



Dom Maklerski BDM S.A.

## AmRest

### RAPORT ANALITYCZNY

## KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

**WYCENA 47,2 PLN**

24 STYCZNIA 2019, 12:10 CEST

Utrzymujemy pozytywne nastawienie do AmRestu i wydajemy zalecenie Kupuj, wyznaczając cenę docelową na poziomie 47,2 PLN/walor. W krótkim terminie liczymy, że restaurator już w rezultatach za 4Q'18 wykaże powrót do wysokich dwucyfrowych dynamik EBITDA i oczekujemy, że tendencja będzie utrzymana w kolejnych okresach. Jako jeden z motorów wzrostu odbieramy nabytą pod koniec '18 Sushi Shop Group (w '17 ok. 130 mln EUR sprzedaży i 15% marży EBITDA). Wyniki grupy powinny być również wspierane przez toczący się proces optymalizacji biznesów nabywanych od Yum! oraz Starbucks w ostatnich 2 latach, a także poprzez dynamicznie rozwijający się serwis pizzaportal.pl. Zwracamy uwagę, że polityka głównych franczyzodawców spółki, obecnie mocno promuje AmRest i w perspektywie najbliższych 2-3 lat może doprowadzić do zapowiadanego podwojenia skali działalności. In plus oceniamy także utrzymujące się dyskonto w przypadku EV/EBITDA na lata 2019-20 względem grupy porównawczej. Wśród czynników ryzyka definiujemy wymagający rynek pracy, możliwość podniesienia stawki VAT na część produktów (z 5 na 8%) czy zakaz handlu w niedziele (część utraconego obrotu z galerii powinna jednak być „odrabiana” przez format delivery).

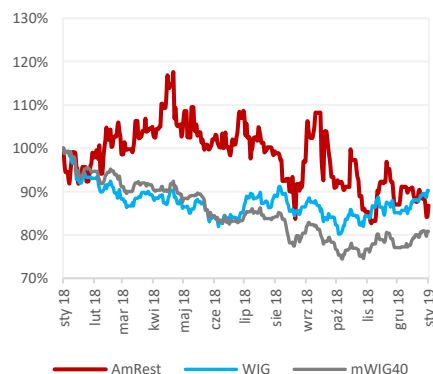
Liczymy, że w 4Q'18 grupa powróciła do wyższego tempa wzrostu. W bieżącej rekomendacji zakładamy, że utrzymane zostały pozytywne trendy w „organicznym” biznesie. Razem z rozpoczęciem konsolidacji Sushi Shop Group (od listopada'18) powinno się to przełożyć na wypracowanie ok. 1,9 mld PLN przychodów (+25% r/r) oraz ok. 200 mln PLN oczyszczonej EBITDA (+22% r/r). W ujęciu całorocznym dałoby to 6,6 mld PLN sprzedaży i 727 mln PLN EBITDA adj. (odpowiednio +25%/+15% r/r).

W 2019 roku duże nadzieje wiążemy z ww. Sushi Shop Group, które AmRest nabył za 164 mln EUR (podmiot jest liderem na francuskim rynku; w '17 osiągnął 130 mln EUR obrotów i generuje ok. 15% marży EBITDA). Pozytywną „cegiełkę” powinny także dokładać biznesy, które spółka nabywała w poprzednich latach (m.in. Starbucks w Niemczech, KFC w Rosji i pizzaportal.pl). Tym samym liczymy, że restaurator osiągnie w '19 ok. 8,64 mld PLN przychodów (+31% r/r) oraz blisko 1 mld PLN oczyszczonej EBITDA.

W dłuższej perspektywie oczekujemy, 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 2019-20 zoptymalizuje zakupione biznesy i poprawi marżę (władze grupy wskazują, że docelowo chciałyby osiągnąć marżę EBITDA na poziomie 15%; w modelu przyjmujemy ostrożniejsze założenia).

|                               | 2015         | 2016         | 2017         | 2018P        | 2019P        | 2020P          |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| Przychody [mln PLN]           | 3 338,7      | 4 207,4      | 5 265,5      | 6 592,6      | 8 639,4      | 10 120,4       |
| EBITDA [mln PLN]              | 419,6        | 539,2        | 597,4        | 688,8        | 967,9        | 1 150,5        |
| <b>EBITDA adj. [mln PLN]*</b> | <b>436,5</b> | <b>555,6</b> | <b>630,2</b> | <b>726,5</b> | <b>995,5</b> | <b>1 181,9</b> |
| EBIT [mln PLN]                | 195,7        | 268,2        | 266,9        | 312,8        | 538,1        | 670,1          |
| Wynik brutto [mln PLN]        | 162,3        | 223,5        | 210,6        | 250,8        | 461,8        | 589,9          |
| Wynik netto [mln PLN]         | 157,3        | 190,7        | 181,3        | 189,3        | 374,0        | 477,9          |
| P/BV                          | 7,5          | 6,0          | 6,1          | 4,5          | 3,7          | 3,1            |
| P/E                           | 52,5         | 43,3         | 45,5         | 43,6         | 22,1         | 17,3           |
| <b>EV/EBITDA adj.*</b>        | <b>20,8</b>  | <b>16,6</b>  | <b>15,4</b>  | <b>14,5</b>  | <b>10,8</b>  | <b>9,0</b>     |
| EV/EBIT                       | 46,3         | 34,4         | 36,3         | 33,6         | 20,0         | 16,0           |

\* wynik oczyszczony o aktualizację wartości aktywów



**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

**SPIS TREŚCI:**

|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| WYCENA I PODSUMOWANIE.....                      | 3  |
| WYCENA DCF .....                                | 4  |
| WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ .....          | 7  |
| WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA .....                   | 9  |
| WYNIKI ZA 3Q'18.....                            | 10 |
| WYNIKI HISTORYCZNE DYWIZJI GEOGRAFICZNYCH ..... | 11 |
| STRUKTURA KOSZTÓW .....                         | 14 |
| PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY .....                | 15 |
| ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU .....                   | 18 |
| AMREST NA TLE ALSEA .....                       | 19 |
| OTOCZENIE RYNKOWE .....                         | 22 |
| ZAKAZ HANDLU W NIEDZIELE .....                  | 25 |
| DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI.....              | 26 |

## 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 43,1 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 53,4 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 10,4 mld PLN, czyli **47,2 PLN/akcję**.

### Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

|                     |                    | mln PLN  | PLN  | Potencjał |
|---------------------|--------------------|----------|------|-----------|
| A                   | Wycena DCF         | 9 460,3  | 43,1 | 15%       |
| B                   | Wycena porównawcza | 11 713,9 | 53,4 | 42%       |
| C = (60%*A + 40%*B) |                    | 10 361,8 | 47,2 | 26%       |

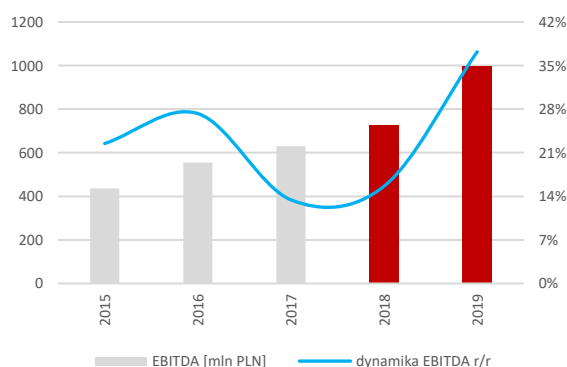
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Liczymy, że w 4Q'18 grupa powróciła do wyższego tempa wzrostu. W bieżącej rekomendacji zakładamy, że utrzymane zostały pozytywne trendy w „organicznym” biznesie. Razem z rozpoczęciem konsolidacji Sushi Shop Group (od listopada'18) powinno się to przełożyć na wypracowanie ok. 1,9 mld PLN przychodów (+25% r/r; zdecydowana większość otwarcie w grudniu) oraz ok. 200 mln PLN oczyszczonej EBITDA (+22% r/r). W ujęciu całorocznym dałoby to 6,6 mld PLN sprzedaży i 727 mln PLN EBITDA adj. (odpowiednio +25%/+15% r/r).

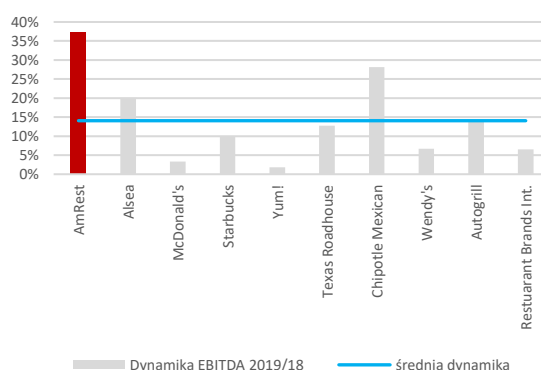
W 2019 roku duże nadzieje wiążemy z ww. Sushi Shop Group, które AmRest nabył za 164 mln EUR (podmiot jest liderem na francuskim rynku; w '17 osiągnął 130 mln EUR obrotów i generuje ok. 15% marży EBITDA). Pozytywną „cegielkę” powinny także dokładać biznesy, które spółka nabywała w poprzednich latach (m.in. Starbucks w Niemczech, KFC w Rosji i pizzaportal.pl). Tym samym liczymy, że restaurator osiągnie w '19 ok. 8,64 mld PLN przychodów (+31% r/r) oraz blisko 1 mld PLN oczyszczonej EBITDA.

Podsumowując, **podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do walorów spółki. Liczymy, że sprzyjające otoczenie makro pozwoli na utrzymanie pozytywnych tendencji sprzedażowych, o czym na ostatniej telekonferencji mówił zarząd. W bieżącym raporcie zakładamy, że dwucyfrowe dynamiki EBITDA będą prezentowane zarówno w 4Q'18, jak i w kolejnych kwartałach '19. Tym samym, realizacja naszych prognoz oznaczałaby, że spółka wykaże w bieżącym roku jeden z najwyższych przyrostów wyników w grupie podmiotów o międzynarodowym zasięgu (zwracamy też uwagę na dyskonto dla wskaźnika EV/EBITDA na lata 2019-20). In plus odbieramy również plany rozwoju – zarząd wskazywał, że cel organiczny na '19 to uruchomienie ok. 400 lokali, a na '20 blisko 500 restauracji (w modelu przyjmujemy znacznie ostrożniejsze założenia). Akcentujemy przy okazji politykę Yum! oraz Starbucks, która promuje operatorów takich jak AmRest i stwarza pole do dalszych akwizycji. Z czynników ryzyka dostrzegamy m.in. sytuację na rynku pracy, mniejszym zagrożeniem z kolei jest w naszej ocenie zakaz handlu w niedziele. Podsumowując, do perspektyw spółki podchodzimy z dużym optymizmem i wydajemy zalecenie Kupuj, wyznaczając jednocześnie cenę docelową na poziomie 47,2 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 2019 rok przyniesie dalsze wzrosty EBITDA. Estymujemy, że prowadzona ekspansja organiczna, jak i optymalizacja przeprowadzonych wcześniej akwizycji przełożą się na wypracowanie blisko 1 mld PLN EBITDA adj. w '19 (+37% r/r; w '18 +15% r/r). Liczymy również, że optymalizacja nabywanych biznesów będzie przynosić widoczne rezultaty – w scenariuszu bazowym przyjmujemy symboliczny wzrost marży EBITDA w '19 oraz powrót >11% w '19 (zarząd spółki zapowiada, że w średnim terminie docelowa rentowność powinna wynosić ok. 15%).
- Przyjmujemy również, że w latach 2019-20 AmRest zwiększy liczbę restauracji odpowiednio do 2,5 tys. i 2,8 tys. lokali.
- Podstawowe założenia w modelu:

#### Podstawowe założenia modelu

|                             | 2017   | 2018P | 2019P | 2020P | >2020P |
|-----------------------------|--------|-------|-------|-------|--------|
| <b>Przychód/lokal</b>       |        |       |       |       |        |
| Region CE                   | -0,5%  | -1,1% | 1,8%  | 1,3%  | 1,2%   |
| Rosja                       | -3,4%  | -4,6% | 2,5%  | 3,5%  | 2,0%   |
| Hiszpania                   | -0,2%  | -2,7% | 4,1%  | 1,7%  | 1,5%   |
| Pozostałe kraje WE          | -37,2% | -5,8% | 21,9% | 2,0%  | 1,9%   |
| Chiny                       | -5,7%  | -5,4% | 2,9%  | 2,0%  | 1,0%   |
| <b>Liczba restauracji</b>   |        |       |       |       |        |
| Region CE                   | 739    | 871   | 1 050 | 1 191 |        |
| Rosja                       | 165    | 248   | 336   | 387   |        |
| Europa Zachodnia            | 687    | 939   | 1 044 | 1 139 |        |
| Chiny                       | 47     | 63    | 79    | 91    |        |
| <b>Zmiana liczby lokali</b> |        |       |       |       |        |
| Region CE                   | 118    | 132   | 179   | 141   |        |
| Rosja                       | 42     | 83    | 88    | 51    |        |
| Europa Zachodnia            | 287    | 252   | 105   | 95    |        |
| Chiny                       | 12     | 16    | 16    | 12    |        |

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 2019-28 przyjmujemy efektywną stawkę 19% (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2028 roku na poziomie 2,5%.
- Dług netto uwzględnia prognozowany stan bilansowy na koniec 2018 roku (skorygowany o bieżącą wartość ok. 1,5 mln akcji własnych).
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2028 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 219,6 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 24.01.2019 roku.

**Metoda DCF dała wartość spółki AmRest na poziomie 9,5 mld PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 43,1 PLN.**

#### Model DCF

|                                            | 2019P          | 2020P    | 2021P    | 2022P    | 2023P                                           | 2024P    | 2025P    | 2026P    | 2027P    | 2028P    |
|--------------------------------------------|----------------|----------|----------|----------|-------------------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Przychody ze sprzedaży [mln PLN]           | 8 639,4        | 10 120,4 | 11 337,8 | 12 531,3 | 13 699,9                                        | 14 811,1 | 15 864,7 | 16 868,0 | 17 824,9 | 18 734,7 |
| EBIT [mln PLN]*                            | 565,7          | 701,5    | 790,4    | 879,5    | 968,8                                           | 1 055,4  | 1 139,1  | 1 220,6  | 1 300,3  | 1 378,2  |
| Stopa podatkowa                            | 19%            | 19%      | 19%      | 19%      | 19%                                             | 19%      | 19%      | 19%      | 19%      | 19%      |
| Podatek od EBIT [mln PLN]                  | 107,5          | 133,3    | 150,2    | 167,1    | 184,1                                           | 200,5    | 216,4    | 231,9    | 247,1    | 261,9    |
| NOPLAT [mln PLN]                           | 458,2          | 568,2    | 640,2    | 712,4    | 784,7                                           | 854,8    | 922,7    | 988,7    | 1 053,3  | 1 116,4  |
| Amortyzacja [mln PLN]                      | 429,9          | 480,4    | 543,6    | 593,1    | 630,7                                           | 657,1    | 673,3    | 681,4    | 683,1    | 679,1    |
| CAPEX [mln PLN]                            | -1 261,4       | -1 019,1 | -978,9   | -938,3   | -891,3                                          | -840,6   | -795,1   | -754,7   | -713,7   | -675,1   |
| Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]    | 170,6          | 106,3    | 74,7     | 65,4     | 56,3                                            | 44,8     | 33,9     | 24,0     | 14,8     | 5,9      |
| FCF [mln PLN]                              | -202,8         | 135,8    | 279,7    | 432,7    | 580,3                                           | 716,1    | 834,8    | 939,3    | 1 037,4  | 1 126,4  |
| DFCF [mln PLN]                             | -190,2         | 118,6    | 227,2    | 326,1    | 404,9                                           | 461,7    | 496,4    | 514,4    | 522,3    | 520,6    |
| Suma DFCF [mln PLN]                        | 3 402,2        |          |          |          |                                                 |          |          |          |          |          |
| Wartość rezydualna [mln PLN]               | 17 864,3       |          |          |          | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2,5% |          |          |          |          |          |
| Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]   | 8 256,7        |          |          |          |                                                 |          |          |          |          |          |
| Wartość firmy EV [mln PLN]                 | 11 658,9       |          |          |          |                                                 |          |          |          |          |          |
| Dług netto 2018P [mln PLN]                 | 2 198,5        |          |          |          |                                                 |          |          |          |          |          |
| <b>Wartość kapitału własnego [mln PLN]</b> | <b>9 460,3</b> |          |          |          |                                                 |          |          |          |          |          |
| Ilość akcji [tys.]                         | 219,6          |          |          |          |                                                 |          |          |          |          |          |
| <b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>     | <b>43,1</b>    |          |          |          |                                                 |          |          |          |          |          |

|                               |        |         |        |        |        |        |        |        |        |       |
|-------------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| Przychody zmiana r/r          | 31,0%  | 17,1%   | 12,0%  | 10,5%  | 9,3%   | 8,1%   | 7,1%   | 6,3%   | 5,7%   | 5,1%  |
| EBIT zmiana r/r               | 61,4%  | 24,0%   | 12,7%  | 11,3%  | 10,2%  | 8,9%   | 7,9%   | 7,2%   | 6,5%   | 6,0%  |
| FCF zmiana r/r                | 91,2%  | -167,0% | 105,9% | 54,7%  | 34,1%  | 23,4%  | 16,6%  | 12,5%  | 10,4%  | 8,6%  |
| Marża EBITDA                  | 11,5%  | 11,7%   | 11,8%  | 11,8%  | 11,7%  | 11,6%  | 11,4%  | 11,3%  | 11,1%  | 11,0% |
| Marża EBIT                    | 6,5%   | 6,9%    | 7,0%   | 7,0%   | 7,1%   | 7,1%   | 7,2%   | 7,2%   | 7,3%   | 7,4%  |
| Marża NOPLAT                  | 5,3%   | 5,6%    | 5,6%   | 5,7%   | 5,7%   | 5,8%   | 5,8%   | 5,9%   | 5,9%   | 6,0%  |
| CAPEX / Przychody             | 14,6%  | 10,1%   | 8,6%   | 7,5%   | 6,5%   | 5,7%   | 5,0%   | 4,5%   | 4,0%   | 3,6%  |
| CAPEX / Amortyzacja           | 293,4% | 212,1%  | 180,1% | 158,2% | 141,3% | 127,9% | 118,1% | 110,8% | 104,5% | 99,4% |
| Zmiana KO / Przychody         | -2,0%  | -1,1%   | -0,7%  | -0,5%  | -0,4%  | -0,3%  | -0,2%  | -0,1%  | -0,1%  | 0,0%  |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | -8,3%  | -7,2%   | -6,1%  | -5,5%  | -4,8%  | -4,0%  | -3,2%  | -2,4%  | -1,5%  | -0,7% |

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

#### Kalkulacja WACC

|                                        | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|----------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 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               | 56,0% | 58,2% | 63,3% | 67,7% | 73,6% | 78,3% | 82,8% | 87,1% | 91,0% | 94,9% |
| Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu | 4,2%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  |
| Udział kapitału obcego                 | 44,0% | 41,8% | 36,7% | 32,3% | 26,4% | 21,7% | 17,2% | 12,9% | 9,0%  | 5,1%  |
| WACC                                   | 6,9%  | 7,1%  | 7,3%  | 7,5%  | 7,8%  | 8,0%  | 8,2%  | 8,4%  | 8,6%  | 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 | 44,8                                      | 47,9  | 51,6  | 56,0  | 53,9  | 67,6  | 75,6  | 86,0  | 99,8  |
|      | 0,8 | 40,6                                      | 43,2  | 46,3  | 49,8  | 54,1  | 59,1  | 65,4  | 73,2  | 83,2  |
|      | 0,9 | 36,9                                      | 39,1  | 41,7  | 44,6  | 48,1  | 52,2  | 57,2  | 63,2  | 70,8  |
|      | 1,0 | 33,6                                      | 35,5  | 37,7  | 40,2  | 43,1  | 46,5  | 50,4  | 55,2  | 61,1  |
|      | 1,1 | 30,7                                      | 32,4  | 34,3  | 36,4  | 38,8  | 41,6  | 44,8  | 48,7  | 53,4  |
|      | 1,2 | 28,2                                      | 29,6  | 31,2  | 33,0  | 35,1  | 37,4  | 40,1  | 43,3  | 47,0  |
|      | 1,3 | 25,9                                      | 27,1  | 28,5  | 30,1  | 31,8  | 33,8  | 36,1  | 38,7  | 41,8  |

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% | 49,7                                      | 53,5  | 57,9  | 63,3  | 69,9  | 78,2  | 88,9  | 103,1 | 123,1 |
|                  | 4,00% | 40,6                                      | 43,2  | 46,3  | 49,8  | 54,1  | 59,1  | 65,4  | 73,2  | 83,2  |
|                  | 5,00% | 33,6                                      | 35,5  | 37,7  | 40,2  | 43,1  | 46,5  | 50,4  | 55,2  | 61,1  |
|                  | 6,00% | 28,2                                      | 29,6  | 31,2  | 33,0  | 35,1  | 37,4  | 40,1  | 43,3  | 47,0  |
|                  | 7,00% | 23,8                                      | 24,9  | 26,1  | 27,4  | 28,9  | 30,6  | 32,6  | 34,8  | 37,3  |
|                  | 8,00% | 20,2                                      | 21,0  | 22,0  | 23,0  | 24,1  | 25,4  | 26,8  | 28,4  | 30,3  |
|                  | 9,00% | 17,2                                      | 17,8  | 18,6  | 19,4  | 20,3  | 21,2  | 22,3  | 23,5  | 24,8  |

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% | 91,8 | 83,4 | 76,2 | 69,9 | 64,5 | 59,7 | 55,4 | 51,6 | 48,1 |
|                  | 4,00% | 74,0 | 66,2 | 59,7 | 54,1 | 49,2 | 45,0 | 41,3 | 38,0 | 35,1 |
|                  | 5,00% | 61,2 | 54,1 | 48,1 | 43,1 | 38,8 | 35,1 | 31,8 | 28,9 | 26,4 |
|                  | 6,00% | 51,6 | 45,0 | 39,6 | 35,1 | 31,2 | 27,9 | 25,0 | 22,5 | 20,3 |
|                  | 7,00% | 44,0 | 38,0 | 33,1 | 28,9 | 25,5 | 22,5 | 19,9 | 17,7 | 15,7 |
|                  | 8,00% | 38,0 | 32,4 | 27,9 | 24,1 | 21,0 | 18,3 | 16,0 | 13,9 | 12,2 |
|                  | 9,00% | 33,1 | 27,9 | 23,7 | 20,3 | 17,4 | 14,9 | 12,8 | 11,0 | 9,4  |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

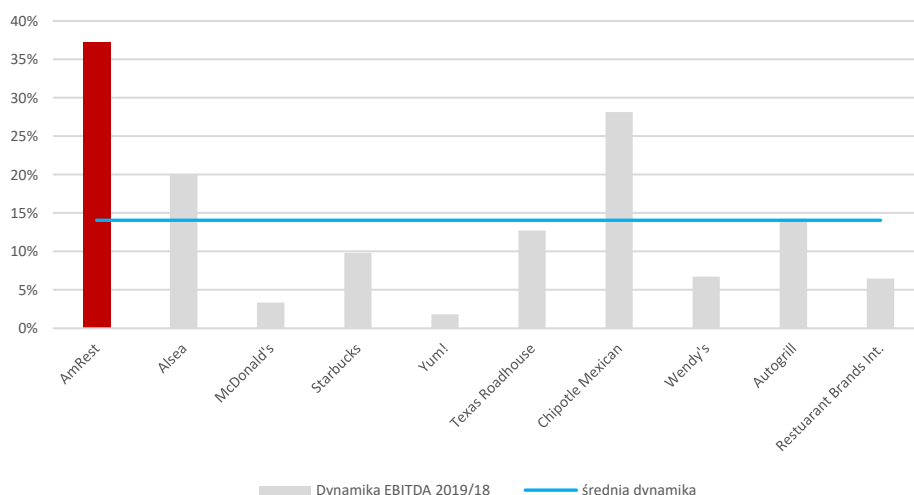
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2019-20 dla wybranych spółek z branży gastronomicznej. W wycenie uwzględniliśmy m.in. Alsea (globalny licencjobiorca; profil działalności najmocniej zbliżony do AmRestu), Yum! Brands oraz Starbucks, co naszym zdaniem oddaje 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 **53,4 PLN**.

### Wycena porównawcza [PLN]

|                             | P/E         |             | EV/EBITDA   |             |
|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                             | 2019        | 2020        | 2019        | 2020        |
| Alsea                       | 33,6        | 25,5        | 9,0         | 7,9         |
| McDonald's                  | 22,6        | 21,5        | 15,9        | 15,5        |
| Starbucks                   | 22,1        | 20,4        | 13,8        | 13,2        |
| Yum! Brands                 | 24,0        | 22,8        | 18,2        | 17,9        |
| Texas Roadhouse             | 26,0        | 23,5        | 14,0        | 12,5        |
| Chipotle Mexican Grill      | 42,5        | 34,1        | 20,9        | 17,3        |
| Wendy's                     | 25,8        | 22,0        | 13,4        | 12,4        |
| Autogrill                   | 15,5        | 13,1        | 5,4         | 4,8         |
| Restaurant Brands Int.      | 21,5        | 19,8        | 16,1        | 15,0        |
| <b>Mediana</b>              | <b>24,0</b> | <b>22,0</b> | <b>14,0</b> | <b>13,2</b> |
|                             |             |             |             |             |
| AmRest                      | 22,1        | 17,3        | 10,8        | 9,0         |
| Premia/dyskonto vs grupa    | -8,2%       | -21,4%      | -22,6%      | -31,3%      |
| Premia dyskonto vs Alsea    | -34,4%      | -32,1%      | 20,2%       | 14,2%       |
|                             |             |             |             |             |
| <b>Wycena wg wskaźnika</b>  | <b>43,4</b> | <b>50,4</b> | <b>52,2</b> | <b>60,1</b> |
| Waga roku                   | 50%         | 50%         | 50%         | 50%         |
| <b>Wycena wg wskaźników</b> | <b>46,9</b> |             | <b>56,1</b> |             |
| Waga wskaźnika              | 30%         |             | 70%         |             |
| <b>Wycena końcowa [PLN]</b> | <b>53,4</b> |             |             |             |

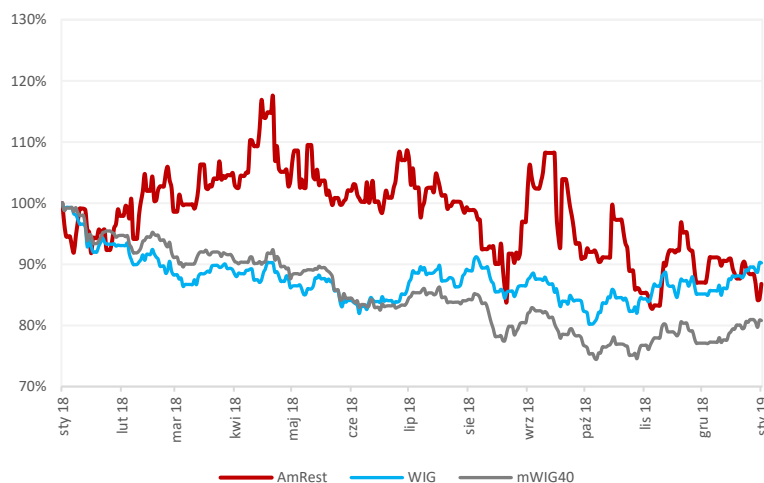
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### Prognozowana dynamika EBITDA 2019/18



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

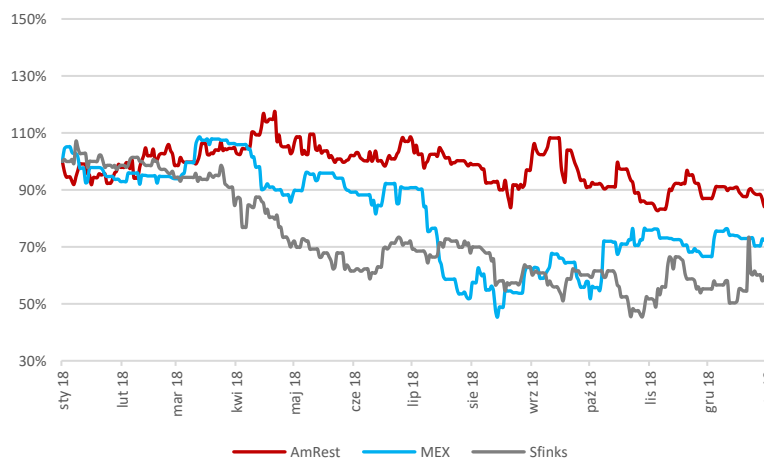
## Zachowanie kursu na tle WIG



*W perspektywie minionego roku walory AmRestu radziły sobie nieco słabiej niż szeroki rynek i straciły 13%.*

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

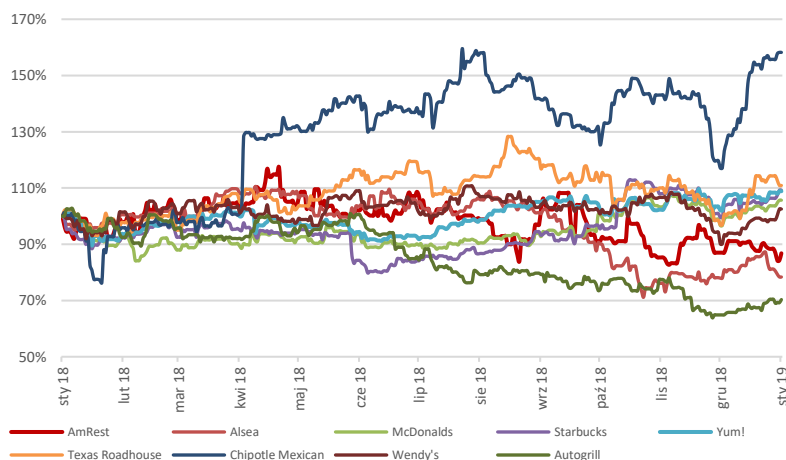
## Zachowanie kursu na tle krajowych restauratorów



*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 Sushi Shop 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 25.

### ▪ **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.

## WYNIKI ZA 3Q'18

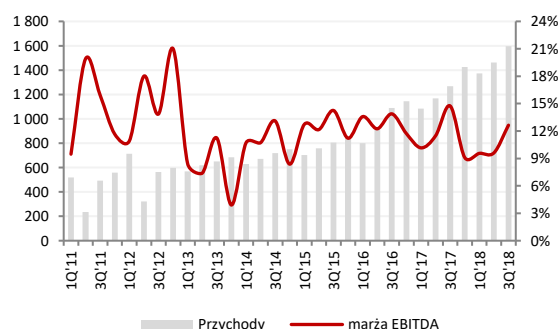
Wyniki AmRestu w 3Q'18 okazały się nieco słabsze od naszych oczekiwań. Grupa wypracowała w minionym okresie ok. 1,69 mld PLN przychodów, co oznacza dynamikę na poziomie 24,6% r/r (m.in. dzięki zwiększeniu liczby restauracji o 23% r/r; w podziale na formę własności restauracje własne osiągnęły 1,59 mld PLN obrotów, a franczyzy dołożyły niemal 94 mln PLN sprzedaży). Spółce ponownie udało się utrzymać „food cost”, dzięki czemu marży wyniosła 73,2%. Oczyszczona o wycenę nieruchomości EBITDA zwiększyła się o blisko 7% r/r do 214 mln PLN (przed korektą 213,6 mln PLN), z kolei wynik netto wyniósł 77,9 mln PLN. Cash flow z działalności operacyjnej ukształtował się na poziomie 272,5 mln PLN, dług netto/EBITDA utrzymał się w przedziale 2,3-2,4x.

### Wyniki 3Q'18 [mln PLN]\*

|                           | 3Q'17   | 3Q'18   | zmiana r/r | 1-3Q'17 | 1-3Q'18 | zmiana r/r |
|---------------------------|---------|---------|------------|---------|---------|------------|
| Przychody                 | 1 355,7 | 1 689,5 | 24,6%      | 3 746,3 | 4 693,9 | 25,3%      |
| Wynik brutto ze sprzedaży | 993,4   | 1 237,4 | 24,6%      | 2 724,2 | 3 425,8 | 25,8%      |
| EBITDA                    | 199,9   | 213,6   | 6,8%       | 459,2   | 501,5   | 9,2%       |
| EBITDA adj.*              | 200,3   | 214,0   | 6,8%       | 466,3   | 526,6   | 12,9%      |
| EBIT                      | 119,2   | 118,8   | -0,3%      | 221,3   | 221,9   | 0,3%       |
| Wynik brutto              | 107,5   | 102,9   | -4,3%      | 182,0   | 176,5   | -3,0%      |
| Wynik netto               | 85,8    | 77,9    | -9,2%      | 141,3   | 129,1   | -8,6%      |
| marża brutto ze sprzedaży | 73,3%   | 73,2%   |            | 72,7%   | 73,0%   |            |
| marża EBITDA              | 14,7%   | 12,6%   |            | 12,3%   | 10,7%   |            |
| marża EBITDA adj.*        | 14,8%   | 12,7%   |            | 12,4%   | 11,2%   |            |
| marża EBIT                | 8,8%    | 7,0%    |            | 5,9%    | 4,7%    |            |
| marża netto               | 6,3%    | 4,6%    |            | 3,8%    | 2,8%    |            |

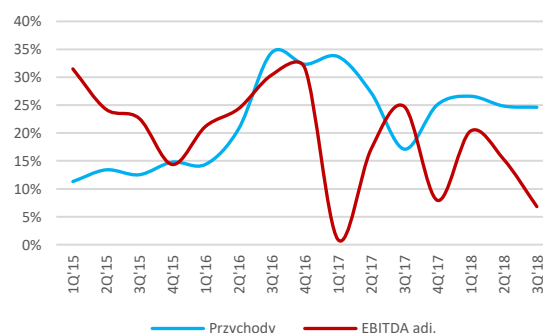
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*korekta o aktualizację wartości aktywów

### Marża EBITDA [%]



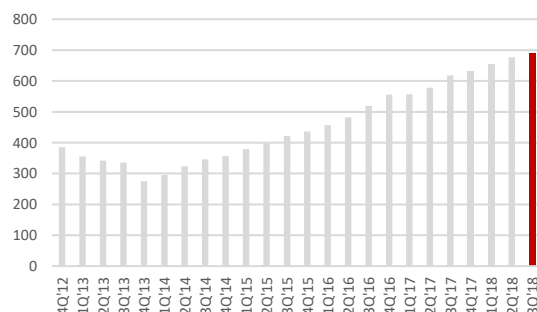
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



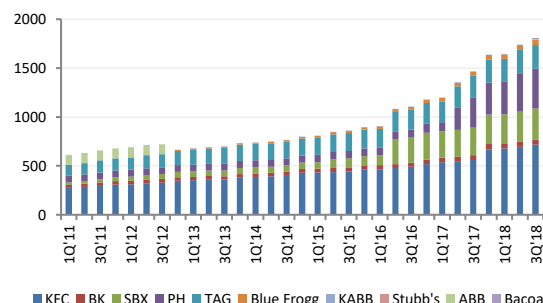
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### EBITDA narastająco ltm [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Restauracje w podziale na marki [szt.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## WYNIKI HISTORYCZNE DYWIZJI GEOGRAFICZNYCH

W ujęciu geograficznym cały czas największy udział w sprzedaży i EBITDA ma region Europy Środkowej, który wypracował w 3Q'18 ok. 802 mln PLN przychodów (48% ogółu; +17% r/r). Marża EBITDA dywizji wyniosła 16,6% (płasko r/r pomimo utrzymującego się wymagającego otoczenia na rynku pracy oraz słabych rezultatów „pozostałych krajów CE”, gdzie z jednej strony spadł traffic w Rumunii, a z drugiej skonsolidowano 1 lokal KFC działający w Austrii). W ujęciu przychodowym lepiej niż przed rokiem zaprezentowały się kraje Europy Zachodniej – Hiszpania osiągnęła 278 mln PLN obrotów (+12% r/r), z kolei Niemcy i Francja miały 325 mln PLN sprzedaży oraz osiągnęły 3,4 mln PLN EBITDA (głównie dzięki pozytywnym результатам w Niemczech). Rosja wypracowała 184 mln PLN przychodów oraz 22,8 mln PLN EBITDA (spadek rentowności o 2,8 p.p. r/r z powodu konsolidacji Pizza Hut). Region chiński miał 84 mln PLN sprzedaży i 6,5 mln PLN EBITDA.

### Wyniki historyczne w podziale na dywizje geograficzne [mln PLN]

|                     | 1Q'15        | 2Q'15        | 3Q'15        | 4Q'15        | 1Q'16        | 2Q'16        | 3Q'16         | 4Q'16         | 1Q'17         | 2Q'17         | 3Q'17         | 4Q'17         | 1Q'18         | 2Q'18         | 3Q'18         |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Przychody</b>    | <b>750,4</b> | <b>809,3</b> | <b>861,2</b> | <b>917,9</b> | <b>858,2</b> | <b>977,1</b> | <b>1157,6</b> | <b>1214,5</b> | <b>1147,4</b> | <b>1243,1</b> | <b>1355,7</b> | <b>1519,3</b> | <b>1452,5</b> | <b>1551,9</b> | <b>1689,1</b> |
| Region CE           | 446,2        | 456,9        | 507,5        | 548,0        | 504,0        | 536,2        | 586,2         | 627,9         | 585,3         | 616,8         | 686,4         | 745,3         | 684,0         | 734,2         | 802,1         |
| Polska              | 311,4        | 309,6        | 332,7        | 348,3        | 320,2        | 337,9        | 373,2         | 382,1         | 359,4         | 371,1         | 411,9         | 432,4         | 398,5         | 418,4         | 462,0         |
| Czechy              | 89,9         | 99,4         | 106,2        | 120,3        | 109,2        | 117,4        | 123,8         | 137,0         | 125,2         | 136,8         | 153,1         | 176,1         | 156,8         | 174,7         | 185,1         |
| Węgry               | 44,9         | 37,9         | 41,4         | 48,9         | 46,9         | 50,2         | 55,0          | 67,6          | 64,4          | 69,9          | 78,2          | 88,0          | 83,2          | 91,6          | 100,8         |
| Pozostałe           | 0,0          | 10,0         | 27,2         | 30,5         | 27,7         | 30,7         | 34,2          | 41,1          | 36,4          | 39,1          | 43,1          | 48,8          | 45,6          | 49,4          | 54,3          |
| Rosja               | 87,5         | 116,0        | 98,2         | 101,1        | 89,1         | 115,9        | 125,2         | 135,0         | 138,4         | 149,6         | 140,8         | 177,0         | 164,7         | 180,2         | 183,8         |
| Europa Zachodnia    | 162,9        | 170,6        | 190,3        | 206,1        | 204,5        | 253,7        | 375,8         | 378,7         | 351,2         | 389,9         | 447,2         | 514,6         | 523,5         | 533,1         | 602,8         |
| Hiszpania           | 162,9        | 161,9        | 182,2        | 197,4        | 197,0        | 195,6        | 216,1         | 227,8         | 210,9         | 215,6         | 247,3         | 250,9         | 230,8         | 242,0         | 277,7         |
| Niemcy              | 0,0          | 3,1          | 3,0          | 2,7          | 2,5          | 53,0         | 155,3         | 146,2         | 135,6         | 163,3         | 184,9         | 183,9         | 170,6         | 171,7         | 191,6         |
| Pozostałe           | 0,0          | 5,6          | 5,2          | 5,9          | 5,0          | 5,1          | 4,4           | 4,6           | 4,7           | 11,0          | 15,0          | 79,9          | 122,1         | 119,3         | 133,5         |
| Chiny               | 53,8         | 56,1         | 55,8         | 52,5         | 51,1         | 59,2         | 58,7          | 60,0          | 60,0          | 72,7          | 67,7          | 64,7          | 64,0          | 85,6          | 83,5          |
| Nieprzypisane       | 0,0          | 9,6          | 9,3          | 10,3         | 9,5          | 11,9         | 11,6          | 13,1          | 12,5          | 14,1          | 13,7          | 17,7          | 16,3          | 18,7          | 16,8          |
| <b>EBITDA</b>       | <b>95,7</b>  | <b>102,3</b> | <b>123,1</b> | <b>115,4</b> | <b>116,0</b> | <b>127,2</b> | <b>160,6</b>  | <b>151,8</b>  | <b>117,1</b>  | <b>148,9</b>  | <b>200,3</b>  | <b>163,9</b>  | <b>140,9</b>  | <b>171,7</b>  | <b>214,0</b>  |
| Region CE           | 61,7         | 64,9         | 74,8         | 85,1         | 73,6         | 79,7         | 91,3          | 88,4          | 77,8          | 92,2          | 114,2         | 109,6         | 87,8          | 109,1         | 133,5         |
| Polska              | 42,3         | 42,8         | 45,4         | 49,6         | 41,9         | 44,5         | 52,2          | 46,1          | 37,0          | 45,6          | 60,5          | 55,7          | 38,9          | 50,3          | 68,9          |
| Czechy              | 13,9         | 16,5         | 18,8         | 22,4         | 19,8         | 22,8         | 24,8          | 25,8          | 23,2          | 26,6          | 32,2          | 34,1          | 30,9          | 37,5          | 39,2          |
| Węgry               | 5,5          | 5,1          | 6,2          | 7,0          | 7,7          | 7,3          | 7,8           | 8,4           | 11,4          | 12,3          | 14,0          | 11,7          | 13,8          | 16,2          | 18,1          |
| Pozostałe           | 0,0          | 0,5          | 4,4          | 6,1          | 4,2          | 5,1          | 6,4           | 8,0           | 6,2           | 7,7           | 7,6           | 8,1           | 4,2           | 5,1           | 7,3           |
| Rosja               | 9,0          | 15,4         | 9,5          | 6,5          | 8,0          | 14,6         | 15,8          | 12,2          | 10,7          | 18,7          | 21,5          | 20,6          | 18,4          | 25,6          | 22,8          |
| Europa Zachodnia    | 33,3         | 29,7         | 38,0         | 38,5         | 38,0         | 36,1         | 52,7          | 61,7          | 27,9          | 37,9          | 69,6          | 62,2          | 48,5          | 45,2          | 62,4          |
| Hiszpania           | 33,3         | 33,0         | 39,4         | 40,6         | 39,0         | 37,5         | 49,2          | 53,8          | 42,9          | 45,4          | 58,4          | 62,1          | 48,5          | 53,3          | 59,0          |
| Niemcy              | 0,0          | -0,4         | -1,3         | -2,0         | -0,8         | -0,4         | 4,6           | 9,6           | -13,6         | -5,3          | 11,5          | 4,7           | -4,6          | -6,8          | 4,3           |
| Pozostałe           | 0,0          | -2,8         | 0,0          | -0,2         | -0,3         | -1,0         | -1,1          | -1,7          | -1,3          | -2,2          | -0,3          | -4,6          | 4,6           | -1,3          | -0,9          |
| Chiny               | -3,4         | 5,7          | 2,6          | 0,4          | -0,5         | 4,9          | 6,5           | 4,2           | 3,5           | 12,1          | 5,5           | 3,9           | 3,3           | 15,3          | 6,5           |
| Nieprzypisane       | -4,8         | -13,6        | -1,7         | -15,1        | -3,0         | -8,2         | -5,7          | -14,6         | -2,9          | -12,0         | -10,5         | -32,4         | -17,1         | -23,4         | -11,2         |
| <b>marża EBITDA</b> | <b>12,8%</b> | <b>12,6%</b> | <b>14,3%</b> | <b>12,6%</b> | <b>13,5%</b> | <b>13,0%</b> | <b>13,9%</b>  | <b>12,5%</b>  | <b>10,2%</b>  | <b>12,0%</b>  | <b>14,8%</b>  | <b>10,8%</b>  | <b>9,7%</b>   | <b>11,1%</b>  | <b>12,7%</b>  |
| Region CE           | 13,8%        | 14,2%        | 14,7%        | 15,5%        | 14,6%        | 14,9%        | 15,6%         | 14,1%         | 13,3%         | 14,9%         | 16,6%         | 14,7%         | 12,8%         | 14,9%         | 16,6%         |
| Polska              | 13,6%        | 13,8%        | 13,7%        | 14,2%        | 13,1%        | 13,2%        | 14,0%         | 12,1%         | 10,3%         | 12,3%         | 14,7%         | 12,9%         | 9,8%          | 12,0%         | 14,9%         |
| Czechy              | 15,5%        | 16,6%        | 17,7%        | 18,6%        | 18,1%        | 19,5%        | 20,0%         | 18,8%         | 18,5%         | 19,4%         | 21,0%         | 19,4%         | 19,7%         | 21,5%         | 21,2%         |
| Węgry               | 12,3%        | 13,4%        | 14,9%        | 14,4%        | 16,5%        | 14,6%        | 14,2%         | 12,5%         | 17,7%         | 17,6%         | 17,8%         | 13,3%         | 16,6%         | 17,7%         | 17,9%         |
| Pozostałe           | -            | 5,5%         | 16,2%        | 19,9%        | 15,1%        | 16,5%        | 18,8%         | 19,5%         | 17,0%         | 19,6%         | 17,5%         | 16,6%         | 9,2%          | 10,3%         | 13,5%         |
| Rosja               | 10,3%        | 13,3%        | 9,7%         | 6,4%         | 9,0%         | 12,6%        | 12,6%         | 9,0%          | 7,7%          | 12,5%         | 15,2%         | 11,7%         | 11,2%         | 14,2%         | 12,4%         |
| Europa Zachodnia    | 20,4%        | 17,4%        | 20,0%        | 18,7%        | 18,6%        | 14,2%        | 14,0%         | 16,3%         | 8,0%          | 9,7%          | 15,6%         | 12,1%         | 9,3%          | 8,5%          | 10,4%         |
| Hiszpania           | 20,4%        | 20,4%        | 21,6%        | 20,6%        | 19,8%        | 19,2%        | 22,8%         | 23,6%         | 20,3%         | 21,1%         | 23,6%         | 24,7%         | 21,0%         | 22,0%         | 21,2%         |
| Niemcy              | -            | -            | -            | -            | -            | -            | 3,0%          | 6,5%          | -             | -             | 6,2%          | 2,6%          | -             | -             | 2,2%          |
| Pozostałe           | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -             | -             | -             | -             | -             | -             | 3,8%          | -             | -             |
| Chiny               | -            | 10,2%        | 4,6%         | 0,7%         | -            | 8,3%         | 11,0%         | 7,0%          | 5,9%          | 16,7%         | 8,2%          | 6,0%          | 5,2%          | 17,9%         | 7,7%          |

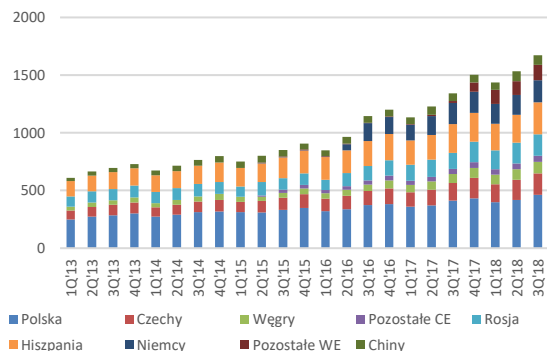
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Struktura sprzedaży wg dywizji geograficznych**

|                                      | 1Q'16        | 2Q'16        | 3Q'16          | 4Q'16          | 1Q'17          | 2Q'17          | 3Q'17          | 4Q'17          | 1Q'18          | 2Q'18          | 3Q'18          |
|--------------------------------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Przychody [mln PLN]*</b>          | <b>858,2</b> | <b>955,6</b> | <b>1 146,0</b> | <b>1 201,4</b> | <b>1 134,9</b> | <b>1 229,0</b> | <b>1 342,0</b> | <b>1 501,6</b> | <b>1 436,2</b> | <b>1 533,1</b> | <b>1 672,3</b> |
| CE                                   | 513,5        | 526,7        | 586,2          | 627,9          | 585,3          | 616,8          | 686,4          | 745,3          | 684,0          | 734,2          | 802,1          |
| Hiszpania                            | 197,0        | 195,6        | 216,1          | 227,8          | 210,9          | 215,6          | 247,3          | 250,9          | 230,8          | 242,0          | 277,7          |
| Niemcy i Francja                     | 7,5          | 58,1         | 159,7          | 150,9          | 140,3          | 174,3          | 199,9          | 263,7          | 292,7          | 291,0          | 325,1          |
| Chiny                                | 51,1         | 59,2         | 58,7           | 60,0           | 60,0           | 72,7           | 67,7           | 64,7           | 64,0           | 85,6           | 83,5           |
| Rosja                                | 89,1         | 115,9        | 125,2          | 135,0          | 138,4          | 149,6          | 140,8          | 177,0          | 164,7          | 180,2          | 183,8          |
| <b>Dynamika r/r</b>                  |              |              |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| CE                                   | 15,1%        | 12,9%        | 13,4%          | 12,5%          | 14,0%          | 17,1%          | 17,1%          | 18,7%          | 16,9%          | 19,0%          | 16,9%          |
| Hiszpania                            | 20,9%        | 20,8%        | 18,6%          | 15,4%          | 7,1%           | 10,2%          | 14,4%          | 10,1%          | 9,4%           | 12,3%          | 12,3%          |
| Niemcy i Francja                     | -23,5%       | 570,3%       | 1855,5%        | 1642,1%        | 1776,7%        | 200,1%         | 25,2%          | 74,8%          | 108,7%         | 66,9%          | 62,6%          |
| Chiny                                | 16,2%        | 5,5%         | 5,2%           | 14,3%          | 17,4%          | 22,9%          | 15,2%          | 7,9%           | 6,6%           | 17,7%          | 23,4%          |
| Rosja                                | 1,9%         | -0,1%        | 27,5%          | 33,5%          | 55,3%          | 29,1%          | 12,5%          | 31,1%          | 19,1%          | 20,5%          | 30,6%          |
| <b>Udział w przychodach [%]*</b>     |              |              |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| CE                                   | 60%          | 55%          | 51%            | 52%            | 52%            | 50%            | 51%            | 50%            | 48%            | 48%            | 48%            |
| Hiszpania                            | 23%          | 20%          | 19%            | 19%            | 19%            | 18%            | 18%            | 17%            | 16%            | 16%            | 17%            |
| Niemcy i Francja                     | 1%           | 6%           | 14%            | 13%            | 12%            | 14%            | 15%            | 18%            | 20%            | 19%            | 19%            |
| Chiny                                | 6%           | 6%           | 5%             | 5%             | 5%             | 6%             | 5%             | 4%             | 4%             | 6%             | 5%             |
| Rosja                                | 10%          | 12%          | 11%            | 11%            | 12%            | 12%            | 10%            | 12%            | 11%            | 12%            | 11%            |
| <b>Liczba restauracji eop [szt.]</b> | <b>909</b>   | <b>1 084</b> | <b>1 108</b>   | <b>1 179</b>   | <b>1 198</b>   | <b>1 355</b>   | <b>1 466</b>   | <b>1 638</b>   | <b>1 645</b>   | <b>1 740</b>   | <b>1 802</b>   |
| CE                                   | 537          | 550          | 567            | 621            | 623            | 643            | 666            | 739            | 743            | 766            | 789            |
| Hiszpania                            | 219          | 227          | 232            | 245            | 248            | 253            | 261            | 278            | 279            | 287            | 299            |
| Niemcy i Francja                     | 12           | 156          | 155            | 155            | 166            | 288            | 360            | 409            | 408            | 417            | 429            |
| Chiny                                | 30           | 32           | 34             | 35             | 37             | 43             | 45             | 47             | 47             | 49             | 55             |
| Rosja                                | 111          | 119          | 120            | 123            | 124            | 128            | 134            | 165            | 168            | 221            | 230            |
| <b>Udział wg lokali [%]</b>          |              |              |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| CE                                   | 59%          | 51%          | 51%            | 53%            | 52%            | 47%            | 45%            | 45%            | 45%            | 44%            | 44%            |
| Hiszpania                            | 24%          | 21%          | 21%            | 21%            | 21%            | 19%            | 18%            | 17%            | 17%            | 16%            | 17%            |
| Niemcy i Francja                     | 1%           | 14%          | 14%            | 13%            | 14%            | 21%            | 25%            | 25%            | 25%            | 24%            | 24%            |
| Chiny                                | 3%           | 3%           | 3%             | 3%             | 3%             | 3%             | 3%             | 3%             | 3%             | 3%             | 3%             |
| Rosja                                | 12%          | 11%          | 11%            | 10%            | 10%            | 9%             | 9%             | 10%            | 10%            | 13%            | 13%            |
| <b>Przychód/lokal [tys.]*</b>        |              |              |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| CE                                   | 956,2        | 969,1        | 1 049,6        | 1 057,0        | 941,1          | 974,4          | 1 048,7        | 1 060,9        | 923,1          | 973,1          | 1 031,7        |
| Hiszpania                            | 207,7        | 200,6        | 216,9          | 218,2          | 197,8          | 204,1          | 226,0          | 219,9          | 198,2          | 200,7          | 220,1          |
| Niemcy i Francja                     | 142,8        | 158,2        | 236,6          | 222,4          | 202,1          | 182,1          | 144,9          | 162,0          | 171,4          | 165,6          | 178,5          |
| Indie i Chiny                        | 438,5        | 493,1        | 457,8          | 428,3          | 410,6          | 473,9          | 424,3          | 391,5          | 400,2          | 499,0          | 433,7          |
| Rosja                                | 15 255,9     | 17 004,3     | 17 097,4       | 16 993,4       | 16 202,4       | 17 889,7       | 17 320,4       | 18 923,6       | 17 382,7       | 16 174,7       | 14 098,9       |
| <b>Zmiana przychodu/lokal r/r</b>    |              |              |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| CE                                   | 1,5%         | 2,5%         | 4,8%           | 0,1%           | -1,6%          | 0,5%           | -0,1%          | 0,4%           | -1,9%          | -0,1%          | -1,6%          |
| Hiszpania                            | 2,2%         | -0,9%        | 0,9%           | -1,5%          | -4,8%          | 1,7%           | 4,2%           | 0,8%           | 0,2%           | -1,6%          | -2,6%          |
| Niemcy i Francja                     | -29,5%       | -10,5%       | 40,1%          | 25,3%          | 41,5%          | 15,1%          | -38,8%         | -27,1%         | -15,2%         | -9,1%          | 23,2%          |
| Chiny                                | -16,5%       | -20,4%       | -18,2%         | -12,1%         | -6,4%          | -3,9%          | -7,3%          | -8,6%          | -2,5%          | 5,3%           | 2,2%           |
| Rosja                                | 30,0%        | 7,7%         | 27,9%          | 26,4%          | 6,2%           | 5,2%           | 1,3%           | 11,4%          | 7,3%           | -9,6%          | -18,6%         |

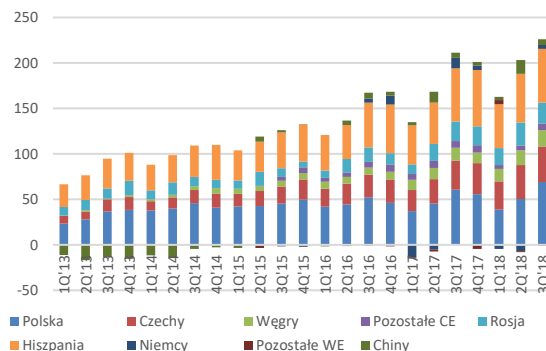
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*bez segmentu Nieprzypisane; \*\*w walucie lokalnej

#### Przychody w ujęciu geograficznym [mln PLN]



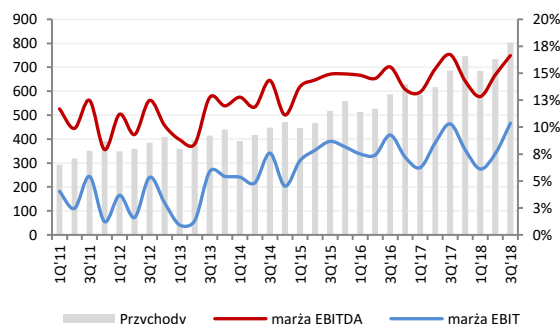
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### EBITDA w ujęciu geograficznym [mln PLN]



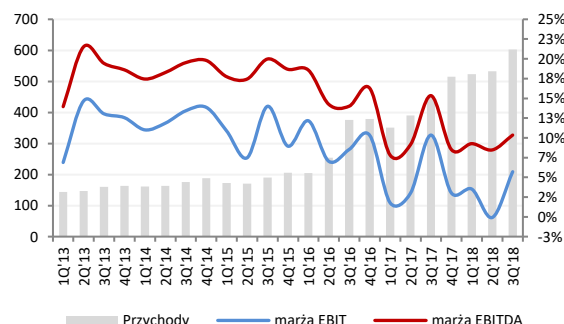
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### Wyniki regionu CE [mln PLN]



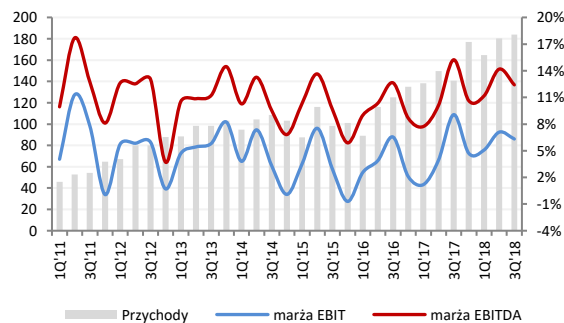
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### Wyniki regionu Europa Zachodnia [mln PLN]



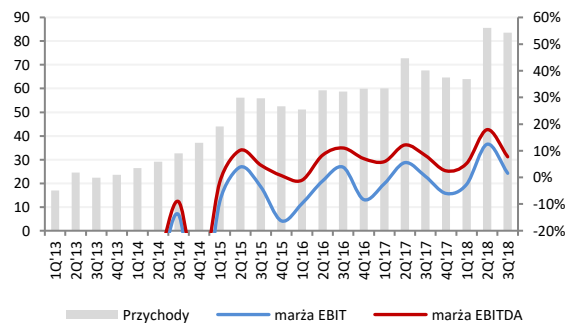
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### 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

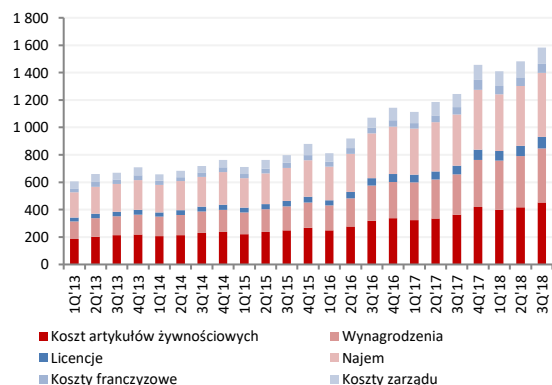
Strukturę kosztową AmRestu można podzielić na 3 zasadnicze grupy: koszty działalności restauracji, koszty franczyzowe oraz koszty zarządu, które odpowiadają odpowiednio za ok. 83%/4%/7,5% przychodów spółki. W ramach kosztów działalności restauracji wyróżniamy: artykuły żywnościowe (teoretyczna marża brutto mieści się obecnie w przedziale 72-73% i poprawia się wraz ze wzrostem skali podmiotu), wynagrodzenia (ok. 23% 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'16        | 2Q'16        | 3Q'16          | 4Q'16          | 1Q'17          | 2Q'17          | 3Q'17          | 4Q'17          | 1Q'18          | 2Q'18          | 3Q'18          |
|----------------------------------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Przychody</b>                       | <b>858,2</b> | <b>977,1</b> | <b>1 157,6</b> | <b>1 214,5</b> | <b>1 147,4</b> | <b>1 243,1</b> | <b>1 355,7</b> | <b>1 519,3</b> | <b>1 452,5</b> | <b>1 551,9</b> | <b>1 689,5</b> |
| <b>Koszty działalności restauracji</b> | <b>713,7</b> | <b>806,9</b> | <b>955,9</b>   | <b>1 005,3</b> | <b>991,7</b>   | <b>1 039,0</b> | <b>1 094,1</b> | <b>1 273,5</b> | <b>1 242,6</b> | <b>1 301,3</b> | <b>1 397,2</b> |
| artykuły żywnościowe                   | 248,0        | 275,7        | 319,3          | 337,8          | 323,6          | 336,2          | 362,3          | 418,2          | 398,9          | 417,2          | 452,1          |
| wynagrodzenia                          | 182,7        | 207,3        | 255,4          | 263,3          | 276,0          | 284,7          | 294,3          | 345,1          | 358,7          | 372,8          | 395,7          |
| licencje                               | 38,6         | 45,5         | 55,5           | 58,4           | 54,8           | 58,9           | 64,7           | 74,0           | 71,1           | 75,8           | 82,7           |
| najem                                  | 244,4        | 278,4        | 325,7          | 345,7          | 337,3          | 359,2          | 372,8          | 436,2          | 413,9          | 435,5          | 466,7          |
| Koszty franczyzowe                     | 37,4         | 41,7         | 43,5           | 46,0           | 40,2           | 47,7           | 53,7           | 72,2           | 60,2           | 63,5           | 65,9           |
| Koszty zarządu                         | 60,5         | 70,4         | 71,8           | 92,1           | 81,2           | 99,5           | 95,7           | 110,8          | 106,6          | 117,6          | 119,3          |
| <b>%przychodów</b>                     |              |              |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Koszty działalności restauracji        | 83,2%        | 82,6%        | 82,6%          | 82,8%          | 86,4%          | 83,6%          | 80,7%          | 83,8%          | 85,5%          | 83,9%          | 82,7%          |
| artykuły żywnościowe                   | 28,9%        | 28,2%        | 27,6%          | 27,8%          | 28,2%          | 27,0%          | 26,7%          | 27,5%          | 27,5%          | 26,9%          | 26,8%          |
| wynagrodzenia                          | 21,3%        | 21,2%        | 22,1%          | 21,7%          | 24,1%          | 22,9%          | 21,7%          | 22,7%          | 24,7%          | 24,0%          | 23,4%          |
| licencje                               | 4,5%         | 4,7%         | 4,8%           | 4,8%           | 4,8%           | 4,7%           | 4,8%           | 4,9%           | 4,9%           | 4,9%           | 4,9%           |
| najem                                  | 28,5%        | 28,5%        | 28,1%          | 28,5%          | 29,4%          | 28,9%          | 27,5%          | 28,7%          | 28,5%          | 28,1%          | 27,6%          |
| Koszty franczyzowe                     | 4,4%         | 4,3%         | 3,8%           | 3,8%           | 3,5%           | 3,8%           | 4,0%           | 4,8%           | 4,1%           | 4,1%           | 3,9%           |
| Koszty zarządu                         | 7,0%         | 7,2%         | 6,2%           | 7,6%           | 7,1%           | 8,0%           | 7,1%           | 7,3%           | 7,3%           | 7,6%           | 7,1%           |
| <b>dynamika r/r</b>                    |              |              |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Przychody</b>                       | <b>14,4%</b> | <b>20,7%</b> | <b>34,4%</b>   | <b>32,3%</b>   | <b>33,7%</b>   | <b>27,2%</b>   | <b>17,1%</b>   | <b>25,1%</b>   | <b>26,6%</b>   | <b>24,8%</b>   | <b>24,6%</b>   |
| Koszty działalności restauracji        | 13,2%        | 21,4%        | 35,7%          | 32,3%          | 39,0%          | 28,8%          | 14,5%          | 26,7%          | 25,3%          | 25,2%          | 27,7%          |
| artykuły żywnościowe                   | 12,2%        | 16,8%        | 28,7%          | 26,5%          | 30,5%          | 21,9%          | 13,5%          | 23,8%          | 23,3%          | 24,1%          | 24,8%          |
| wynagrodzenia                          | 14,4%        | 24,4%        | 45,2%          | 43,2%          | 51,1%          | 37,3%          | 15,2%          | 31,1%          | 30,0%          | 31,0%          | 34,5%          |
| licencje                               | 11,9%        | 22,5%        | 40,5%          | 38,3%          | 42,0%          | 29,5%          | 16,6%          | 26,8%          | 29,8%          | 28,7%          | 27,7%          |
| najem                                  | 13,4%        | 23,8%        | 35,2%          | 29,8%          | 38,0%          | 29,0%          | 14,5%          | 26,2%          | 22,7%          | 21,2%          | 25,2%          |
| Koszty franczyzowe                     | 23,8%        | 22,7%        | 12,9%          | 19,3%          | 7,5%           | 14,3%          | 23,6%          | 56,8%          | 49,6%          | 33,2%          | 22,6%          |
| Koszty zarządu                         | 20,6%        | 8,1%         | 31,5%          | 12,7%          | 34,3%          | 41,4%          | 33,2%          | 20,3%          | 31,3%          | 18,2%          | 24,7%          |

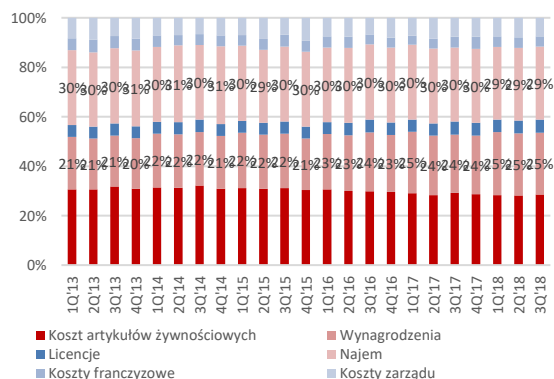
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Główne składowe kosztów [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Udział kosztów w strukturze



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Okres 3Q'18 przyniósł solidną, aczkolwiek jednocyfrową, dynamikę EBITDA. Liczymy jednak, że w 4Q'18 grupa powróciła do wyższego tempa wzrostu. W bieżącej rekomendacji zakładamy, że utrzymane zostały pozytywne trendy w „organicznym” biznesie. Razem z rozpoczęciem konsolidacji Sushi Shop Group (od listopada'18) powinno się to przełożyć na wypracowanie ok. 1,9 mld PLN przychodów (+25% r/r; zdecydowana większość otwarcia w grudniu) oraz ok. 200 mln PLN oczyszczonej EBITDA (+22% r/r). W ujęciu całorocznym dałoby to 6,6 mld PLN sprzedaży i 727 mln PLN EBITDA adj. (odpowiednio +25%/+15% r/r). Dług netto w relacji do EBITDA adj. na koniec '18 powinien być w przedziale 3,1-3,3x.

W 2019 roku duże nadzieje wiążemy z ww. Sushi Shop Group, które AmRest nabył za 164 mln EUR (podmiot jest liderem na francuskim rynku; w '17 osiągnął 130 mln EUR obrotów i generuje ok. 15% marży EBITDA). Pozytywną „cegielkę” powinny także dokładać biznesy, które spółka nabywała w poprzednich latach (m.in. Starbucks w Niemczech, KFC w Rosji i pizzaportal.pl). Tym samym liczymy, że restaurator osiągnie w '19 ok. 8,64 mld PLN przychodów (+31% r/r) oraz blisko 1 mld PLN oczyszczonej EBITDA.

W dłuższej perspektywie oczekujemy, 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 2019-20 zoptymalizuje zakupione biznesy i poprawi marżę (władze grupy wskazują, że docelowo chciałyby osiągnąć marżę EBITDA na poziomie 15%; w modelu przyjmujemy ostrożniejsze założenia). Zarząd restauratora jest skupiony na dynamicznej ekspansji i bazowo nie zakładamy, aby w najbliższych latach doszło do wypłaty dywidendy.

### Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

|                           | 1Q'17   | 2Q'17   | 3Q'17   | 4Q'17   | 1Q'18   | 2Q'18   | 3Q'18   | 4Q'18P  | 1Q'19P  | 2Q'19P  | 3Q'19P  | 4Q'19P  | 2015    | 2016    | 2017    | 2018P   | 2019P   | 2020P    |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| Przychody                 | 1 147,4 | 1 243,1 | 1 355,7 | 1 519,3 | 1 452,5 | 1 551,9 | 1 689,5 | 1 898,7 | 1 933,2 | 2 054,2 | 2 272,4 | 2 379,7 | 3 338,7 | 4 207,4 | 5 265,5 | 6 592,6 | 8 639,4 | 10 120,4 |
| Wynik brutto ze sprzedaży | 823,8   | 906,9   | 993,4   | 1 101,1 | 1 053,6 | 1 134,7 | 1 237,4 | 1 382,8 | 1 402,3 | 1 502,0 | 1 664,3 | 1 733,0 | 2 366,6 | 3 026,5 | 3 825,3 | 4 808,5 | 6 301,7 | 7 379,9  |
| EBITDA                    | 116,6   | 142,7   | 199,9   | 138,2   | 138,8   | 149,1   | 213,6   | 187,3   | 183,6   | 214,9   | 318,0   | 251,4   | 419,6   | 539,2   | 597,4   | 688,8   | 967,9   | 1 150,5  |
| EBITDA adj.*              | 117,1   | 148,9   | 200,3   | 163,9   | 140,9   | 171,7   | 214,0   | 199,9   | 184,4   | 225,3   | 318,7   | 267,1   | 436,5   | 555,6   | 630,2   | 726,5   | 995,5   | 1 181,9  |
| EBIT                      | 40,1    | 62,0    | 119,2   | 45,6    | 48,9    | 54,1    | 118,8   | 90,9    | 81,2    | 113,4   | 209,3   | 134,2   | 195,7   | 268,2   | 266,9   | 312,8   | 538,1   | 670,1    |
| Wynik netto               | 21,3    | 34,2    | 85,8    | 40,0    | 18,8    | 32,4    | 77,9    | 60,2    | 50,2    | 77,1    | 153,7   | 93,1    | 157,3   | 190,7   | 181,3   | 189,3   | 374,0   | 477,9    |
| Marża brutto ze sprzedaży | 71,8%   | 73,0%   | 73,3%   | 72,5%   | 72,5%   | 73,1%   | 73,2%   | 72,8%   | 72,5%   | 73,1%   | 73,2%   | 72,8%   | 70,9%   | 71,9%   | 72,6%   | 72,9%   | 72,9%   | 72,9%    |
| Marża EBITDA              | 10,2%   | 11,5%   | 14,7%   | 9,1%    | 9,6%    | 9,6%    | 12,6%   | 9,9%    | 9,5%    | 10,5%   | 14,0%   | 10,6%   | 12,6%   | 12,8%   | 11,3%   | 10,4%   | 11,2%   | 11,4%    |
| Marża EBITDA adj.*        | 10,2%   | 12,0%   | 14,8%   | 10,8%   | 9,7%    | 11,1%   | 12,7%   | 10,5%   | 9,5%    | 11,0%   | 14,0%   | 11,2%   | 13,1%   | 13,2%   | 12,0%   | 11,0%   | 11,5%   | 11,7%    |
| Marża EBIT                | 3,5%    | 5,0%    | 8,8%    | 3,0%    | 3,4%    | 3,5%    | 7,0%    | 4,8%    | 4,2%    | 5,5%    | 9,2%    | 5,6%    | 5,9%    | 6,4%    | 5,1%    | 4,7%    | 6,2%    | 6,6%     |
| Marża netto               | 1,9%    | 2,8%    | 6,3%    | 2,6%    | 1,3%    | 2,1%    | 4,6%    | 3,2%    | 2,6%    | 3,8%    | 6,8%    | 3,9%    | 4,7%    | 4,5%    | 3,4%    | 2,9%    | 4,3%    | 4,7%     |

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

### Prognoza ogólna na lata 2018-2028 [mln PLN]

|                           | 2015    | 2016    | 2017    | 2018P   | 2019P   | 2020P    | 2021P    | 2022P    | 2023P    | 2024P    | 2025P    | 2026P    | 2027P    | 2028P    |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Przychody                 | 3 338,7 | 4 207,4 | 5 265,5 | 6 592,6 | 8 639,4 | 10 120,4 | 11 337,8 | 12 531,3 | 13 699,9 | 14 811,1 | 15 864,7 | 16 868,0 | 17 824,9 | 18 734,7 |
| Wynik brutto ze sprzedaży | 2 366,6 | 3 026,5 | 3 825,3 | 4 808,5 | 6 301,7 | 7 379,9  | 8 262,0  | 9 125,4  | 9 969,5  | 10 770,8 | 11 529,0 | 12 249,7 | 12 935,7 | 13 586,6 |
| EBITDA                    | 419,6   | 539,2   | 597,4   | 688,8   | 967,9   | 1 150,5  | 1 299,9  | 1 436,1  | 1 560,9  | 1 672,1  | 1 770,7  | 1 859,2  | 1 939,9  | 2 013,4  |
| EBITDA adj.*              | 436,5   | 555,6   | 630,2   | 726,5   | 995,5   | 1 181,9  | 1 334,0  | 1 472,6  | 1 599,5  | 1 712,5  | 1 812,4  | 1 902,0  | 1 983,4  | 2 057,3  |
| EBIT                      | 195,7   | 268,2   | 266,9   | 312,8   | 538,1   | 670,1    | 756,3    | 843,0    | 930,2    | 1 015,0  | 1 097,4  | 1 177,8  | 1 256,9  | 1 334,3  |
| Wynik brutto              | 162,3   | 223,5   | 210,6   | 250,8   | 461,8   | 589,9    | 679,4    | 770,7    | 868,5    | 962,4    | 1 054,9  | 1 146,4  | 1 235,0  | 1 322,6  |
| Wynik netto               | 157,3   | 190,7   | 181,3   | 189,3   | 374,0   | 477,9    | 550,3    | 624,2    | 703,5    | 779,5    | 854,4    | 928,6    | 1 000,4  | 1 071,3  |
| Marża brutto ze sprzedaży | 70,9%   | 71,9%   | 72,6%   | 72,9%   | 72,9%   | 72,9%    | 72,9%    | 72,8%    | 72,8%    | 72,7%    | 72,7%    | 72,6%    | 72,6%    | 72,5%    |
| Marża EBITDA              | 12,6%   | 12,8%   | 11,3%   | 10,4%   | 11,2%   | 11,4%    | 11,5%    | 11,5%    | 11,4%    | 11,3%    | 11,2%    | 11,0%    | 10,9%    | 10,7%    |
| Marża EBITDA adj.*        | 13,1%   | 13,2%   | 12,0%   | 11,0%   | 11,5%   | 11,7%    | 11,8%    | 11,8%    | 11,7%    | 11,6%    | 11,4%    | 11,3%    | 11,1%    | 11,0%    |
| Marża EBIT                | 5,9%    | 6,4%    | 5,1%    | 4,7%    | 6,2%    | 6,6%     | 6,7%     | 6,7%     | 6,8%     | 6,9%     | 6,9%     | 7,0%     | 7,1%     | 7,1%     |
| Marża netto               | 4,7%    | 4,5%    | 3,4%    | 2,9%    | 4,3%    | 4,7%     | 4,9%     | 5,0%     | 5,1%     | 5,3%     | 5,4%     | 5,5%     | 5,6%     | 5,7%     |

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

**Struktura kosztów w latach 2018-28 [mln PLN]**

|                           | 2016           | 2017           | 2018P          | 2019P          | 2020P           | 2021P           | 2022P           | 2023P           | 2024P           | 2025P           | 2026P           | 2027P           | 2028P           |
|---------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Przychody</b>          | <b>4 207,4</b> | <b>5 265,5</b> | <b>6 592,6</b> | <b>8 639,4</b> | <b>10 120,4</b> | <b>11 337,8</b> | <b>12 531,3</b> | <b>13 699,9</b> | <b>14 811,1</b> | <b>15 864,7</b> | <b>16 868,0</b> | <b>17 824,9</b> | <b>18 734,7</b> |
| <b>Koszty restauracji</b> | <b>3 481,8</b> | <b>4 398,3</b> | <b>5 537,4</b> | <b>7 219,6</b> | <b>8 425,7</b>  | <b>9 442,9</b>  | <b>10 440,4</b> | <b>11 417,3</b> | <b>12 347,2</b> | <b>13 229,4</b> | <b>14 070,3</b> | <b>14 872,8</b> | <b>15 636,5</b> |
| artykuły żywnościowe      | 1 180,8        | 1 440,2        | 1 784,1        | 2 337,8        | 2 740,5         | 3 075,9         | 3 405,9         | 3 730,4         | 4 040,3         | 4 335,7         | 4 618,3         | 4 889,2         | 5 148,1         |
| wynagrodzenia             | 908,7          | 1 200,1        | 1 585,2        | 2 121,6        | 2 423,9         | 2 714,7         | 2 999,4         | 3 277,9         | 3 542,4         | 3 792,9         | 4 031,3         | 4 258,3         | 4 473,9         |
| licencje                  | 198,0          | 252,4          | 322,8          | 422,8          | 494,8           | 554,1           | 612,1           | 668,8           | 722,6           | 773,5           | 821,9           | 867,9           | 911,6           |
| najem                     | 1 194,3        | 1 505,5        | 1 845,3        | 2 337,4        | 2 766,5         | 3 098,2         | 3 422,9         | 3 740,4         | 4 041,9         | 4 327,4         | 4 598,9         | 4 857,4         | 5 102,9         |
| Koszty franczyzowe        | 168,6          | 213,8          | 264,4          | 343,0          | 404,6           | 456,5           | 507,7           | 558,0           | 606,4           | 652,8           | 697,3           | 739,8           | 780,2           |
| Koszty zarządu            | 294,8          | 387,2          | 478,3          | 560,9          | 647,0           | 713,4           | 776,0           | 834,7           | 887,6           | 934,8           | 977,1           | 1 014,7         | 1 047,8         |
| <b>%przychodów</b>        |                |                |                |                |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| Koszty restauracji        | 82,8%          | 83,5%          | 84,0%          | 83,6%          | 83,3%           | 83,3%           | 83,3%           | 83,3%           | 83,4%           | 83,4%           | 83,4%           | 83,4%           | 83,5%           |
| artykuły żywnościowe      | 28,1%          | 27,4%          | 27,1%          | 27,1%          | 27,1%           | 27,1%           | 27,2%           | 27,2%           | 27,3%           | 27,3%           | 27,4%           | 27,4%           | 27,5%           |
| wynagrodzenia             | 21,6%          | 22,8%          | 24,0%          | 24,6%          | 24,0%           | 23,9%           | 23,9%           | 23,9%           | 23,9%           | 23,9%           | 23,9%           | 23,9%           | 23,9%           |
| licencje                  | 4,7%           | 4,8%           | 4,9%           | 4,9%           | 4,9%            | 4,9%            | 4,9%            | 4,9%            | 4,9%            | 4,9%            | 4,9%            | 4,9%            | 4,9%            |
| najem                     | 28,4%          | 28,6%          | 28,0%          | 27,1%          | 27,3%           | 27,3%           | 27,3%           | 27,3%           | 27,3%           | 27,3%           | 27,3%           | 27,3%           | 27,2%           |
| Koszty franczyzowe        | 4,0%           | 4,1%           | 4,0%           | 4,0%           | 4,0%            | 4,1%            | 4,1%            | 4,1%            | 4,1%            | 4,1%            | 4,1%            | 4,2%            | 4,2%            |
| Koszty zarządu            | 7,0%           | 7,4%           | 7,3%           | 6,5%           | 6,4%            | 6,3%            | 6,2%            | 6,1%            | 6,0%            | 5,9%            | 5,8%            | 5,7%            | 5,6%            |
| <b>dynamika r/r</b>       |                |                |                |                |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| <b>Przychody</b>          | <b>26,0%</b>   | <b>25,1%</b>   | <b>25,2%</b>   | <b>31,0%</b>   | <b>17,1%</b>    | <b>12,0%</b>    | <b>10,5%</b>    | <b>9,3%</b>     | <b>8,1%</b>     | <b>7,1%</b>     | <b>6,3%</b>     | <b>5,7%</b>     | <b>5,1%</b>     |
| Koszty restauracji        | 26,2%          | 26,3%          | 25,9%          | 30,4%          | 16,7%           | 12,1%           | 10,6%           | 9,4%            | 8,1%            | 7,1%            | 6,4%            | 5,7%            | 5,1%            |
| artykuły żywnościowe      | 21,5%          | 22,0%          | 23,9%          | 31,0%          | 17,2%           | 12,2%           | 10,7%           | 9,5%            | 8,3%            | 7,3%            | 6,5%            | 5,9%            | 5,3%            |
| wynagrodzenia             | 32,4%          | 32,1%          | 32,1%          | 33,8%          | 14,2%           | 12,0%           | 10,5%           | 9,3%            | 8,1%            | 7,1%            | 6,3%            | 5,6%            | 5,1%            |
| licencje                  | 29,1%          | 27,5%          | 27,9%          | 31,0%          | 17,0%           | 12,0%           | 10,5%           | 9,3%            | 8,0%            | 7,0%            | 6,3%            | 5,6%            | 5,0%            |
| najem                     | 26,0%          | 26,1%          | 22,6%          | 26,7%          | 18,4%           | 12,0%           | 10,5%           | 9,3%            | 8,1%            | 7,1%            | 6,3%            | 5,6%            | 5,1%            |
| Koszty franczyzowe        | 19,3%          | 26,8%          | 23,7%          | 29,7%          | 17,9%           | 12,8%           | 11,2%           | 9,9%            | 8,7%            | 7,6%            | 6,8%            | 6,1%            | 5,5%            |
| Koszty zarządu            | 17,2%          | 31,4%          | 23,5%          | 17,3%          | 15,3%           | 10,3%           | 8,8%            | 7,6%            | 6,3%            | 5,3%            | 4,5%            | 3,8%            | 3,3%            |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

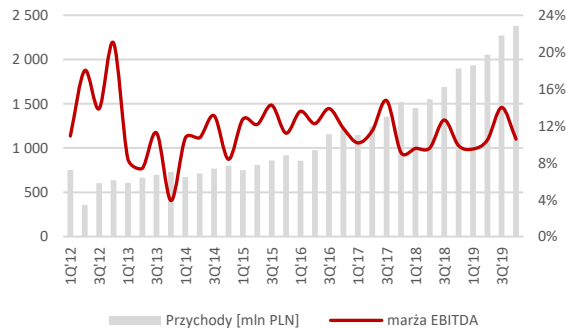
**Przychody i wielkość sieci w ujęciu geograficznym w latach 2018-28\***

|                               | 2014           | 2015           | 2016           | 2017           | 2018P          | 2019P          | 2020P           | 2021P           | 2022P           | 2023P           | 2024P           | 2025P           | 2026P           | 2027P           | 2028P           |
|-------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Przychody [mln PLN]</b>    | <b>2 952,7</b> | <b>3 338,7</b> | <b>4 161,3</b> | <b>5 207,5</b> | <b>6 517,4</b> | <b>8 542,0</b> | <b>10 006,3</b> | <b>11 210,0</b> | <b>12 390,0</b> | <b>13 545,4</b> | <b>14 644,1</b> | <b>15 685,8</b> | <b>16 677,8</b> | <b>17 623,9</b> | <b>18 523,4</b> |
| CE                            | 1 727,7        | 1 987,8        | 2 254,3        | 2 633,8        | 3 082,7        | 3 745,1        | 4 418,2         | 5 009,1         | 5 572,9         | 6 108,3         | 6 612,8         | 7 087,6         | 7 535,5         | 7 955,2         | 8 345,9         |
| Hiszpania                     | 621,6          | 704,4          | 836,5          | 924,6          | 1 048,4        | 1 274,1        | 1 426,1         | 1 538,8         | 1 646,9         | 1 750,0         | 1 847,9         | 1 940,2         | 2 026,7         | 2 107,0         | 2 180,9         |
| Niemcy i Francja              | 67,1           | 35,3           | 376,1          | 778,2          | 1 323,2        | 2 072,8        | 2 366,2         | 2 642,2         | 2 917,2         | 3 187,4         | 3 448,7         | 3 700,3         | 3 941,5         | 4 171,5         | 4 389,3         |
| Chiny                         | 125,4          | 208,4          | 229,0          | 265,2          | 321,9          | 440,6          | 527,8           | 586,2           | 639,7           | 689,2           | 727,1           | 753,2           | 773,4           | 794,0           | 814,9           |
| Rosja                         | 410,9          | 402,8          | 465,2          | 605,8          | 741,1          | 1 009,4        | 1 268,0         | 1 433,7         | 1 613,4         | 1 810,5         | 2 007,6         | 2 204,4         | 2 400,7         | 2 596,1         | 2 792,5         |
| <b>Udział w przychodach</b>   |                |                |                |                |                |                |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| CE                            | 59%            | 60%            | 54%            | 51%            | 47%            | 44%            | 44%             | 45%             | 45%             | 45%             | 45%             | 45%             | 45%             | 45%             | 45%             |
| Hiszpania                     | 21%            | 21%            | 20%            | 18%            | 16%            | 15%            | 14%             | 14%             | 13%             | 13%             | 13%             | 12%             | 12%             | 12%             | 12%             |
| Niemcy i Francja              | 2%             | 1%             | 9%             | 15%            | 20%            | 24%            | 24%             | 24%             | 24%             | 24%             | 24%             | 24%             | 24%             | 24%             | 24%             |
| Chiny                         | 4%             | 6%             | 6%             | 5%             | 5%             | 5%             | 5%              | 5%              | 5%              | 5%              | 5%              | 5%              | 5%              | 5%              | 4%              |
| Rosja                         | 14%            | 12%            | 11%            | 12%            | 11%            | 12%            | 13%             | 13%             | 13%             | 13%             | 14%             | 14%             | 14%             | 15%             | 15%             |
| <b>Liczba restauracji eop</b> |                |                |                |                |                |                |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| CE                            | 796            | 903            | 1 179          | 1 638          | 2 121          | 2 508          | 2 807           | 3 087           | 3 348           | 3 588           | 3 806           | 4 004           | 4 184           | 4 346           | 4 491           |
| Hiszpania                     | 472            | 537            | 621            | 739            | 871            | 1 050          | 1 191           | 1 322           | 1 443           | 1 554           | 1 654           | 1 745           | 1 827           | 1 900           | 1 964           |
| Niemcy i Francja              | 190            | 216            | 245            | 278            | 331            | 368            | 393             | 416             | 437             | 456             | 473             | 488             | 501             | 512             | 521             |
| Chiny                         | 11             | 12             | 155            | 409            | 608            | 676            | 746             | 813             | 877             | 936             | 990             | 1 039           | 1 083           | 1 122           | 1 156           |
| Rosja                         | 22             | 29             | 35             | 47             | 63             | 79             | 91              | 101             | 109             | 115             | 119             | 121             | 123             | 125             | 127             |
| Rosja                         | 101            | 109            | 123            | 165            | 248            | 336            | 387             | 436             | 483             | 528             | 571             | 612             | 651             | 688             | 724             |

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

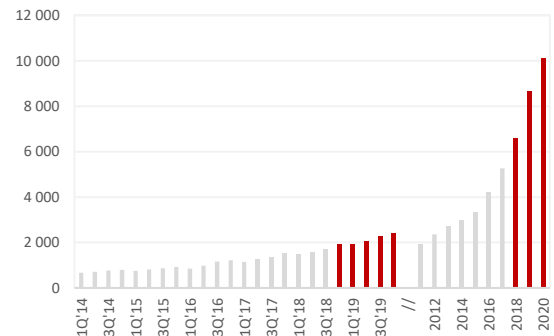


#### Marża EBITDA w ujęciu kwartalnym



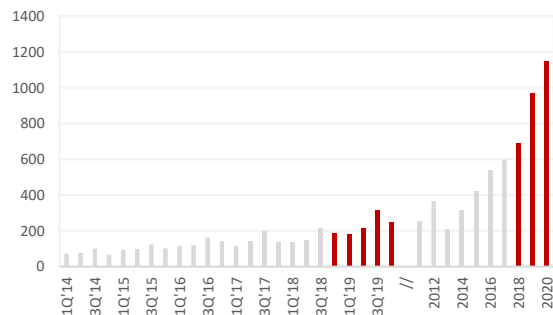
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### Ścieżka przychodowa w kolejnych okresach [mln PLN]



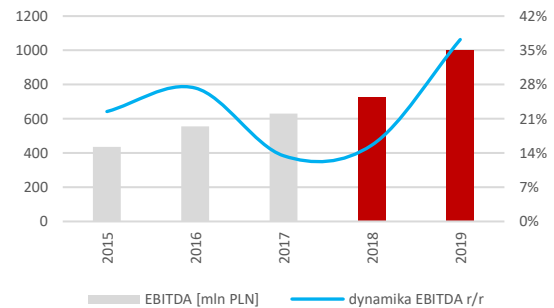
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### Ścieżka EBITDA w kolejnych okresach



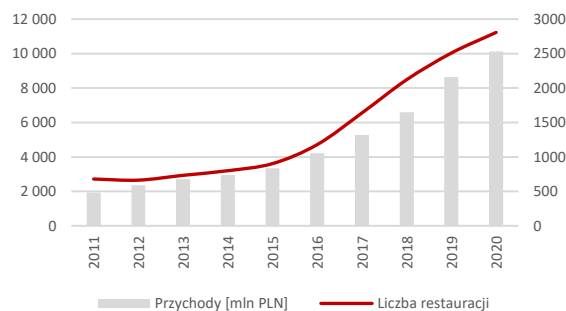
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### Dynamika EBITDA w najbliższych latach



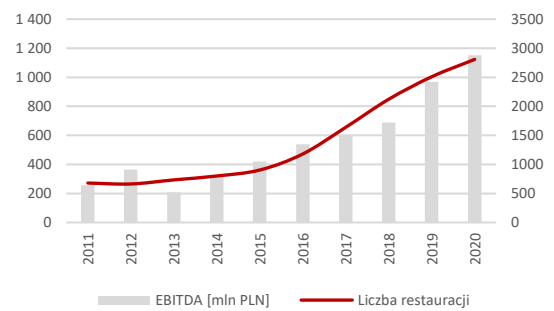
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### Przychody na tle liczby restauracji



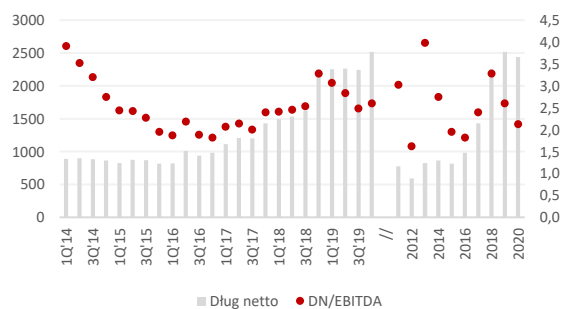
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### EBITDA na tle liczby restauracji



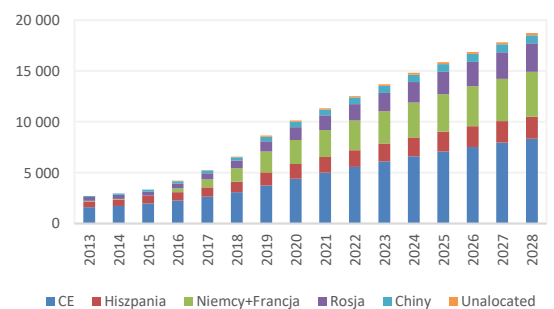
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### DN/EBITDA



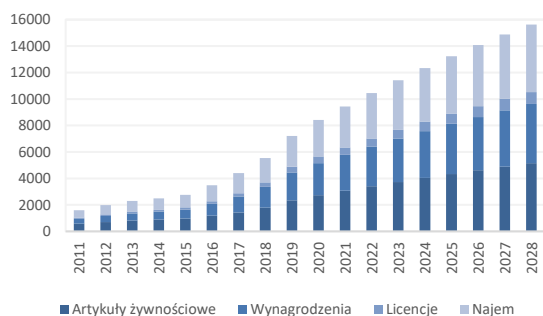
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### Przychody w podziale na segmenty geograficzne [mln PLN]



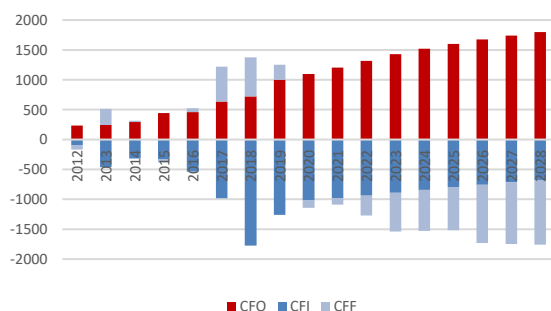
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty restauracji [mln PLN]



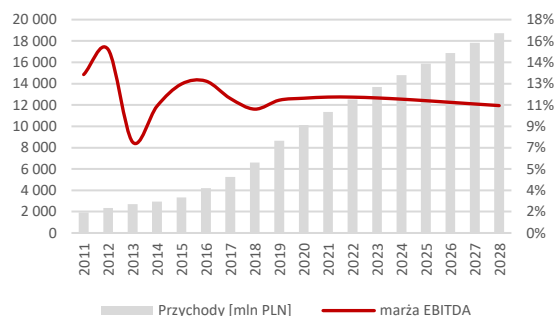
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

CFO, CFF, CFI [mln PLN]



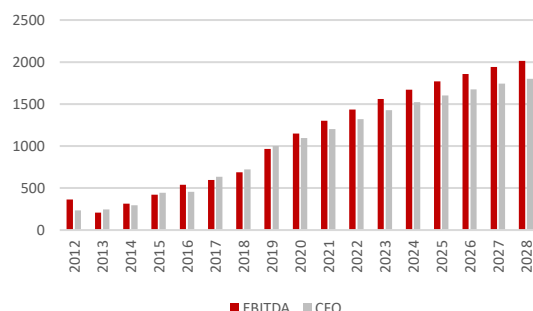
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

## ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU

Względem naszej rekomendacji ze stycznia '18 zaktualizowaliśmy rezultaty z minionych okresów. Uwzględniliśmy również przeprowadzone akwizycje (m.in. SSG), plany tempa rozwoju oraz skorygowaliśmy kursy walutowe (spółka ma ekspozycję na RUB i EUR). Tym samym prognozujemy, że grupa osiągnie w latach 2019-20 ok. 8,6-10,1 mld PLN przychodów oraz 1,0-1,18 mld PLN oczyszczonej EBITDA.

Zmiana założeń względem raportu z 26 stycznia 2018 roku

|                   | 2018 stara | 2018 nowa | zmiana | 2019 stara | 2019 nowa | zmiana | 2020 stara | 2020 nowa | zmiana |
|-------------------|------------|-----------|--------|------------|-----------|--------|------------|-----------|--------|
| Przychody         | 6 424,0    | 6 592,6   | 2,6%   | 7 645,3    | 8 639,4   | 13,0%  | 8 769,4    | 10 120,4  | 15,4%  |
| EBITDA adj.       | 791,5      | 726,5     | -8,2%  | 997,9      | 995,5     | -0,2%  | 1 125,0    | 1 181,9   | 5,1%   |
| EBITDA            | 771,0      | 688,8     | -10,7% | 974,1      | 967,9     | -0,6%  | 1 098,5    | 1 150,5   | 4,7%   |
| EBIT              | 409,9      | 312,8     | -23,7% | 583,0      | 538,1     | -7,7%  | 673,2      | 670,1     | -0,5%  |
| Wynik netto       | 285,5      | 189,3     | -33,7% | 427,2      | 374,0     | -12,4% | 506,9      | 477,9     | -5,7%  |
| Dług netto        | 1 142,5    | 2 256,4   | 1,0x   | 816,0      | 2 515,7   | 2,1x   | 384,9      | 2 438,9   | 5,3x   |
| marża EBITDA adj. | 12,3%      | 11,0%     |        | 13,1%      | 11,5%     |        | 12,8%      | 11,7%     |        |
| marża EBITDA      | 12,0%      | 10,4%     |        | 12,7%      | 11,2%     |        | 12,5%      | 11,4%     |        |
| marża EBIT        | 6,4%       | 4,7%      |        | 7,6%       | 6,2%      |        | 7,7%       | 6,6%      |        |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Porównanie założeń DM BDM z konsensem dla ostatnich rekomendacji

|              | 2018P BDM | 2018 Bloomberg | różnica | 2019P BDM | 2019 Bloomberg | różnica | 2020P BDM | 2020 Bloomberg | różnica |
|--------------|-----------|----------------|---------|-----------|----------------|---------|-----------|----------------|---------|
| Przychody    | 6 592,6   | 5 979,0        | 10,3%   | 8 639,4   | 7 391,0        | 16,9%   | 10 120,4  | 8 562,0        | 18,2%   |
| EBITDA adj.  | 726,5     | -              | -       | 995,5     | -              | -       | 1 181,9   | -              | -       |
| EBITDA       | 688,8     | 668,5          | 3,0%    | 967,9     | 850,1          | 13,9%   | 1 150,5   | 1 048,0        | 9,8%    |
| Wynik netto  | 189,3     | 161,1          | 17,5%   | 374,0     | 219,8          | 70,2%   | 477,9     | 348,9          | 37,0%   |
| marża EBITDA | 10,4%     | 11,2%          |         | 11,2%     | 11,5%          |         | 11,4%     | 12,2%          |         |
| marża netto  | 2,9%      | 2,7%           |         | 4,3%      | 3,0%           |         | 4,7%      | 4,1%           |         |

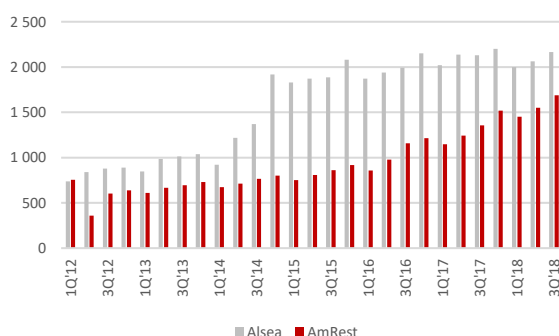
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## AMREST NA TLE ALSEA

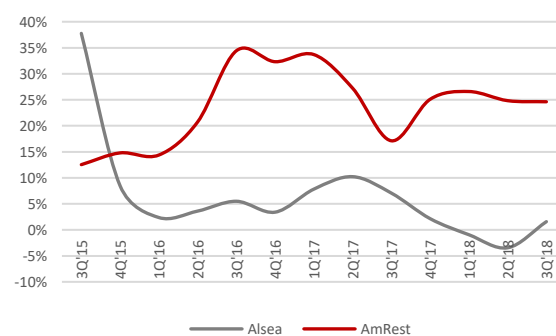
Uważamy, że podmiotem do którego należy porównywać AmRest jest przede wszystkim meksykańska Alsea. Spółka jest licencjodawcą i posiada w swoim portfolio m.in. marki Burger King oraz Starbucks (blisko połowa lokali całej grupy). Jej ekspozycja na rynek europejski jest jednak mocno ograniczona, bowiem podmiot jest obecny jedynie w Hiszpanii (571 z prawie 3,6 tys. lokali). Odnosząc grupę do AmRestu widać, że bieżąca skala biznesu Alsei jest większa, co wynika ze znacznie mocniej rozbudowanej sieci (3,6 tys. lokali vs 1,8 tys. w AmRest). Należy zauważyć, że na poziomie marży EBITDA obie grupy osiągają w miarę 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 lata 2018-19 przyniosą przyspieszenie). Lepiej niż w przypadku meksykańskiego konkurenta prezentuje się także przychód przypadający na 1 restaurację.

### Porównanie AmRest na tle Alsea

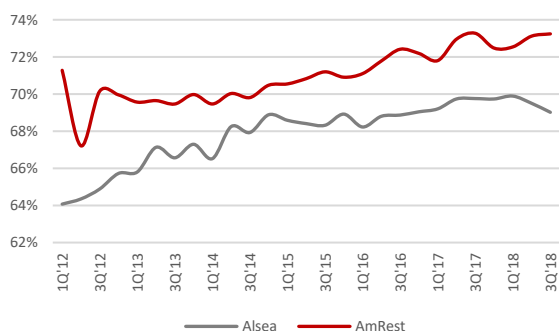
Porównanie przychodów obu grup [mln PLN]



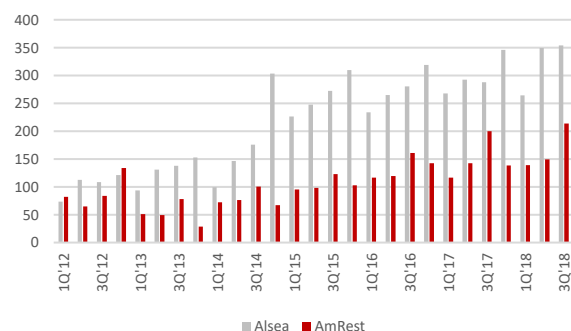
Dynamika przychodów r/r [%]



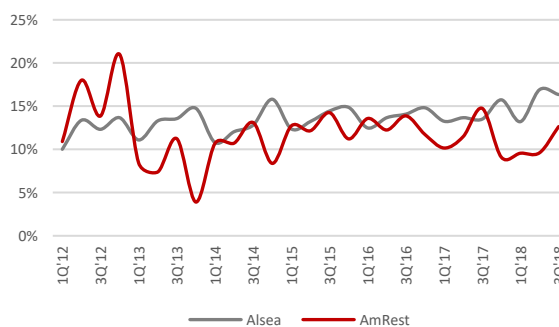
Marża brutto ze sprzedaży [%]



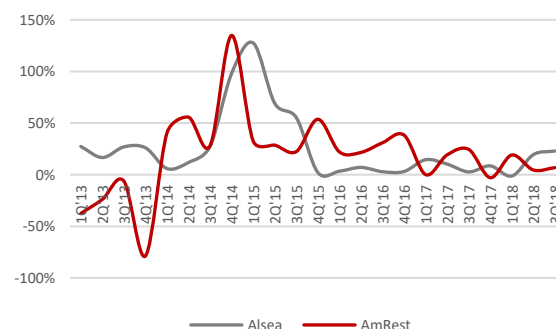
EBITDA [mln PLN]



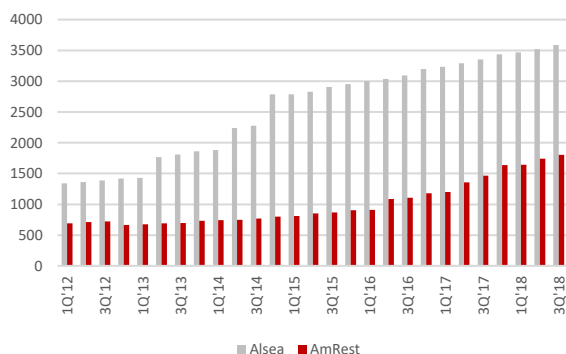
Marża EBITDA [%]



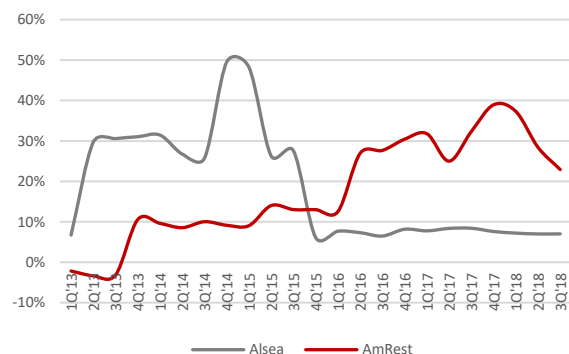
Dynamika EBITDA r/r [%]



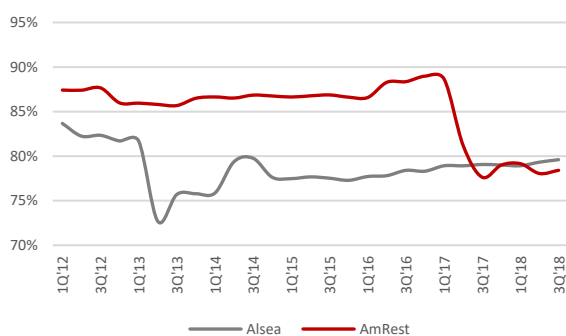
Liczba restauracji [szt.]



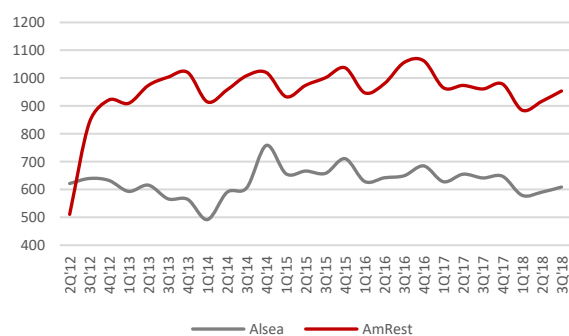
Dynamika otwarć r/r [%]



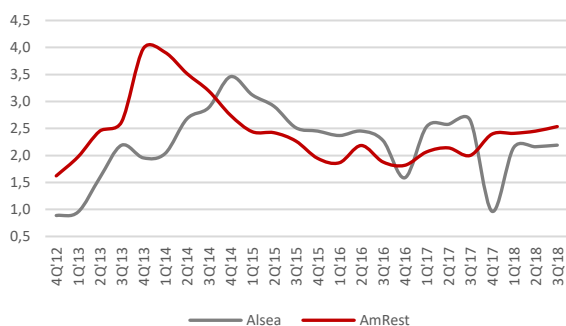
Udział lokali zarządzanych przez spółkę [%]



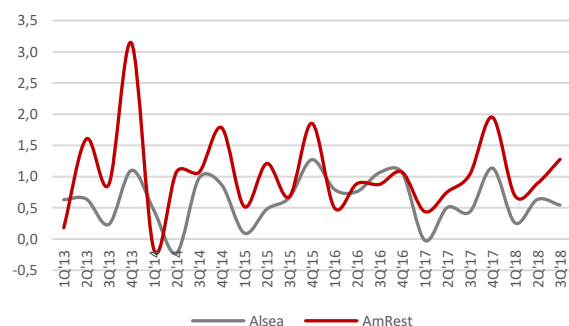
Przychód/lokal w ujęciu kwartalnym [tys. PLN]



Porównanie DN/EBITDA ltm



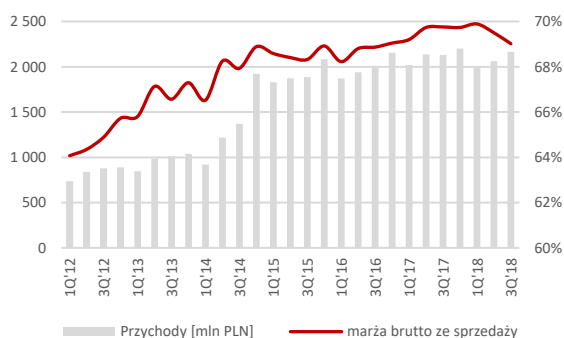
CF Operacyjny/EBITDA



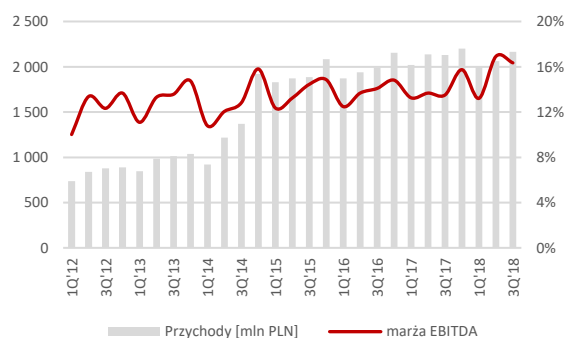
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki, Bloomberg

## Ogólne spojrzenie na Alsea

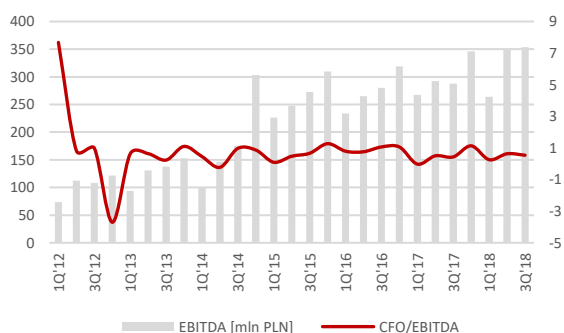
Marża brutto ze sprzedaży



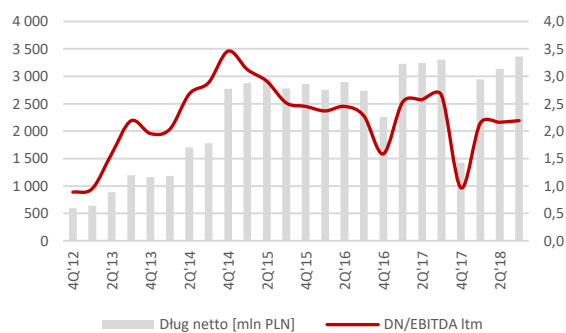
Marża EBITDA



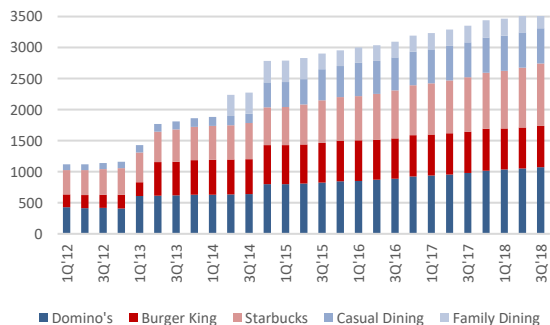
CF Operacyjny na tle EBITDA



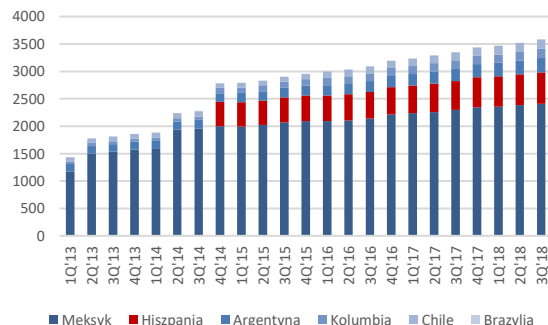
Dług netto/EBITDA ltm



Restauracje wg marek



Restauracje w podziale geograficznym

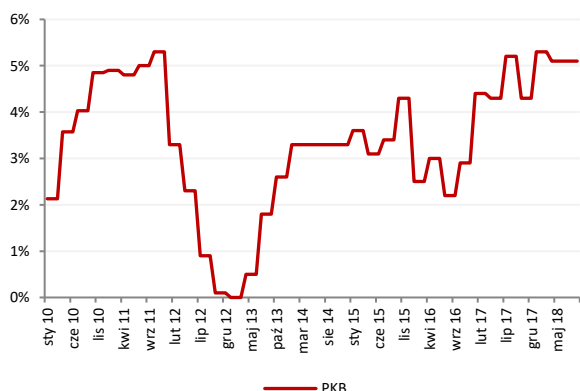


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Bloomberg

## OTOCZENIE RYNKOWE

Od początku 2013 roku poprawiał się optymizm konsumentów, co było widoczne po zmianie wskaźnika koniunktury konsumenckiej. Pozytywne odczucia można mieć obserwując wyniki sprzedaży detalicznej w obszarze placówek gastronomicznych – w '17 obroty zwiększyły się o 9,3%, po wzroście o ponad 12% w '16 (w '16 wydatki na restauracje i hotele odpowiadały za 4,4% wydatków gospodarstw domowych). Głównym czynnikiem stymulującym wzrost gospodarczy jest konsumpcja, którą napędza rządowy program 500+. W ostatnim czasie nieco osłabła inflacja – w listopadzie CPI wyniosło 1,2% r/r. W obszarze usług gastronomicznych ceny wzrosły o 3,1% r/r. Stopa bezrobocia utrzymuje się na rekordowo niskich poziomach – w maju wyniosła 5,7%. 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 7,7% r/r i +0,9% m/m; w gastronomii +9,2% r/r).

PKB [%]



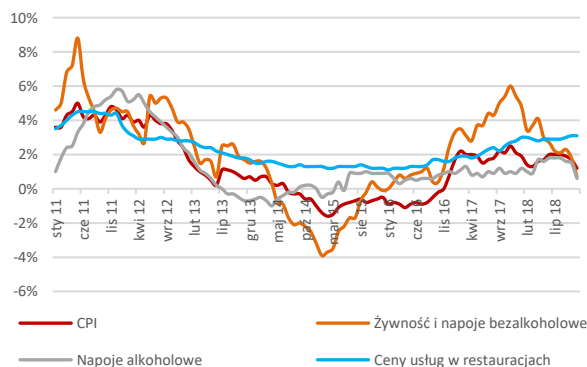
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Stopa bezrobocia [%]



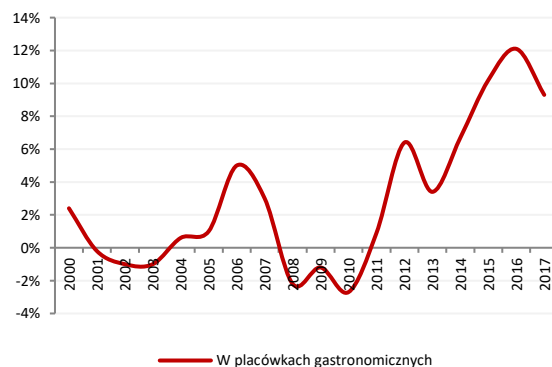
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Stopa inflacji [%]



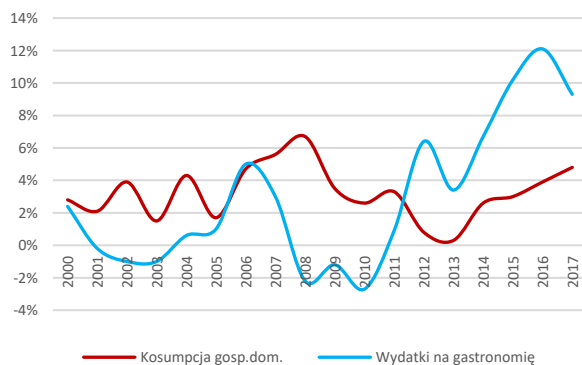
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Zmiana sprzedaży w placówkach gastronomicznych r/r [%]



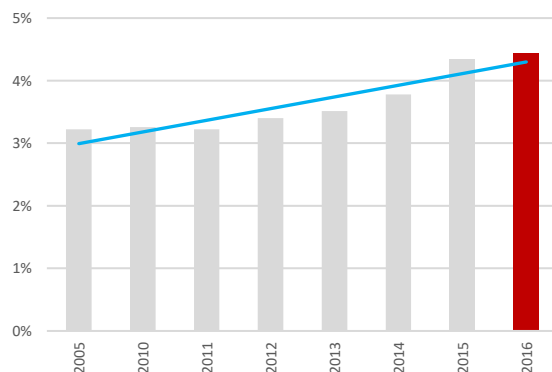
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika wydatków na gastronomię na tle spożycia indywidualnego [%]



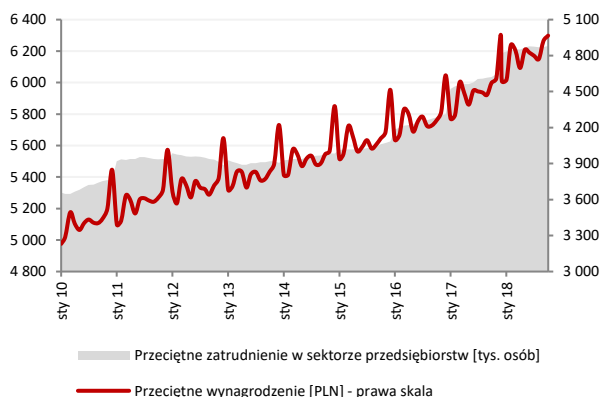
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

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



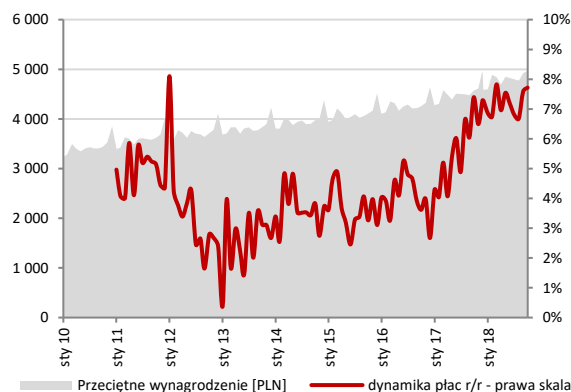
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Przeciętne zatrudnienie i płace w sektorze przedsiębiorstw



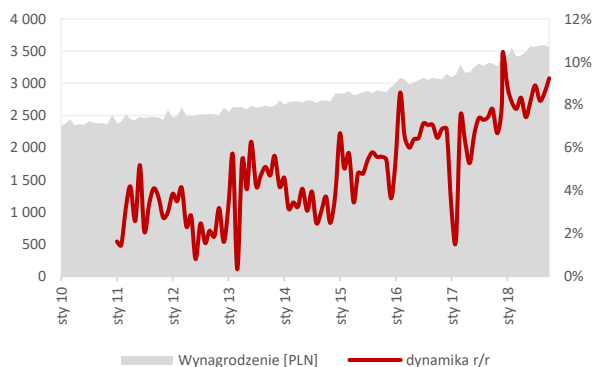
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika płac [%]



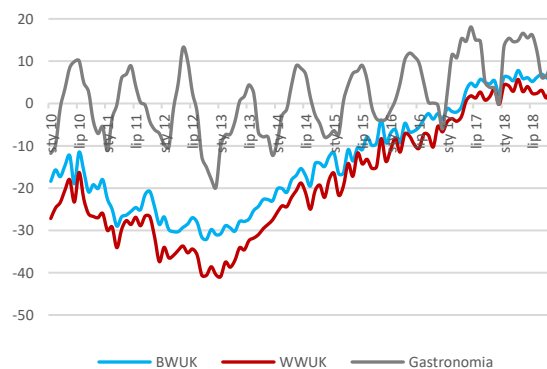
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

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



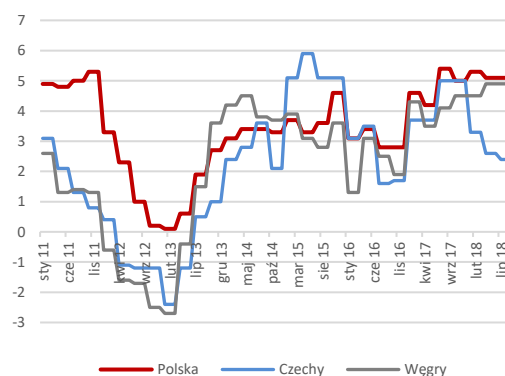
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kurs CNY/PLN



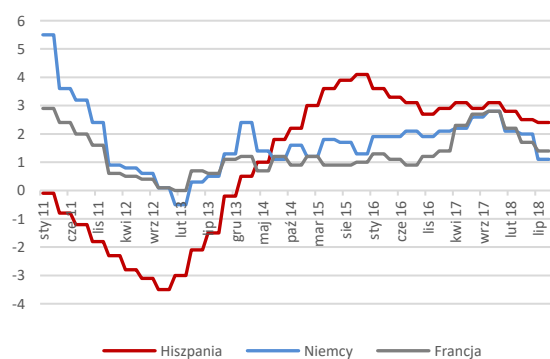
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Polsce, Czechach i na Węgrzech [%]



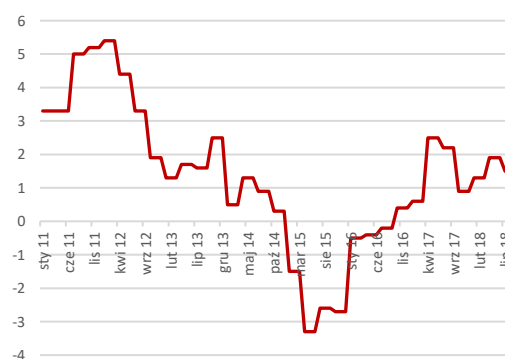
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Hiszpanii, Francji i Niemczech [%]



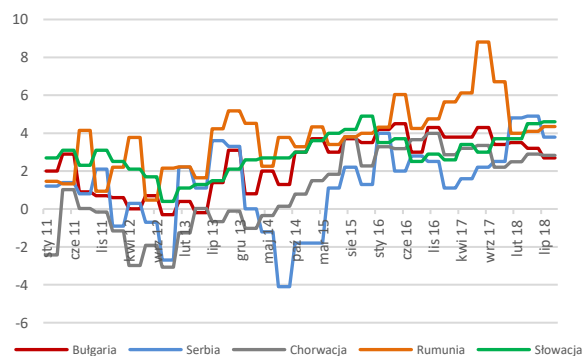
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Rosji [%]



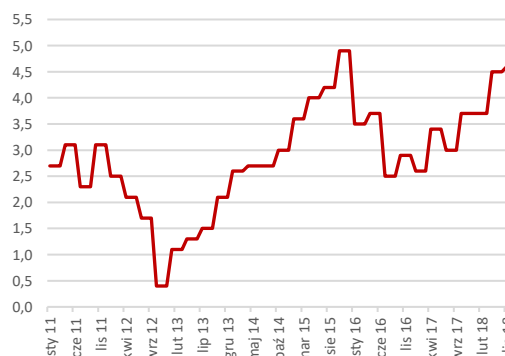
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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 złamałoby 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. **Finalnie wybrano koncepcję, w której handel będzie dozwolony w drugą i czwartą niedzielę miesiąca oraz w dwie niedziele poprzedzające Święta Bożego Narodzenia. Zakaz obowiązuje od 1 marca 2018 roku, natomiast w 2019 i 2020 roku ma objąć „brakujące” niedziele.**

Niedziele wyłączone z handlu w '18

| Wiedzieli wyłączone z handlu w 18 |            |               |             |            |               |
|-----------------------------------|------------|---------------|-------------|------------|---------------|
| Miesiąc                           | Dzień      | Liczba w m-cu | Miesiąc     | Dzień      | Liczba w m-cu |
| Maj                               | 13.05.2018 | 2             | Wrzesień    | 09.09.2018 | 3             |
|                                   | 20.05.2018 |               |             | 16.09.2018 |               |
| Czerwiec                          | 10.06.2018 | 2             |             | 23.09.2018 |               |
|                                   | 17.06.2018 |               | 14.10.2018  |            |               |
| Lipiec                            | 08.07.2018 | 3             | Październik | 21.10.2018 | 2             |
|                                   | 15.07.2018 |               | Listopad    | 11.11.2018 | 2             |
|                                   | 22.07.2018 |               |             | 18.11.2018 |               |
| Sierpień                          | 12.08.2018 | 2             | Grudzień    | 09.12.2018 | 1             |
|                                   | 19.08.2018 |               |             | -          |               |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

| Bilans [mln PLN]                          | 2016           | 2017           | 2018P          | 2019P          | 2020P           | 2021P           | 2022P           | 2023P           | 2024P           | 2025P           | 2026P           | 2027P           | 2028P           |
|-------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Aktywa trwałe, w tym:</b>              | <b>2 852,2</b> | <b>3 389,5</b> | <b>4 800,3</b> | <b>5 604,3</b> | <b>6 111,6</b>  | <b>6 512,8</b>  | <b>6 821,5</b>  | <b>7 043,5</b>  | <b>7 186,7</b>  | <b>7 266,8</b>  | <b>7 297,4</b>  | <b>7 284,6</b>  | <b>7 236,6</b>  |
| RzAT                                      | 1 343,7        | 1 690,2        | 2 644,4        | 3 443,1        | 3 936,6         | 4 317,7         | 4 600,7         | 4 791,9         | 4 900,1         | 4 941,3         | 4 930,0         | 4 872,7         | 4 778,1         |
| Wartość firmy                             | 769,1          | 909,3          | 1 218,9        | 1 218,9        | 1 218,9         | 1 218,9         | 1 218,9         | 1 218,9         | 1 218,9         | 1 218,9         | 1 218,9         | 1 218,9         | 1 218,9         |
| WNiP                                      | 604,1          | 612,7          | 622,0          | 627,2          | 641,1           | 661,1           | 686,8           | 717,6           | 752,7           | 791,5           | 833,4           | 877,8           | 924,4           |
| Nieruchomości inwestycyjne                | 22,2           | 22,2           | 22,3           | 22,3           | 22,3            | 22,3            | 22,3            | 22,3            | 22,3            | 22,3            | 22,3            | 22,3            | 22,3            |
| Pozostałe aktywa trwałe                   | 113,1          | 155,2          | 292,8          | 292,8          | 292,8           | 292,8           | 292,8           | 292,8           | 292,8           | 292,8           | 292,8           | 292,8           | 292,8           |
| <b>Aktywa obrotowe, w tym:</b>            | <b>588,8</b>   | <b>929,6</b>   | <b>759,8</b>   | <b>860,5</b>   | <b>915,6</b>    | <b>1 115,3</b>  | <b>1 249,9</b>  | <b>1 229,9</b>  | <b>1 312,5</b>  | <b>1 482,5</b>  | <b>1 514,0</b>  | <b>1 594,8</b>  | <b>1 717,7</b>  |
| Zapasy                                    | 82,1           | 93,6           | 157,8          | 200,2          | 239,5           | 274,0           | 309,1           | 344,8           | 380,2           | 415,2           | 449,9           | 484,3           | 518,4           |
| Należności                                | 99,4           | 162,0          | 259,4          | 327,2          | 388,9           | 441,9           | 495,4           | 549,2           | 602,0           | 653,7           | 704,4           | 754,2           | 803,1           |
| Środki pieniężne                          | 291,6          | 548,2          | 192,7          | 183,4          | 137,4           | 249,6           | 295,5           | 186,1           | 180,4           | 263,9           | 210,0           | 206,4           | 246,4           |
| Pozostałe aktywa obrotowe                 | 115,7          | 125,7          | 149,8          | 149,8          | 149,8           | 149,8           | 149,8           | 149,8           | 149,8           | 149,8           | 149,8           | 149,8           | 149,8           |
| <b>AKTYWA RAZEM</b>                       | <b>3 441,0</b> | <b>4 319,1</b> | <b>5 560,1</b> | <b>6 464,8</b> | <b>7 027,2</b>  | <b>7 628,2</b>  | <b>8 071,4</b>  | <b>8 273,4</b>  | <b>8 499,2</b>  | <b>8 749,3</b>  | <b>8 811,4</b>  | <b>8 879,3</b>  | <b>8 954,3</b>  |
| <b>Kapitał własny</b>                     | <b>1 376,6</b> | <b>1 345,6</b> | <b>1 834,4</b> | <b>2 208,4</b> | <b>2 686,3</b>  | <b>3 236,6</b>  | <b>3 860,8</b>  | <b>4 252,2</b>  | <b>4 680,0</b>  | <b>5 144,7</b>  | <b>5 432,4</b>  | <b>5 736,3</b>  | <b>6 057,4</b>  |
| <b>Zobowiązania długoterminowe</b>        | <b>1 216,7</b> | <b>2 009,8</b> | <b>2 625,5</b> | <b>2 875,5</b> | <b>2 763,8</b>  | <b>2 652,1</b>  | <b>2 317,1</b>  | <b>1 982,0</b>  | <b>1 647,0</b>  | <b>1 312,0</b>  | <b>976,9</b>    | <b>641,9</b>    | <b>306,9</b>    |
| Zadłużenie                                | 1 039,0        | 1 812,0        | 2 430,3        | 2 680,3        | 2 568,6         | 2 456,9         | 2 121,9         | 1 786,8         | 1 451,8         | 1 116,8         | 781,7           | 446,7           | 111,7           |
| Pozostałe zobowiązania                    | 177,7          | 197,8          | 195,2          | 195,2          | 195,2           | 195,2           | 195,2           | 195,2           | 195,2           | 195,2           | 195,2           | 195,2           | 195,2           |
| <b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>       | <b>847,6</b>   | <b>963,7</b>   | <b>1 100,3</b> | <b>1 380,9</b> | <b>1 577,2</b>  | <b>1 739,5</b>  | <b>1 893,5</b>  | <b>2 039,2</b>  | <b>2 172,2</b>  | <b>2 292,7</b>  | <b>2 402,0</b>  | <b>2 501,1</b>  | <b>2 590,0</b>  |
| Kredyty                                   | 223,3          | 157,9          | 11,1           | 11,1           | 0,0             | 0,0             | 0,0             | 0,0             | 0,0             | 0,0             | 0,0             | 0,0             | 0,0             |
| Zob. z tyt. dostaw i usług                | 614,9          | 779,8          | 1 044,2        | 1 324,8        | 1 532,3         | 1 694,5         | 1 848,6         | 1 994,3         | 2 127,3         | 2 247,7         | 2 357,1         | 2 456,1         | 2 545,1         |
| Pozostałe                                 | 9,4            | 26,0           | 44,9           | 44,9           | 44,9            | 44,9            | 44,9            | 44,9            | 44,9            | 44,9            | 44,9            | 44,9            | 44,9            |
| <b>PASYWA RAZEM</b>                       | <b>3 441,0</b> | <b>4 319,1</b> | <b>5 560,1</b> | <b>6 464,8</b> | <b>7 027,2</b>  | <b>7 628,2</b>  | <b>8 071,4</b>  | <b>8 273,4</b>  | <b>8 499,2</b>  | <b>8 749,3</b>  | <b>8 811,4</b>  | <b>8 879,3</b>  | <b>8 954,3</b>  |
|                                           |                |                |                |                |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| Rachunek zysków i strat [mln PLN]         | 2016           | 2017           | 2018P          | 2019P          | 2020P           | 2021P           | 2022P           | 2023P           | 2024P           | 2025P           | 2026P           | 2027P           | 2028P           |
| <b>Przychody</b>                          | <b>4 207,4</b> | <b>5 265,5</b> | <b>6 592,6</b> | <b>8 639,4</b> | <b>10 120,4</b> | <b>11 337,8</b> | <b>12 531,3</b> | <b>13 699,9</b> | <b>14 811,1</b> | <b>15 864,7</b> | <b>16 868,0</b> | <b>17 824,9</b> | <b>18 734,7</b> |
| Koszty i straty operacyjne                | 3 939,2        | 4 998,6        | 6 279,8        | 8 101,4        | 9 450,3         | 10 581,5        | 11 688,3        | 12 769,7        | 13 796,1        | 14 767,3        | 15 690,2        | 16 568,0        | 17 400,4        |
| Koszty działalności restauracji           | 3 481,8        | 4 398,3        | 5 537,4        | 7 219,6        | 8 425,7         | 9 442,9         | 10 440,4        | 11 417,3        | 12 347,2        | 13 229,4        | 14 070,3        | 14 872,8        | 15 636,5        |
| artykuły żywnościowe                      | 1 180,8        | 1 440,2        | 1 784,1        | 2 337,8        | 2 740,5         | 3 075,9         | 3 405,9         | 3 730,4         | 4 040,3         | 4 335,7         | 4 618,3         | 4 889,2         | 5 148,1         |
| wynagrodzenia                             | 908,7          | 1 200,1        | 1 585,2        | 2 121,6        | 2 423,9         | 2 714,7         | 2 999,4         | 3 277,9         | 3 542,4         | 3 792,9         | 4 031,3         | 4 258,3         | 4 473,9         |
| licencje                                  | 198,0          | 252,4          | 322,8          | 422,8          | 494,8           | 554,1           | 612,1           | 668,8           | 722,6           | 773,5           | 821,9           | 867,9           | 911,6           |
| najem                                     | 1 194,3        | 1 505,5        | 1 845,3        | 2 337,4        | 2 766,5         | 3 098,2         | 3 422,9         | 3 740,4         | 4 041,9         | 4 327,4         | 4 598,9         | 4 857,4         | 5 102,9         |
| Koszty franczyzowe                        | 168,6          | 213,8          | 264,4          | 343,0          | 404,6           | 456,5           | 507,7           | 558,0           | 606,4           | 652,8           | 697,3           | 739,8           | 780,2           |
| Koszty zarządu                            | 294,8          | 387,2          | 478,3          | 560,9          | 647,0           | 713,4           | 776,0           | 834,7           | 887,6           | 934,8           | 977,1           | 1 014,7         | 1 047,8         |
| Aktualizacja wartości aktywów             | 16,3           | 32,9           | 37,7           | 27,6           | 31,4            | 34,1            | 36,5            | 38,6            | 40,3            | 41,7            | 42,7            | 43,5            | 43,9            |
| PPO                                       | 22,3           | 33,5           | 38,0           | 49,8           | 58,4            | 65,4            | 72,3            | 79,0            | 85,4            | 91,5            | 97,3            | 102,8           | 108,0           |
| <b>EBITDA</b>                             | <b>539,2</b>   | <b>597,4</b>   | <b>688,8</b>   | <b>967,9</b>   | <b>1 150,5</b>  | <b>1 299,9</b>  | <b>1 436,1</b>  | <b>1 560,9</b>  | <b>1 672,1</b>  | <b>1 770,7</b>  | <b>1 859,2</b>  | <b>1 939,9</b>  | <b>2 013,4</b>  |
| <b>EBITDA ajd.*</b>                       | <b>555,6</b>   | <b>630,2</b>   | <b>726,5</b>   | <b>995,5</b>   | <b>1 181,9</b>  | <b>1 334,0</b>  | <b>1 472,6</b>  | <b>1 599,5</b>  | <b>1 712,5</b>  | <b>1 812,4</b>  | <b>1 902,0</b>  | <b>1 983,4</b>  | <b>2 057,3</b>  |
| EBIT                                      | 268,2          | 266,9          | 312,8          | 538,1          | 670,1           | 756,3           | 843,0           | 930,2           | 1 015,0         | 1 097,4         | 1 177,8         | 1 256,9         | 1 334,3         |
| Saldo finansowe                           | -44,8          | -56,2          | -62,0          | -76,3          | -80,2           | -76,9           | -72,3           | -61,7           | -52,6           | -42,5           | -31,4           | -21,8           | -11,7           |
| Udział w zyskach JV                       | 0,1            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0             | 0,0             | 0,0             | 0,0             | 0,0             | 0,0             | 0,0             | 0,0             | 0,0             |
| Wynik brutto                              | 223,5          | 210,6          | 250,8          | 461,8          | 589,9           | 679,4           | 770,7           | 868,5           | 962,4           | 1 054,9         | 1 146,4         | 1 235,0         | 1 322,6         |
| Wynik netto                               | 190,7          | 181,3          | 189,3          | 374,0          | 477,9           | 550,3           | 624,2           | 703,5           | 779,5           | 854,4           | 928,6           | 1 000,4         | 1 071,3         |
|                                           |                |                |                |                |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN] | 2016           | 2017           | 2018P          | 2019P          | 2020P           | 2021P           | 2022P           | 2023P           | 2024P           | 2025P           | 2026P           | 2027P           | 2028P           |
| CF operacyjny                             | 456,9          | 634,8          | 722,9          | 1 002,0        | 1 096,0         | 1 202,7         | 1 319,3         | 1 429,0         | 1 521,8         | 1 603,3         | 1 676,7         | 1 741,7         | 1 800,3         |
| CF inwestycyjny                           | -539,1         | -979,8         | -1 771,9       | -1 261,4       | -1 019,1        | -978,9          | -938,3          | -891,3          | -840,6          | -795,1          | -754,7          | -713,7          | -675,1          |
| CF finansowy                              | 66,1           | 587,9          | 654,3          | 250,0          | -122,8          | -111,7          | -335,0          | -647,2          | -686,8          | -724,8          | -975,9          | -1 031,5        | -1 085,3        |
| CF netto                                  | -16,1          | 242,9          | -394,6         | -9,4           | -46,0           | 112,2           | 46,0            | -109,5          | -5,6            | 83,5            | -53,9           | -3,5            | 39,9            |
| Środki pieniężne na początek okresu       | 317,9          | 291,6          | 548,2          | 192,7          | 183,4           | 137,4           | 249,6           | 295,5           | 186,1           | 180,4           | 263,9           | 210,0           | 206,4           |
| Środki pieniężne na koniec okresu         | 291,6          | 548,2          | 192,7          | 183,4          | 137,4           | 249,6           | 295,5           | 186,1           | 180,4           | 263,9           | 210,0           | 206,4           | 246,4           |

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

**Wskaźniki rynkowe**

| <b>Dane finansowe</b>       | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018P</b> | <b>2019P</b> | <b>2020P</b> | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> | <b>2024P</b> | <b>2025P</b> | <b>2026P</b> | <b>2027P</b> | <b>2028P</b> |
|-----------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody zmiana r/r        | 26,0%       | 25,1%       | 25,2%        | 31,0%        | 17,1%        | 12,0%        | 10,5%        | 9,3%         | 8,1%         | 7,1%         | 6,3%         | 5,7%         | 5,1%         |
| EBITDA zmiana r/r           | 28,5%       | 10,8%       | 15,3%        | 40,5%        | 18,9%        | 13,0%        | 10,5%        | 8,7%         | 7,1%         | 5,9%         | 5,0%         | 4,3%         | 3,8%         |
| EBITDA adj. zmiana r/r*     | 27,3%       | 13,4%       | 15,3%        | 37,0%        | 18,7%        | 12,9%        | 10,4%        | 8,6%         | 7,1%         | 5,8%         | 4,9%         | 4,3%         | 3,7%         |
| EBIT zmiana r/r             | 37,0%       | -0,5%       | 17,2%        | 72,0%        | 24,5%        | 12,9%        | 11,5%        | 10,3%        | 9,1%         | 8,1%         | 7,3%         | 6,7%         | 6,2%         |
| Wynik netto zmiana r/r      | 21,2%       | -4,9%       | 4,4%         | 97,6%        | 27,8%        | 15,2%        | 13,4%        | 12,7%        | 10,8%        | 9,6%         | 8,7%         | 7,7%         | 7,1%         |
| Marża brutto ze sprzedaży   | 71,9%       | 72,6%       | 72,9%        | 72,9%        | 72,9%        | 72,9%        | 72,8%        | 72,8%        | 72,7%        | 72,7%        | 72,6%        | 72,6%        | 72,5%        |
| Marża EBITDA                | 12,8%       | 11,3%       | 10,4%        | 11,2%        | 11,4%        | 11,5%        | 11,5%        | 11,4%        | 11,3%        | 11,2%        | 11,0%        | 10,9%        | 10,7%        |
| Marża EBITDA adj.*          | 13,2%       | 12,0%       | 11,0%        | 11,5%        | 11,7%        | 11,8%        | 11,8%        | 11,7%        | 11,6%        | 11,4%        | 11,3%        | 11,1%        | 11,0%        |
| Marża EBIT                  | 6,4%        | 5,1%        | 4,7%         | 6,2%         | 6,6%         | 6,7%         | 6,7%         | 6,8%         | 6,9%         | 6,9%         | 7,0%         | 7,1%         | 7,1%         |
| Marża netto                 | 4,5%        | 3,4%        | 2,9%         | 4,3%         | 4,7%         | 4,9%         | 5,0%         | 5,1%         | 5,3%         | 5,4%         | 5,5%         | 5,6%         | 5,7%         |
| ROE                         | 13,9%       | 13,5%       | 10,3%        | 16,9%        | 17,8%        | 17,0%        | 16,2%        | 16,5%        | 16,7%        | 16,6%        | 17,1%        | 17,4%        | 17,7%        |
| ROA                         | 5,5%        | 4,2%        | 3,4%         | 5,8%         | 6,8%         | 7,2%         | 7,7%         | 8,5%         | 9,2%         | 9,8%         | 10,5%        | 11,3%        | 12,0%        |
| Dług                        | 1 271,8     | 1 978,6     | 2 449,1      | 2 699,1      | 2 576,3      | 2 464,6      | 2 129,6      | 1 794,5      | 1 459,5      | 1 124,5      | 789,4        | 454,4        | 119,4        |
| D/(D+E)                     | 48,0%       | 59,5%       | 57,2%        | 55,0%        | 49,0%        | 43,2%        | 35,5%        | 29,7%        | 23,8%        | 17,9%        | 12,7%        | 7,3%         | 1,9%         |
| D/E                         | 92,4%       | 147,0%      | 133,5%       | 122,2%       | 95,9%        | 76,1%        | 55,2%        | 42,2%        | 31,2%        | 21,9%        | 14,5%        | 7,9%         | 2,0%         |
| Odsetki/EBIT                | 17,9%       | 22,3%       | 21,2%        | 14,5%        | 12,2%        | 10,4%        | 8,9%         | 7,0%         | 5,4%         | 4,0%         | 2,9%         | 1,9%         | 1,0%         |
| Dług/Kapitał własny         | 92,4%       | 147,0%      | 133,5%       | 122,2%       | 95,9%        | 76,1%        | 55,2%        | 42,2%        | 31,2%        | 21,9%        | 14,5%        | 7,9%         | 2,0%         |
| Dług netto                  | 980,2       | 1 430,4     | 2 256,4      | 2 515,7      | 2 438,9      | 2 215,1      | 1 834,1      | 1 608,5      | 1 279,1      | 860,6        | 579,5        | 248,0        | -127,0       |
| Dług netto/Kapitał własny   | 0,7         | 1,1         | 1,2          | 1,1          | 0,9          | 0,7          | 0,5          | 0,4          | 0,3          | 0,2          | 0,1          | 0,0          | 0,0          |
| Dług netto/EBITDA rap.      | 1,8         | 2,4         | 3,3          | 2,6          | 2,1          | 1,7          | 1,3          | 1,0          | 0,8          | 0,5          | 0,3          | 0,1          | -0,1         |
| Dług netto/EBIT             | 3,7         | 5,4         | 7,2          | 4,7          | 3,6          | 2,9          | 2,2          | 1,7          | 1,3          | 0,8          | 0,5          | 0,2          | -0,1         |
| EV                          | 9 235,4     | 9 685,6     | 10 511,6     | 10 771,0     | 10 694,1     | 10 470,3     | 10 089,3     | 9 863,7      | 9 534,3      | 9 115,8      | 8 834,7      | 8 503,2      | 8 128,3      |
| Dług/EV                     | 13,8%       | 20,4%       | 23,3%        | 25,1%        | 24,1%        | 23,5%        | 21,1%        | 18,2%        | 15,3%        | 12,3%        | 8,9%         | 5,3%         | 1,5%         |
| CAPEX/Przychody             | 9,6%        | 11,1%       | 12,9%        | 14,6%        | 10,1%        | 8,6%         | 7,5%         | 6,5%         | 5,7%         | 5,0%         | 4,5%         | 4,0%         | 3,6%         |
| CAPEX/Amortyzacja           | 148,5%      | 176,7%      | 225,9%       | 293,4%       | 212,1%       | 180,1%       | 158,2%       | 141,3%       | 127,9%       | 118,1%       | 110,8%       | 104,5%       | 99,4%        |
| Amortyzacja/Przychody       | 6,4%        | 6,3%        | 5,7%         | 5,0%         | 4,7%         | 4,8%         | 4,7%         | 4,6%         | 4,4%         | 4,2%         | 4,0%         | 3,8%         | 3,6%         |
| Zmiana KO/Przychody         | 3,0%        | 1,7%        | 1,6%         | 2,0%         | 1,1%         | 0,7%         | 0,5%         | 0,4%         | 0,3%         | 0,2%         | 0,1%         | 0,1%         | 0,0%         |
| Zmiana KO/Zmiana przychodów | 14,7%       | 8,6%        | 7,7%         | 8,3%         | 7,2%         | 6,1%         | 5,5%         | 4,8%         | 4,0%         | 3,2%         | 2,4%         | 1,5%         | 0,7%         |
| <b>Wskaźniki rynkowe</b>    | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018P</b> | <b>2019P</b> | <b>2020P</b> | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> | <b>2024P</b> | <b>2025P</b> | <b>2026P</b> | <b>2027P</b> | <b>2028P</b> |
| MC/S                        | 2,0         | 1,6         | 1,3          | 1,0          | 0,8          | 0,7          | 0,7          | 0,6          | 0,6          | 0,5          | 0,5          | 0,5          | 0,4          |
| P/E                         | 43,3        | 45,5        | 43,6         | 22,1         | 17,3         | 15,0         | 13,2         | 11,7         | 10,6         | 9,7          | 8,9          | 8,3          | 7,7          |
| P/BV                        | 6,0         | 6,1         | 4,5          | 3,7          | 3,1          | 2,6          | 2,1          | 1,9          | 1,8          | 1,6          | 1,5          | 1,4          | 1,4          |
| P/CE                        | 17,1        | 11,3        | 21,6         | 14,8         | 13,4         | 10,3         | 9,0          | 9,3          | 8,6          | 7,4          | 7,3          | 6,8          | 6,3          |
| EV/EBITDA                   | 17,1        | 16,2        | 15,3         | 11,1         | 9,3          | 8,1          | 7,0          | 6,3          | 5,7          | 5,1          | 4,8          | 4,4          | 4,0          |
| EV/EBITDA adj.*             | 16,6        | 15,4        | 14,5         | 10,8         | 9,0          | 7,8          | 6,9          | 6,2          | 5,6          | 5,0          | 4,6          | 4,3          | 4,0          |
| EV/EBIT                     | 34,4        | 36,3        | 33,6         | 20,0         | 16,0         | 13,8         | 12,0         | 10,6         | 9,4          | 8,3          | 7,5          | 6,8          | 6,1          |
| EV/S                        | 2,2         | 1,8         | 1,6          | 1,2          | 1,1          | 0,9          | 0,8          | 0,7          | 0,6          | 0,6          | 0,5          | 0,5          | 0,4          |
| BVPS                        | 6,3         | 6,1         | 8,4          | 10,1         | 12,2         | 14,7         | 17,6         | 19,4         | 21,3         | 23,4         | 24,7         | 26,1         | 27,6         |
| EPS                         | 0,9         | 0,8         | 0,9          | 1,7          | 2,2          | 2,5          | 2,8          | 3,2          | 3,6          | 3,9          | 4,2          | 4,6          | 4,9          |
| CEPS                        | 2,2         | 3,3         | 1,7          | 2,5          | 2,8          | 3,6          | 4,2          | 4,1          | 4,4          | 5,1          | 5,2          | 5,5          | 6,0          |
| Dywidenda [mln PLN]         | 2,0         | 3,7         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 312,1        | 351,7        | 389,8        | 640,8        | 696,4        | 750,3        |
| DPS                         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 1,4          | 1,6          | 1,8          | 2,9          | 3,2          | 3,4          |
| Dywid                       | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 3,8%         | 4,3%         | 4,7%         | 7,8%         | 8,4%         | 9,1%         |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 37,6 PLN; \*korekta o aktualizację wartości aktywów

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**

**Krzysztof Pado**

Dyrektor Wydziału  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 20-81-432  
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl  
Strategia, 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

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**

**Leszek Mackiewicz**

Dyrektor Wydziału  
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           |
|--------------|-------------------------|-------------------------|--------------------------------|-------------------|--------------------|-------------|---------------|
| <b>Kupuj</b> | <b>47,2</b>             | <b>Kupuj</b>            | <b>50,1 (split akcji 1:10)</b> | <b>24.01.2019</b> | <b>12:10 CEST</b>  | <b>37,6</b> | <b>60 911</b> |
| Kupuj        | 50,1 (split akcji 1:10) | ---                     | ---                            | 26.01.2018        | 14:40 CEST         | 41,8        | 66 562        |

#### 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.

#### Słabe i silne 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'19*: |        |     | , 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                                                      | 1      | 50% | 1                                                                                                                                                             | 50% |
| Akumuluj                                                   | 0      | 0%  | 0                                                                                                                                                             | 0%  |
| Trzymaj                                                    | 1      | 50% | 1                                                                                                                                                             | 50% |
| 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](http://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 jakiejkolwiek 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 jakiegokolwiek 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 aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, 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 jakiegokolwiek 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 24.01.2019 roku (12:10 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 29.01.2019 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 wyczytane 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 rekomendację 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 zbieżne 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 24.01.2019 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane? Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiejkolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

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 zaistnieć 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.