407

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem opracowania oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem opracowania (o ile występuje) znajdują się poniżej. Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 19 grudnia 2016 o godzinie 8:35
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 19 grudnia 2016 o godzinie 8:35.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały mogący dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki AmRest wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	redukuj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2016-09-16	2016-05-06	2016-04-06	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	252,00	220,00	208,50	188,50
WIG w dniu rekomendacji	47 198,39	46 430,16	47 790,29	44 294,89

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszc
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mbank.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Marczak
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia, surowce, metale

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia

Paweł Szpigił
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigił@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Mateusz Choromański, CFA
tel. +48 22 697 47 44
mateusz.choromanski@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mbank.pl

Adam Prokop
tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
tel. +48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Wojciech Wysocki
tel. +48 22 697 48 46
wojciech.wysocki@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
tel. +48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl