

Raport
analityczny

Sfinks

Redukuj
10,38 zł

Dane podstawowe

cena rynkowa (zł)	11,76
kurs docelowy (zł)	10,38
wycena DCF (zł)	12,75
min 52 tyg (zł)	11,55
max 52 tyg (zł)	27,95
kapitalizacja (mln zł)	109,14
EV (mln zł)	171,30
liczba akcji (mln szt.)	9,28
free float	22,0%
free float (mln zł)	24,01
śr. obrót/msc (mln zł)	2,14

Zmiana kursu	Sfinks	WIG
1 miesiąc	-6,1%	4,3%
3 miesiące	-39,1%	-28,9%
6 miesięcy	-46,3%	-36,7%
12 miesięcy	-48,9%	-50,8%

Akcyonariat	% akcji i głosów
Tomasz Morawski	28,11
Commercial Union OFE	11,79
OFE POLSAT	5,12
American Restaurants	32,98

Poprzednie rekom.	data	cena doc.
Redukuj	2008-10-22	15,63
Redukuj	2008-06-25	17,47

Wyniki za 2008 rok

W 2008 rok spółka wchodziła z ambitnym programem inwestycyjnym i równie odważną prognozą wyników finansowych zakładającą zysk netto na poziomie 10 mln zł i EBITDA w wysokości 36 mln zł. Już w połowie roku widać było, że dotrzymanie tych prognoz będzie niemożliwe, ale dopiero po wynikach za trzeci kwartał władze spółki (które zmieniły się w międzyczasie) zdecydowały o odwołaniu wcześniejszych szacunków. Biorąc pod uwagę efekt sezonowości (w którym IV kwartał jest dużo słabszy niż III), a także rozczarowujące wyniki spółek zagranicznych spodziewamy się strat w czwartym kwartale. Uważamy, że bieżący rok spółka zamknie stratą netto dla akcjonariuszy podmiotu dominującego w wysokości 1,7 mln zł (wynik z uwzględnieniem udziałów mniejszościowych będzie dodatni i wyniesie 3,8 mln zł).

Perspektywy

Główny akcjonariusz Sfinksa (AmRest) poinformował, że nie będzie ogłaszał kolejnego wezwania na akcje Sfinksa w najbliższym czasie. Spodziewamy się, że do całkowitego przejęcia spółki może dojść na jesieni 2009 roku (rok po pierwszym wezwaniu). Aktualnie AmRest posiada kontrolę operacyjną nad Sfinksem poprzez posiadanie 33% udziałów, a także obsadzony własnymi ludźmi zarząd. Dzięki temu spółka korzysta z doświadczeń AmRestu, czego dowodem jest niedawna umowa o świadczenie usług administracyjnych i wsparcia operacyjnego. Nie zapadły żadne decyzje w sprawie sprzedaży marki Chłopskie Jadło. Mając w perspektywie wejście do „rodziny” AmRestu Sfinks będzie musiał pozbyć się jednej ze swoich marek. Trudno oszacować ile warta jest marka Chłopskie Jadło, choć należy się liczyć, iż będzie to cena niższa od ceny zakupu (27 mln zł). Działające w segmencie casual dining Chłopskie Jadło, nie pasuje do profilu działalności AmRestu. Niewykluczone, że nabywcą będzie J. Kościuszko, który był założycielem tej marki, i którego Sfinks kupił dwa lata temu.

Wycena

W naszej wycenie nie uwzględniliśmy kolejnego wezwania ze strony AmRestu, gdyż zgodnie z komunikatami wrocławski operator nie przewiduje w najbliższym czasie takiego posunięcia. W modelu nie założyliśmy także sprzedaży Chłopskiego Jadła. Za pomocą metody DCF ustaliśmy wartość Sfinksa na 12,8 zł na akcję. Metodą porównawczą wyceniamy spółkę na 4,9 zł/akcję. Do wyznaczenia ceny docelowej przyjęliśmy średnią ważoną z obu metod, opierając się w 70% na wycenie metodą DCF. Według nas wartość akcji Sfinksa wynosi 10,4 zł i jest niższa od aktualnego kursu giełdowego. Podtrzymujemy rekomendację REDUKUJ.

Dane finansowe (skonsolidowane)

mln zł	2006	2007	2008p	2009p	2010p
Sprzedaż	155,90	188,43	217,87	283,07	404,44
EBITDA	32,51	24,21	27,32	34,28	49,53
EBIT	21,73	11,00	11,51	14,48	21,62
Zysk netto	12,00	0,63	-1,72	0,92	3,22
Zysk skorygowany	12,00	3,43	-1,72	0,92	3,22
EPS (zł)	1,37	0,07	-0,19	0,10	0,35
DPS (zł)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CEPS (zł)	2,59	1,49	1,52	2,23	3,35
P/E	8,61	-	-	-	33,95
P/BV	2,10	1,71	1,74	1,71	1,57
EV/EBITDA	5,09	7,07	6,27	5,00	3,46

p - prognoza DM PKO BP SA

Dom Maklerski PKO BP SA

ul. Puławska 15
02-515 Warszawa
tel. (0-22) 521-80-00

Analityk:

Marcin Sójka

tel. (0-22) 521-79-31
e-mail: marcin.sojka@pkobp.pl

Informacje na temat powiązań pomiędzy DM a spółką znajdują się na ostatniej stronie niniejszego opracowania



Rachunek zysków i strat (mln zł)	2005	2006	2007	2008P	2009P	2010P	III Q 07	I-III Q 07	III Q 08	I-III Q 08
Przychody netto ze sprzedaży	118,32	155,90	188,43	217,87	283,07	404,44	50,66	137,24	55,62	159,59
zmiana	-	31,8%	20,9%	15,6%	29,9%	42,9%	11,8%	17,9%	9,8%	16,3%
EBITDA	23,58	32,51	24,21	27,32	34,28	49,53	8,19	23,16	5,59	22,51
zmiana	-	37,9%	-25,5%	12,8%	25,5%	44,5%	-7,9%	-3,4%	-31,8%	-2,8%
EBIT	14,94	21,73	11,00	11,51	14,48	21,62	4,74	15,16	1,25	10,25
zmiana	-	45,5%	-49,4%	4,6%	25,9%	49,3%	-25,0%	-7,1%	-73,7%	-32,4%
Zysk netto	7,38	12,00	0,63	-1,72	0,92	3,22	2,10	7,92	-2,40	0,09
zmiana	-	62,6%	-94,8%	-	-	247,6%	-39,8%	-11,8%	-	-98,9%
Zysk netto skorygowany	7,38	12,00	3,43	-1,72	0,92	3,22	2,10	7,92	-2,40	0,09
zmiana	-	62,6%	-71,4%	-	-	247,6%	-	-	-	-98,9%
Marża EBITDA	19,9%	20,9%	12,8%	12,5%	12,1%	12,2%	16,2%	16,9%	10,1%	14,1%
Marża EBIT	12,6%	13,9%	5,8%	5,3%	5,1%	5,3%	9,4%	11,0%	2,2%	6,4%
Rentowność netto	6,2%	7,7%	0,3%	-0,8%	0,3%	0,8%	4,1%	5,8%	-4,3%	0,1%

Źródło: Spółka, DM PKO BP SA

Wybrane pozycje bilansu i CF (mln zł)	2005	2006	2007	2008P	2009P	2010P
Aktywa ogółem	77,63	122,00	154,69	165,56	193,79	266,87
Aktywa trwałe	61,84	102,44	124,28	137,07	161,03	222,39
Aktywa obrotowe	15,80	19,57	30,41	28,49	32,76	44,48
Kapitał własny	36,44	49,14	63,69	62,65	63,70	69,34
Zobowiązania i rezerwy ogółem	41,20	72,86	91,00	102,91	130,09	197,53
Dług netto	21,64	46,89	62,16	74,84	100,78	151,27
Kapitał obrotowy	2,09	4,99	10,73	1,37	8,79	20,15
Kapitał zaangażowany	58,07	96,03	125,85	137,50	164,48	220,61
Środki pieniężne z działalności operacyjnej	20,12	33,03	15,99	32,14	34,06	45,76
Środki pieniężne z działalności inwestycyjnej	-18,61	-50,16	-36,40	-26,00	-39,78	-81,15
Środki pieniężne z działalności finansowej	-0,56	19,67	20,03	-7,20	6,32	35,32
Środki pieniężne na koniec okresu	2,10	4,65	4,26	4,36	4,95	4,88
Dług netto/EBITDA	0,92	1,44	2,57	2,74	2,94	3,05
ROE	-	28,0%	1,1%	-2,7%	1,5%	4,8%
ROACE	-	22,8%	8,0%	7,1%	7,8%	9,1%

Źródło: Spółka, DM PKO BP SA

Wycena DCF (mln zł)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Prognozy										
EBIT	11,5	14,5	21,6	28,2	32,8	31,5	28,9	38,6	49,5	61,8
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	9,3	11,7	17,5	22,8	26,6	25,5	23,4	31,2	40,1	50,0
Amortyzacja	15,8	19,8	27,9	33,4	36,5	39,9	43,7	48,0	53,1	58,9
Nakłady inwestycyjne	26,0	39,8	81,2	55,2	30,4	34,0	38,1	43,8	50,3	57,9
Inwestycje w kapitał obrotowy	1,4	8,8	20,2	15,0	9,7	10,3	11,0	14,1	15,4	16,8
FCF	-2,2	-17,1	-55,9	-14,0	23,0	21,0	18,0	21,4	27,4	34,2
Kalkulacja WACC										
Dług/(Dług+Kapitał)	62%	67%	74%	75%	73%	72%	72%	70%	66%	59%
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Premia rynkowa	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt długu po opodatkowaniu	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Koszt kapitału	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
WACC	8,2%	7,9%	7,4%	7,4%	7,5%	7,5%	7,6%	7,7%	7,9%	8,3%
Wycena										
DFCF	-2	-15	-45	-10	16	13	11	12	14	16
Suma DFCF	11									
Zdy skontowana wartość rezydualna	235									
Dług netto	62									
Kapitały mniejszości	74									
Wartość spółki	184									
Liczba akcji (mln sztuk)	9,281									
Wartość 1 akcji 01.01.08 (zł)	11,81									
Wartość 1 akcji 19.12.08 (zł)	12,75									

Źródło: DM PKO BP SA

Wycena porównawcza	Kraj notow.	Ticker	Kapitał. (mln)		P/E		EV/EBITDA			
			EUR	USD	2008	2010	2008	2009	2010	2010
MCDONALD'S CORP	US	MCD US	49 967	64 532	15,99	15,12	13,93	9,51	9,32	8,91
YUM! BRANDS INC	US	YUM US	9 577	12 369	14,07	12,83	11,31	7,75	7,16	6,63
TIM HORTONS INC	CANADA	THI US	3 481	4 496	18,73	16,78	14,80	10,51	9,60	8,64
CARLUCCIO'S PLC	BRITAIN	ARL LN	46	60	10,30	9,86	9,32	4,71	4,46	4,12
WHITBREAD PLC	BRITAIN	WTB LN	1 715	2 215	10,48	9,26	9,11	5,98	5,84	5,47
AUTOGRIFF SPA	ITALY	AGL IM	1 451	1 874	12,04	11,84	9,82	6,07	5,51	5,10
CHEESECAKE FACTORY/THE	US	CAKE US	335	433	8,57	8,46	7,91	3,91	4,02	4,21
COFFEEHEAVEN INTERNATIONAL	BRITAIN	COH LN	23	30	-	30,00	21,43	13,13	6,83	5,11
LUMINAR GROUP HOLDINGS PLC	BRITAIN	LMR LN	135	174	4,67	5,80	5,93	3,71	3,89	3,85
GROUPE FLO	FRANCE	FLO FP	88	113	9,59	7,75	6,87	5,76	4,98	4,58
DOMINO'S PIZZA UK & IRL PLC	BRITAIN	DOM LN	331	428	16,81	14,78	13,19	10,92	9,58	8,55
PREZZO PLC	BRITAIN	PRZ LN	69	89	7,65	7,21	6,82	3,58	3,41	3,12
CLAPHAM HOUSE GROUP PLC	BRITAIN	CPH LN	27	35	11,20	9,31	7,86	4,93	4,29	3,75
AMREST HOLDINGS NV	POLAND	EAT PW	239	325	12,86	8,59	7,11	5,16	3,77	3,23
Mediana					11,20	9,58	9,21	5,87	5,25	4,84
Sfinks	Polska	SFS PW	26	37	-	-	33,95	6,27	5,00	3,46
Premia/(dy skonto) w wycenie rynkowej spółki					-	-	268,5%	6,8%	-4,7%	-28,5%
Implikowana wartość 1 akcji (zł)					-	0,95	3,19	10,58	12,67	19,13

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP SA



Telefony kontaktowe

Zespół Analiz i Doradztwa Kapitałowego

banki	Hanna Kędziora (022) 521 79 43 hanna.kedziora@pkobp.pl
budownictwo i nieruchomości, hotele	Michał Sztabler (022) 521 79 13 michal.sztabler@pkobp.pl
przemysł paliwowy, chemia, energetyka, dystrybucja farmaceutyków	Ludomir Zalewski makler papierów wartościowych (022) 521 79 17 ludomir.zalewski@pkobp.pl
przemysł metalowy, spożywczy, inne	Marcin Sójka (022) 521 79 31 marcin.sojka@pkobp.pl
telekomunikacja, media, informatyka	Michał Janik doradca inwestycyjny (022) 521 79 41 michal.janik@pkobp.pl
przemysł drzewny i papierniczy	Bartosz Arenin (022) 521 87 23 bartosz.arenin@pkobp.pl
e-commerce, analiza techniczna	Przemysław Smoliński (022) 521 79 10 przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl

Wydział Klientów Instytucjonalnych

Artur Szymecki	(0-22) 521 82 14 artur.szymecki@pkobp.pl	Katarzyna Patora-Kopec	(0-22) 521 79 96 katarzyna.patora-kopec@pkobp.pl
Piotr Dedecjus	(0-22) 521 91 39 piotr.dedecjus@pkobp.pl	Piotr Gawron	(0-22) 521 91 50 piotr.gawron@pkobp.pl
Dariusz Andrzejak	(0-22) 521 91 39 dariusz.andrzejak@pkobp.pl		

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni
kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji
EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki
free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji
śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
EPS - zysk netto na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS
P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji
EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA
marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Rekomendacje stosowane przez DM

KUPIJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał wzrostu nie większy niż 15%
NEUTRALNIE - oczekujemy względnie stabilnych notowań akcji spółki
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał spadku nie większy niż 15%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał spadku
Rekomendacje wydawane przez DM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona. Zastrzeżenie o spekulacyjnym charakterze rekomendacji oznacza, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Stosowane metody wyceny

DM opiera się zasadniczo na trzech metodach wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji

Spółka jest kredytobiorcą Banku PKO BP SA. Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy DM oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów. Inwestor powinien zakładać, że DM ma zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy raport.

Pozostałe klauzule

Niniejsza publikacja została opracowana przez Dom Maklerski PKO BP SA. wyłącznie na potrzeby Klientów DM i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następnych dni po dacie publikacji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody DM jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. DM może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. DM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego.