

piątek, 10 lipca 2015 | raport analityczny

AmRest: kupuj (nowa)

EAT PW; EATP.WA | Handel, Polska

Na wzrostowej ścieżce

Po nieudanej ekspansji restauracji La Tagliatella na Nowych Rynkach (Indie, USA, Chiny), Spółka musiała rozpoznać znaczne straty oraz odpisy na aktualizację aktywów w latach 2013-14. Wraz z restrukturyzacją portfela restauracji w segmencie Nowe Rynki, AmRest koncentrował się na aktywizowaniu sprzedaży oraz optymalizacji bazy kosztowej w pozostałych dywizjach. Pierwsze efekty wprowadzanych zmian były widoczne w 2014 roku, jednak oczekujemy, że pełen potencjał do poprawy wyników powinien zmaterializować się w latach 2015-16. Szacujemy, że przychody Spółki będą kontynuowały wzrost w tempie 12,4% CAGR 2014-17P dzięki wysokiej dynamice nowych otwarć (+10,9% CAGR 2014-17P organicznie) oraz kontynuacji poprawy efektywności sprzedaży w regionie CEE, Hiszpanii oraz na Nowych Rynkach. Poprawiająca się sprzedaż/średnią ilość restauracji w Grupie, osiągnięcie rentowności na poziomie EBITDA w segmencie Nowe Rynki, poprawa generowanej marży w Czechach i na Węgrzech oraz konsolidowanie wysokomarżowego biznesu kawiarnianego w Rumunii i Bułgarii powinny zagwarantować wzrost EBITDA w tempie 22% CAGR 2014-17P. Biorąc pod uwagę atrakcyjne perspektywy rozwoju oraz relatywnie niską wycenę Spółki z 20-21% dyskontem na P/E'15-16 oraz 27-32% dyskontem na EV/EBITDA'15-16 w stosunku do grupy porównywalnej, rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla AmRest z zaleceniem kupuj i ceną docelową 180 PLN/akcję (21,6% potencjału wzrostu).

Utrzymanie wzrostu efektywności sprzedaży

Wprowadzanie zmian w zarządzaniu restauracjami, organizacji wnętrza placówek, czy też pozytywne efekty zmian w ofercie restauracji dają wymierne korzyści w poprawie efektywności sprzedaży w restauracjach prowadzonych przez AmRest w regionie CEE oraz w Hiszpanii. Ponadto, pozytywnie na generowaną sprzedaż wpływa poprawiająca się sytuacja gospodarcza na podstawowych rynkach Spółki. Oczekujemy, że sprzedaż/średnią ilość mkw. będzie wzrastała w tempie 2,4% R/R dla CEE oraz 2,1% R/R dla Hiszpanii w 2015 roku.

Atrakcyjne perspektywy rozwoju sieci restauracji

Kontynuacja ekspansji opartej na wykorzystywaniu dużego potencjału rynków (Chiny, Hiszpania, Rumunia i Polska) oraz rozwój mniejszych formatów restauracji (KFC Go oraz Pizza Hut Express) powinny zagwarantować rozwój na poziomie 97 restauracji średniorocznie w latach 2015-17P (z uwzględnieniem akwizycji kawiarni w Rumunii i Bułgarii).

Potencjał do poprawy marżowości biznesu

AmRest od pięciu kwartałów z rzędu poprawia marżę EBITDA (oczyszczoną o odpisy) na poziomie Grupy. Średnia poprawa w okresie 1Q'14-1Q'15 wyniosła 1,9 p.p. R/R. Oczekujemy utrzymania tego trendu, w czym pomagać będzie konsolidacja wysokomarżowych kawiarni oraz coraz lepszy wynik segmentu Nowe Rynki. Szacujemy, że marża EBITDA wzrośnie z 10,7% w 2014 roku do 13,1% oraz 13,4% w latach 2015-16P.

(mln PLN)	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody	2 700,9	2 952,7	3 278,2	3 761,6	4 192,1
EBITDA	274,8	356,4	428,6	505,3	574,3
marża EBITDA	10,2%	12,1%	13,1%	13,4%	13,7%
EBIT	17,4	109,9	207,8	242,0	291,7
Zysk netto	9,9	51,7	131,5	153,7	196,9
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4
P/E	320,6	60,8	23,9	20,4	15,9
P/CE	16,0	12,2	8,9	7,5	6,5
P/BV	3,3	3,4	3,0	2,6	2,3
EV/EBITDA	14,8	11,4	9,6	8,0	6,8
DYield	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,98%

Cena bieżąca	148,00 PLN
Cena docelowa	180,00 PLN
Kapitalizacja	3140 mln PLN
Free float	851 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	4,20 mln PLN

Struktura akcjonariatu

WH Holding VII B.V.	31,71%
ING OFE	17,11%
PZU PTE	14,14%
Aviva OFE	9,95%
Pozostali	27,09%

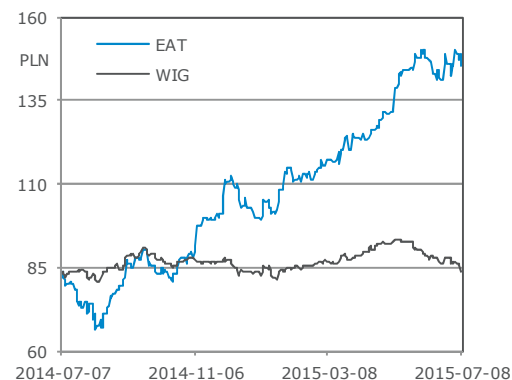
Strategia dotycząca sektora

Wyniki operatorów restauracji są wspierane przez niskie ceny żywności oraz poprawiającą się prywatną konsumpcję. Budowanie skali działalności oraz mocna dyscyplina kosztowa pozwalają spółkom osiągać wyższą rentowność. Kluczowe dla operatorów restauracji jest rozwijanie placówek pod własnymi markami, ponieważ są one w stanie generować znacznie wyższą rentowność.

Profil spółki

AmRest jest największym operatorem restauracji w regionie, który zarządza 830 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



Analitik:

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

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 księgową

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

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

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgową) - 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

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.

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

KUPIJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. 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.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić 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.

Dom Maklerski mBanku 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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wylimitowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku S.A. 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 zastosowanych w rekomendacji:

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.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wydał w ciągu ostatnich 9 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki AmRest.

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

Departament analiz:

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

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl
banki

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigiel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mdm.pl
media, IT

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

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

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

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

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

Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA
wicedyrektor ds. rynków zagranicznych
tel. +48 22 697 48 47
lukasz.wojtowicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-075 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

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

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

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

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

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

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 48 46
jedrzej.lukomski@mdm.pl

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera
tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

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

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak
dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl