

Trzymaj, 339,00 PLN

Podniesiona z: Sprzedaj

Szybki wzrost na cienkiej marży

Ze względu na ostatnie akwizycje oraz przyspieszone tempo rozwoju organicznego (powyżej 200 otwarć rocznie) podwyższamy nasze prognozy finansowe na najbliższe lata. Jednak utrzymanie 20% wzrostu zysku EBITDA w 2017 r. wydaje się być wyzwaniem, zważywszy na wyniki 1Q17, które pokazały istotny wzrost kosztów osobowych w grupie oraz rozwodnienie marży EBITDA związane z konsolidacją przejętych biznesów. Ponadto wysoki CAPEX będzie obciążał generowane FCF. Z drugiej jednak strony widzimy pozytywne tendencje na kosztach produktów, a umocnienie złotówki powinno przełożyć się na oszczędności na czynszach. Ryzykiem pozostaje potencjalne wprowadzenie zakazu handlu w niedzielę oraz stosowanie 5% stawki VAT na sprzedaż dań na wynos. Podwyższamy rekomendację do TRZYMAJ i cenę docelową do 339 PLN na akcję.

Podwyższamy nasze prognozy otwarć na lata 2017-2020

Zgodnie z zapowiedziami spółki przyspieszamy tempo rozwoju organicznego i zakładamy średnioroczne tempo nowych otwarć w latach 2017-2020 na poziomie 210 lokali (poprzednio 150 lokali). Potencjał do dalszego wzrostu widzimy wciąż na wszystkich rynkach, a uzyskanie praw master-franczyzobiorcy PH na rynkach rosyjskim, niemieckim i francuskim dodatkowo poprawiają perspektywę biznesu.

Rozczarowujące wyniki 1Q17 rzucają cień na cel 20% wzrostu zysku EBITDA

W wynikach 1Q17 uwidoczniła się presja kosztowa (wzrost płacy minimalnej w regionie) oraz wyraźnie widać rozwodnienie marży EBITDA ze względu na integrację przejętych biznesów, które naszym zdaniem będzie widoczne również i w kolejnych kwartałach. Ponadto przez pierwsze 5 miesięcy 2017 AmRest podpisał umowy na przejęcie 256 restauracji, w tym 189 franczyzowych, co rozwdni marżę EBITDA w grupie.

Wysoki CAPEX obniża FCF

Ze względu na ambitny plan nowych otwarć (oraz przejęcia w 2017), nakłady inwestycyjne będą utrzymywać się na poziomie średniorocznym powyżej 700 mln PLN (powyżej 800 mln PLN w 2017 r.) co obciążą FCF. Po 1Q17 dług netto wzrósł do poziomu powyżej 1,1 mld PLN (2x EBITDA).

Podwyższamy rekomendację do TRZYMAJ z ceną docelową 339 PLN na akcję

mln PLN	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	3 339	4 207	5 571	6 932	8 044
EBITDA	420	539	616	785	968
Skorygowana EBITDA	453	556	628	806	992
EBIT	196	268	306	415	545
Zysk netto	160	191	206	293	398
P/E	20,0	25,3	34,9	24,5	18,1
P/BV	2,9	3,5	4,5	3,8	3,3
EV/EBITDA	11,5	13,5	13,7	10,7	8,7
EPS	7,54	8,98	9,69	13,83	18,75
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-	-	-98	58	153

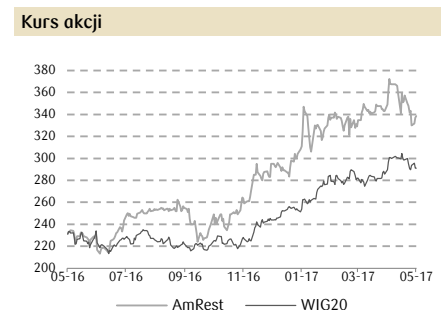
P - Prognozy DM PKO BP

Informacje	
Kurs akcji (PLN)	338,55
Upside	0%
Liczba akcji (mn)	21,21
Kapitalizacja (mln PLN)	7 181,96
Free float	25%
Free float (mln PLN)	1 776,82
Free float (mln USD)	474,55
EV (mln PLN)	8 447,12
Dług netto (mln PLN)	1 265,16

Dywidenda	
Stopa dywidendy (%)	0,0%
Odcięcie dywidendy	-

Akcjonariusze	% Akcji
Fcapital Dutch B.V.	61,85
Nationale-Nederlanden OFE	9,59
Aviva OFE	3,82
-	-

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Sprzedaj	19-12-16 257,00
Kupuj	11-07-16 276,80



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	1,9%	-3,0%
3 miesiące	2,3%	0,5%
6 miesięcy	28,5%	28,5%
12 miesięcy	26,9%	46,6%
Min 52 tyg. PLN		213,35
Max 52 tyg. PLN		372,45
Średni dzienny obrót mln PLN	Invalid operation	

Analitik	
Adrian Skłodowski	
+48 22 521 87 23	
adrian.sklodowski@pkobp.pl	

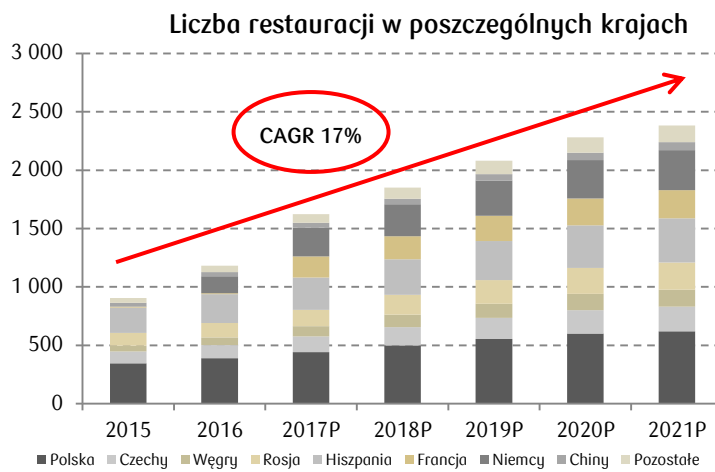
Adres:	
Dom Maklerski PKO Banku Polskiego	
ul. Puławska 15	
02-515 Warszawa	

Argumenty inwestycyjne

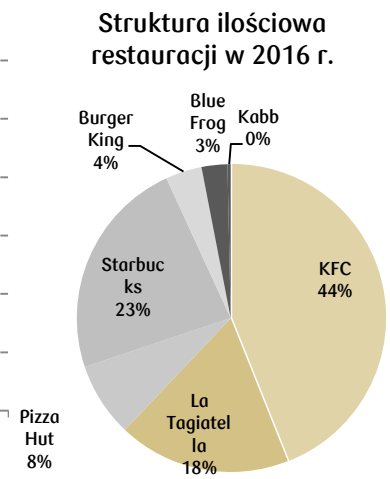
- Podwyższamy nasze prognozy otwarć na lata 2017-2020, średnio-rocznie 210 nowych otwarć
- Rozczarowujące wyniki za 1Q17 – presja płacowa i konsolidacja przejętych biznesów rozładniają marżę EBITDA w grupie
- Wzrost przez akwizycje – przyspieszenie wzrostu na rynkach Europy Zachodniej i zacieśnianie współpracy z YAM
- Budowanie sprzedaży w kanale delivery
- Rosnący CAPEX obniża FCF, rosnący dług

Przyspieszenie tempa nowych otwarć, średniorocznie 210 restauracji w latach 2017-2020

Zgodnie z zapowiedziami spółki przyspieszamy tempo rozwoju organicznego i zakładamy średnioroczne tempo nowych otwarć w latach 2017-2020 na poziomie 210 lokali (poprzednio 150 lokali). W 2021 r. zakładamy normalizację otwarć na poziomie 100 lokali rocznie. W 2017 r. spółka planuje otworzyć ponad 200 restauracji, a w scenariuszu bazowym utrzymać to tempo w następnych latach. Od początku roku, do 18 maja spółka otworzyła 34 nowe restauracje.



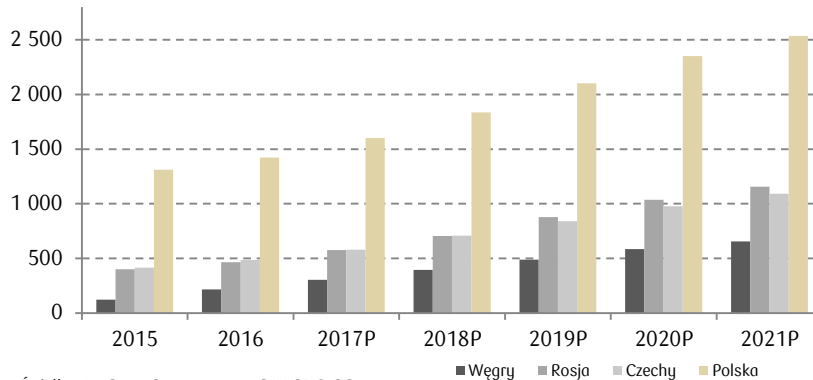
Źródło: AmRest, P - prognoza DM PKO BP



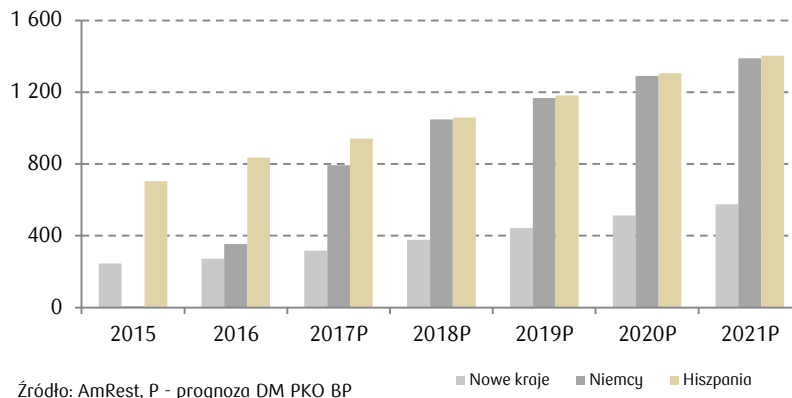
Źródło: AmRest

Potencjał do dalszego wzrostu widzimy na wszystkich rynkach, w szczególności w Europie Środkowo-Wschodniej czy Hiszpanii oraz w Bułgarii, Serbii, Chorwacji, Rumunii i Słowacji gdzie powinien być wciąż widoczny efekt niskiej bazy. Ponadto w kwietniu 2017 AmRest poinformował, że planuje rozwój marki KFC w Austrii i zamierza otworzyć tam pierwszą restaurację do końca 2017.

Europa Środkowo - Wschodnia: Przychody w mln PLN



Europa Zachodnia i Południowa: Przychody w mln PLN



W 2016 roku sieć AmRest powiększyła się o 277 restauracji, dochodząc do poziomu 1181 lokali, co implikuje +31% wzrostu wobec 2015 r. Spółka urosła organicznie o 146 restauracji (+16% y/y), ponadto w 2Q16 AmRest przejął 144 restauracje Starbucks w Niemczech za kwotę 41 mln EUR (EV/SALES 0.3x; EV/EBITDA 6.8x), a na początku grudnia 15 restauracji KFC w Niemczech za kwotę 10,3 mln EUR (EV/SALES 0,4x), konsolidowane od marca 2017 r.

Słabe wyniki 1Q17 – czy presja płacowa i integracja biznesów po przejęciach trwale obniżą marżę EBITDA?

AmRest pokazał rozczarowujące wyniki za 1Q17, poniżej konsensusu i naszych oczekiwań.

mln PLN	I kw. 2016	I kw. 2017	r/r	Konsensus	Różnica	Prognoza I kw. 2017	Różnica
Przychody	858.2	1,147.4	34%	1,149.0	0%	1,168.7	-2%
EBITDA	116.6	117.1	0%	133.9	-13%	140.0	-16%
EBIT	55.2	40.1	-27%	60.4	-34%	64.0	-37%
Zysk netto	39.8	20.6	-48%	40.6	-49%	42.8	-52%
Marża EBITDA	13.6%	10.2%		11.7%		12.0%	
Marża EBIT	6.4%	3.5%		5.3%		5.5%	
Marża netto	4.6%	1.8%		3.5%		3.7%	

Źródło: DM PKO BP

Przychody w 1Q17 były zgodne z wcześniej zaraportowanymi danymi o przedwstępnej sprzedaży:

- Wzrost przychodów miał miejsce na wszystkich rynkach: w Polsce przychody urosły o 9% r/r, do kwoty 359m PLN (+45 otwarć), w Czechach +15% r/r, osiągając wartość 125m PLN (+12 otwarć), na Węgrzech +43% r/r do 64m PLN (+17 otwarć), na pozostałym rynkach CEE przychody urosły o 23% r/r osiągając wartość 36m PLN.
- W Rosji sprzedaż urosła o 55% r/r, do kwoty 138m PLN (19% r/r w walucie lokalnej, 21m PLN wpływu umacniającego się RUB), w Hiszpanii +7% y/y do kwoty 211m PLN.
- W Niemczech przychody wzrosły do kwoty 136m PLN, głównie ze względu na konsolidację dwóch sieci: Starbucks'a przejętego w 2Q16 i 15 restauracji KFC w 1Q17.
- Wzrost przychodów na nowych rynkach o 24% wynikał głównie z poprawy na rynku Chińskim, gdzie przychody wzrosły o 18% r/r.
- Wyłączając konsolidację biznesów w Niemczech (Starbucks i KFC), przychody w 1Q17 wzrosły o 18% wobec 1Q16 w grupie AmRest.

Jednak zaraportowane wyniki na poziomie zysku EBITDA były istotnie poniżej oczekiwań. Marża EBITDA w grupie spadła o 3,4pp r/r do poziomu 10,2%, głównie ze względu na konsolidację biznesów w Niemczech (Starbucks i KFC) i rosnące koszty: koszty pracy wzrosły o 51% r/r (15% wzrost kosztów pracy na restaurację), licencje i opłaty (+42% r/r) i koszty wynajmu (+38% r/r).

- Skorygowana EBITDA grupy o negatywny wpływ niemieckich akwizycji wyniosła 132m PLN w 1Q17 i była o 13,7% wyższa r/r (skorygowana marża EBITDA spadła o 0,5pp r/r).
- EBITDA w Polsce spadła o 12% r/r i wyniosła 37m PLN (marża EBITDA spadła o 2,4pp r/r), głównie ze względu na rosnące koszty pracy; w Czechach EBITDA wzrosła o 17% r/r do poziomu 23m PLN (marża wzrosła o 0,4pp r/r); na Węgrzech głównie ze względu na rosnącą bazę restauracji EBITDA wzrosła o 47% r/r, a marża o 0,5pp r/r.
- W całym regionie CEE EBITDA wzrosła zaledwie o 6% r/r do poziomu 78m PLN (na marży EBITDA 13,3%, co implikuje spadek o 1,3pp r/r).
- EBITDA w Rosji wzrosła o 33% y/y do 10,6m PLN, przy niższej marży na poziomie 7,7%. Umocniający się rubel istotnie podwyższył również koszty działalności dywizji rosyjskiej (relatywnie wyższe koszty pracy).
- **Na rynkach Europy Zachodniej EBITDA spadła o 26% r/r do poziomu 28m PLN.**
 - AmRest zaraportował istotny spadek wyniku na działalności w Niemczech, 13,6m PLN straty na poziomie EBITDA (wobec 0,8m PLN straty w 1Q16) oraz 1,3m PLN

straty na pozostałych rynkach Europy Zachodniej. Obecnie sieć Starbucks i KFC są tam w procesie integracji i generują istotnie niższe marże niż pierwotnie tego oczekiwaliśmy.

- Stabilne wzrosty pokazał rynek hiszpański, gdzie EBITDA wzrosła o 10% r/r do poziomu 43m PLN.
- Bardzo ładny wyniki wygenerowały restauracje na rynku Chińskim, gdzie w kwartale AmRest zaraportował 3,5m PLN zysku EBITDA (wobec 0,5m PLN straty w 1Q16), a marża osiągnęła 5,9%.

W wynikach pierwszego kwartału widać kontynuację wzrostu przychodów, po konsolidacji sieci Starbucks w 2Q16 i 15 restauracji KFC w Niemczech w 1Q17 (3Q16 +153m PLN; 4Q16 +143m PLN; 1Q17 +136m PLN). Z drugiej jednak strony **tak silnie ujemny wynik na biznesie niemieckim (13,6m PLN starty EBITDA) jest jednak sporym zaskoczeniem i pozwala przypuszczać, że proces integracji przejmowanych biznesów będzie trwać dłużej niż pierwotnie zakładaliśmy, a ich wyniki w tym czasie będą rozładniały marżę EBITDA w grupie.**

Liczby pokazują, że CEE market generujący 51% skonsolidowanych przychodów pozostaje wciąż solidnym motorem wzrostu przychodów (+14% r/r). Jednak **na wszystkich rynkach CEE obserwowana jest presja na wynagrodzenia. W Polsce ten wpływ jest największy, marża EBITDA spadła o 2,4pp r/r do poziomu najniższego od 16 kwartałów.**

W Rosji, za sprawą umacniającego się rubla przychody (+55% r/r) i koszty istotnie rosły w 1Q17, w konsekwencji EBITDA urosła o 33% r/r. Rynek rosyjski będzie dalej rozwijał się organicznie.

Spodziewamy się, że tendencje z 1Q17 będą się utrzymywać w całym 2017 r. wzrost wynagrodzeń będzie widoczny we wszystkich kwartałach, dodatkowo spodziewamy się również wzrostu kosztów wynajmu w 2Q17 i 3Q17 po konsolidacji zakupionych biznesów we Francji (sieć 123 restauracji PH i 42 restauracji KFC) oraz 76 restauracji PH w Niemczech. Z drugiej strony spółka bardzo ładnie zarządza kosztami produktowymi, co w połączeniu z rosnącą skalą działalności powinno wciąż przynosić oszczędności. Ponadto ze względu na ambitny plan nowych otwarć oraz akwizycje, CAPEX istotnie wzrośnie powyżej 700m PLN, co będzie obciążać generowane FCF.

W naszej ocenie relatywnie duża liczba przejętych (256 na połowę maja) i skonsolidowanych w 2017 r. restauracji wpłynęła na rozwodnienie marży EBITDA, co jednak powinno procentować w przyszłości.

Intensyfikacja przejęć (M&A) i zacieśnianie współpracy z YAM

Spodziewamy się, że skonsolidowane przychody grupy AmRest z tytułu ostatnich przejęć urosną w 2017 r. o około 0,4-0,5 mld PLN i o około 0,6-0,7 mld PLN w 2018 r. (dochodzi 15 restauracji własnych KFC w Niemczech, 123 restauracje Pizza Hut we Francji, w tym 115 franczyzowe oraz 42 restauracje własne KFC we Francji, a także 76 restauracji Pizza Hut prowadzonych przez licznych sub-franczyzobiorców w Niemczech). **W sumie 256 restauracji, w tym 189 franczyzowych, co rozwdni marżę EBITDA.**

- Na początku grudnia spółka poinformowała o przejęciu 15 restauracji KFC w Niemczech za kwotę 10,3 mln EUR (EV/SALES 0,4x), które w zeszłym roku wygenerowały 27,4 mln EUR przychodów. W marcu 2017 r. AmRest sfinalizował umowę i rozpoczął konsolidację 15 restauracji w Niemczech.
- W styczniu AmRest podpisał za 12,3 mln EUR (51,5 mln PLN), (EV/SALES 0,8x na przychodach konsolidowanych przez AmRest) umowę kupna 100% udziałów w Pizza Topco France, wyłącznym master-franczyzobiorcy Pizza Hut Delivery we Francji (123 restauracje, w tym 115 franczyzowych i 8 własnych). W roku fiskalnym 2016 sieć wygenerowała sprzedaż systemową na poziomie ok. 67,6 mln EUR (295,6 mln PLN). Szacowane skonsolidowane przychody Pizza Topco wyniosły około 14,5 mln EUR (ok. 63,4 mln PLN). W

maja AmRest informował o finalizacji umowy, a konsolidacji biznesu spodziewamy się od połowy 2Q17. AmRest zamierza rozwijać we Francji koncept Pizza Hut Delivery, jak również format Pizza Hut Express.

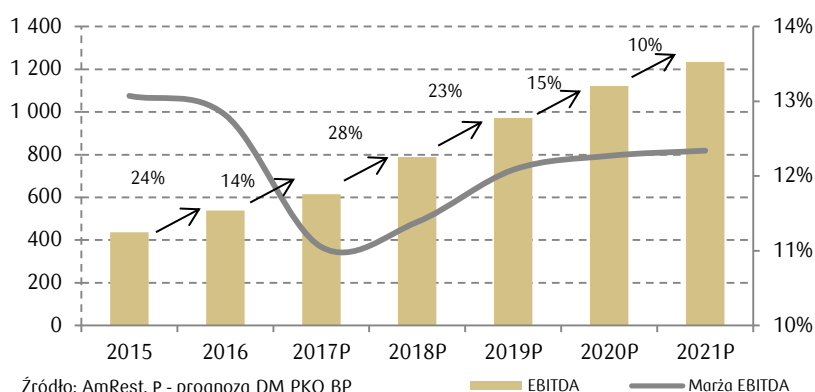
- Ponadto spółka podpisała wstępne porozumienie dotyczące przejęcia 42 restauracji marki KFC we Francji (42 własne). Intencją Amrestu i KFC France jest podpisanie ostatecznych umów nie później niż do 30 kwietnia oraz jej finalizacja nie później niż do 30 czerwca. Cena zakupu nie została podana. Naszym zdaniem przychody mogą sięgnąć 80 mln EUR, a cena przejęcia w zależności od długu 20-30 mln EUR (EV/SALES 0,25-0,4x).
- Spółka podpisała wstępne wiążące porozumienie określające warunki uzyskania przez AmRest praw master-franczyzobiorcy dla marki Pizza Hut na rynku niemieckim oraz nabycia dwóch restauracji Pizza Hut typu "delivery" prowadzonych przez PH Delivery. W wyniku planowanej transakcji AmRest stanie się master-franczyzobiorcą 74 restauracji prowadzonych obecnie przez licznych sub-franczyzobiorców w Niemczech (76 restauracji, 2 własne, 74 franczyzowych). Strony chcą, by finalizacja transakcji nastąpiła do 30 maja 2017 roku. Ze względu na fakt, że prawie wszystkie restauracje działają w modelu franczyzowym, spodziewamy się, że cena przejęcia będzie oscylowała w przedziale 5-10 mln EUR.

Zacieśnienia współpracy z YAM – pod koniec kwietnia AmRest podpisał wstępne porozumienie na uzyskanie praw master-franczyzobiorcy dla marki Pizza Hut **na rynku rosyjskim** (36 restauracji prowadzonych obecnie przez licznych sub-franczyzobiorców) oraz nabycie 18 restauracji Pizza Hut prowadzonych przez PH Russia. Na początku marca AmRest podpisał z YUM wstępne wiążące porozumienie dotyczące uzyskania praw master-franczyzobiorcy dla marki Pizza Hut **na rynku niemieckim** a w styczniu wyłączną umowę master-franczyzobiorcy Pizza Hut Delivery **we Francji**.

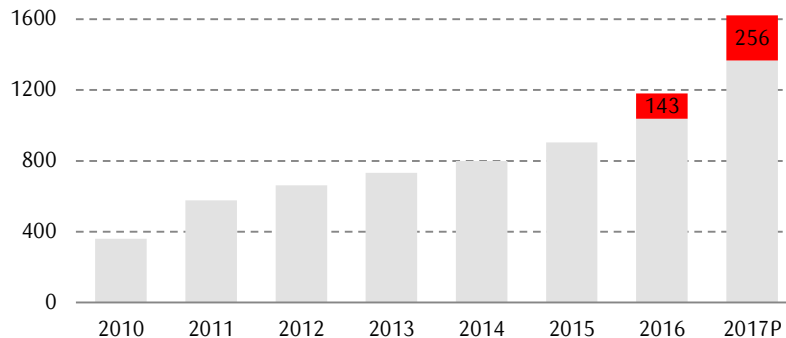
Podtrzymanie celu: wzrost EBITDA +20% y/y

Pomimo słabych wyników 1Q17, spółka wciąż podtrzymuje 20% cel wzrostu zysku EBITDA na ten rok, co udawało się w ciągu ostatnich trzech lat. Jednak ze względu na konsolidację przejętych w 2016 i na początku 2017 r. biznesów (74% przejętych w 2017 r. restauracji działa w formule franczyzowej), marża EBITDA ulegnie rozwodnieniu, a utrzymanie 20% wzrostu zysku EBITDA będzie wyzwaniem.

EBITDA (mln PLN) i marża EBITDA



Liczba restauracji w sieci AmRest



Źródło: AmRest, P - prognozy DM PKO BP

■ Liczba restauracji ■ Przejęcia

Rozwój kanału delivery – współpraca z PizzaPortal.pl

Na początku kwietnia AmRest podpisał umowę na mocy której obejmie nowo wyemitowane udziały w należącej do Delivery Hero spółce Restaurant Partner Polska, która prowadzi platformę PizzaPortal.pl. W efekcie AmRest będzie mieć 51% udziałów w RPP, a pozostałe udziały pozostaną w posiadaniu Delivery Hero. Spółka RPP prowadzi platformę PizzaPortal.pl, która jest agregatorem zbierającym oferty ponad 2.500 restauracji (AmRest zarządza w Polsce siecią blisko 400 restauracji) w blisko 400 miastach w Polsce. Zgodnie z założeniami umowy inwestycyjnej AmRest rozpocznie również współpracę z serwisami zarządzanymi przez Delivery Hero w Republice Czeskiej i na Węgrzech - DameJidlo.cz i NetPincér.hu.

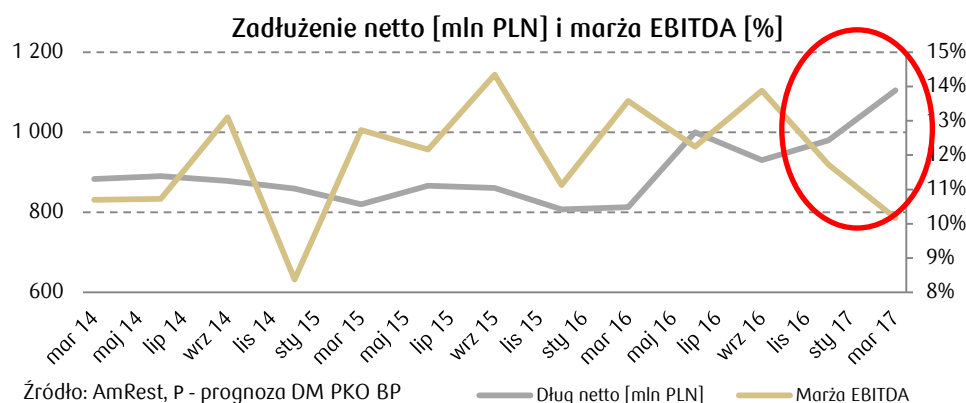
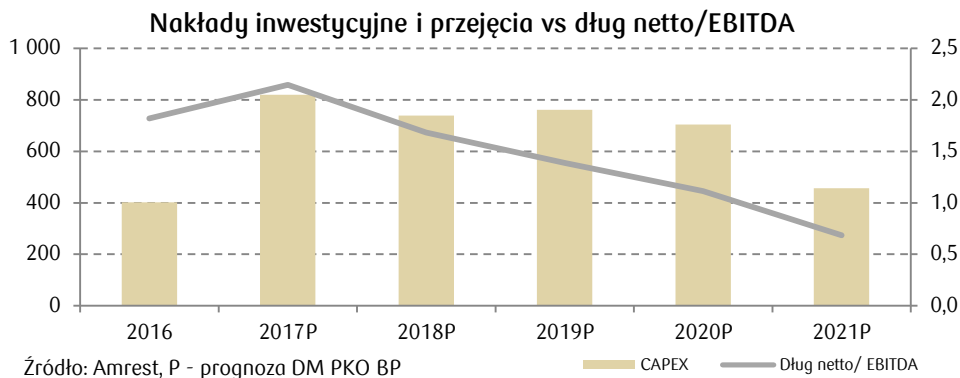
W 2015 r. spółka Restaurant Partner Polska wygenerowała 10.1 mln PLN przychodów i 15,7 mln PLN ujemnej EBITDY oraz stratę netto na poziomie 18,5 mln PLN. Szacujemy koszt nabycia pakietu 51% udziału w spółce na około 20-25 mln PLN.

PizzaPortal.pl jest graczem #2 w Polsce na rynku usług w kanale delivery (#1 Pyszne.pl). Współpraca z PizzaPortal.pl naszym zdaniem umocni pozycję spółki na rynku dostaw jedzenia online, który jest obecnie najszybciej rosnącym kanałem na rynku gastronomicznym.

Według Pyszne.pl w 2015 r. wartość rynku delivery w Polsce osiągnęła wartość 200 mln PLN. W ciągu następnych 2-3 lat wartość rynku się podwoi, a do 2020 r. osiągnie 1 mld PLN. W 2016 r. około 13% zamówień dań z restauracji odbywało się za pośrednictwem Internetu, a w ciągu następnych dwóch lat ma przekroczyć 20%.

Rosnący CAPEX

W najbliższych latach spodziewamy się wzrostu nakładów inwestycyjnych związanych z dalszą ekspansją sieci w regionie. Ze względu na ambitny plan nowych otwarć (średniorocznie 210 w latach 2017-2020), szacujemy, że nakłady inwestycyjne będą istotnie rosły. W 2017 r. spodziewamy się, że AmRest wyda ponad 800 mln PLN na przejęcia, nowe otwarcia i utrzymanie sieci (blisko 2,6 mln PLN na otwarcie nowej restauracji, na utrzymanie obecnych lokali 1,5% przychodów, a koszt komunikowanych akwizycji może wynieść ponad 200 mln PLN).



- Zakaz handlu w niedziele – oczekiwany scenariusz

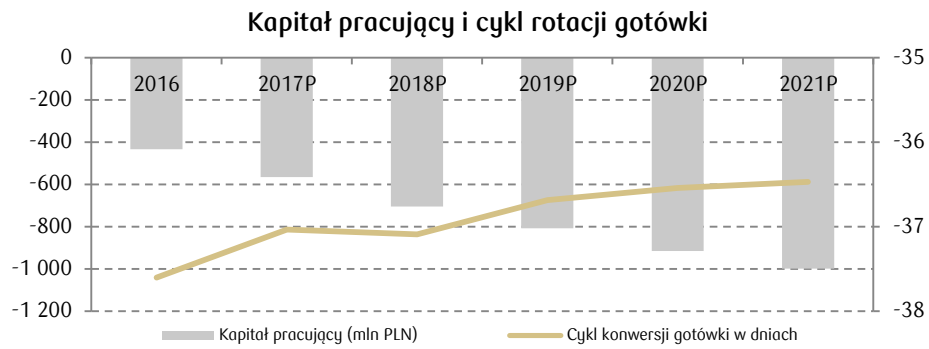
W marcu 2017 Rząd wydał pozytywną rekomendację projektowi ustawy zakazującego handlu w niedzielę. Jednak ostatnia wypowiedz lidera partii rządzącej sugeruje, że zakaz handlu miałby obowiązywać w co druga niedzielę. Wciąż trwają konsultacje społeczne, a ostatecznego rozstrzygnięcia spodziewamy się w 2H17.

Wprowadzenie zakazu handlu w niedzielę przełoży się na spadek ruchu w centrach handlowych do poziomów bliskich zera. W przypadku restauracji AmRest, które w 50% zlokalizowane są w centrach handlowych wprowadzenie tego zakazu będzie skutkowało 7% spadkiem przychodów z polskiego rynku (90-130 mln PLN).

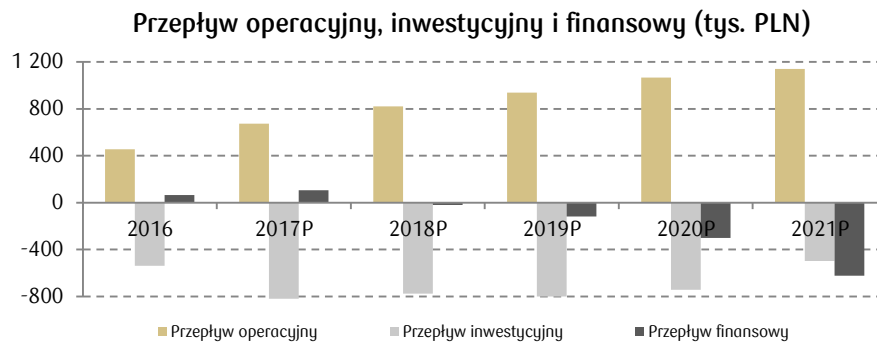
- 8% stawka VAT na sprzedaż dań na wynos – AmRest wciąż stosuje 5%

Przy sprzedaży ‘take away’ Amrest wciąż stosuje 5% stawkę podatku VAT (posiada indywidualną interpretację z Ministerstwa Finansów), co jest sprawą dyskusyjną, ze względu interpretację ogólną z czerwca 2016, w której Minister Finansów stwierdza, że należy stosować 8%.

Kapitał obrotowy



Przepływy pieniężne (mln PLN)



Wycena

Nasza wycena bazuje na modelu DCF. Dodatkowo zaprezentowaliśmy wycenę porównawczą uwzględniając spółki z sektora sprzedaży detalicznej. Według naszych obliczeń cena docelowa AmRestu to 339 PLN na akcję. Model DCF jest złożony z dwóch faz. W fazie pierwszej w latach 2017P – 2021P szczegółowo prognozujemy wszystkie kluczowe parametry potrzebne do wyceny spółki, a w szczególności wartość przychodów, nakłady inwestycyjne, poziom kosztów oraz pozycje bilansu. Faza druga trwa od 2021P. W drugiej fazie zakładamy stałą stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 2% rocznie. Używamy stopy dyskontowej opartej na WACC. Stopa wolna od ryzyka jest przyjęta na poziomie 3,4%, co odzwierciedla rentowność 10-letnich obligacji rządowych. Dyskontujemy wszystkie wolne przepływy pieniężne dla firmy na dzień 31 grudnia 2016 i odejmujemy prognozowany dług netto (dodajemy gotówkę netto).

Model DCF

Model DCF						
mIn PLN	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2021P<
EBIT	306,5	415,0	544,7	646,6	723,7	738,2
Stopa podatkowa	22%	22%	22%	22%	22%	22%
NOPLAT	239,0	323,7	424,9	504,3	564,5	575,8
CAPEX	778,1	775,2	799,5	744,7	498,5	507,3
Amortyzacja	309,1	370,2	423,5	471,5	507,3	507,3
Zmiany w kapitale obrotowym	-131,8	-139,2	-104,1	-106,7	-84,3	-20,0
FCF	-98,2	57,9	153,0	337,9	657,7	595,8
WACC	7,0%	7,2%	7,4%	7,6%	8,2%	8,4%
Współczynnik dyskonta	0,93	0,87	0,81	0,75	0,70	0,64
DFCF	-91,7	50,5	124,3	255,1	458,9	0,0
Wzrost w fazie II	2,0%					
Suma DFCF - Faza I	797,0					
Suma DFCF - Faza II	6 534,2					
Wartość Firmy (EV)	7 331,2					
Dług netto	980,2					
Wartość godziwa	6 351,0					
Liczba akcji (mln szt.)	21,2					
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2016	299,4					
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	339					
Cena bieżąca	338,55					
Dywidenda						
Oczekiwana stopa zwrotu	0%					

Źródło: prognozy DM PKO BP

WACC						
	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2021P<
Stopa wolna od ryzyka	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Premia za ryzyko długu	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Stopa podatkowa	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Koszt kapitału własnego	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
Koszt długu	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Waga kapitału własnego	53,5%	57,4%	60,5%	65,5%	76,4%	80,0%
Waga długu	46,5%	42,6%	39,5%	34,5%	23,6%	20,0%
WACC	7,0%	7,2%	7,4%	7,6%	8,2%	8,4%

Źródło: prognozy DM PKO BP

Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	7,4%	339	369	404	447	499
	7,9%	314	339	369	404	447
	8,4%	292	314	339	369	404
	8,9%	273	292	314	339	369
	9,4%	256	273	292	314	339

Źródło: DM PKO BP

Wycena porównawcza

Wycena porównawcza wskazuje, że przyjmując prognozy PKO DM, AmRest notowany jest z premią na wskaźniku P/E i z premią na wskaźniku EV/EBITDA na 2016 r.

Spółki porównywalne: wskaźniki

Spółka	P/E			EV/EBITDA			Stopa dywidendy %	Kapitalizacja mld PLN
	2016	2017P	2018P	2016	2017P	2018P		
BLOOMIN' BRANDS INC	15,4	13,9	13,1	6,7	6,9	6,8	1,6	1,8
BOB EVANS FARMS	36,8	33,5	28,5	11,9	15,7	16,7	2,0	1,3
BRINKER INTERNATIONAL INC	11,3	12,7	12,0	6,7	7,6	7,5	3,5	1,7
CRACKER BARREL OLD COUNTRY	21,5	19,6	18,3	11,6	10,4	9,9	4,3	3,5
DARDEN RESTAURANTS INC	24,6	21,7	19,8	11,3	11,1	10,0	2,6	9,6
DENNY'S CORP	22,5	20,2	17,9	10,7	10,3	9,9	0,0	0,7
DUNKIN' BRANDS GROUP INC	25,1	22,9	20,9	15,9	15,3	14,4	2,3	4,6
STARBUCKS CORP	32,4	29,1	25,4	17,5	16,1	14,2	1,6	79,3
RESTAURANT BRANDS INTERN	38,3	32,5	24,6	21,1	19,3	17,4	1,3	24,6
MCDONALD'S CORP	25,9	23,1	21,6	15,3	14,7	14,5	2,6	107,2
YUM! BRANDS INC	28,9	25,6	22,5	17,2	16,4	16,1	1,8	22,1
WENDY'S CO/THE	39,6	34,8	28,4	16,0	15,6	14,4	1,7	3,5
Mediana wszystkich spółek	25,5	23,0	21,2	13,6	15,0	14,3	1,9	4,1
AmRest (DM PKO BP)	37,7	34,9	24,5	15,1	13,7	10,7	0,0	7,2
premia/dyskonto do prognoz DM PKO BP	48%	52%	15%	12%	-8%	-25%		

Źródło: Na podstawie konsensusu Bloomberg, DM PKO BP

AmRest: Podsumowanie wyceny porównawczej

mIn PLN	2016	2017P	2018P	Średnia 2016-2018P
Amrest prognoza zysku netto	191	206	293	
Amrest prognoza EBITDA	539	616	785	
Spółki porównywalne: mediana P/E	25,5	23,0	21,2	
Wycena AmRest	229	223	294	249
Spółki porównywalne: mediana EV/EBITDA	13,6	15,0	14,3	
Wycena AmRest	299	375	470	381

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	2 356	2 701	2 953	3 339	4 207	5 571	6 932	8 044	9 142
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-2 093	-2 427	-2 626	-2 901	-3 650	-4 914	-6 082	-6 997	-7 927
Zysk brutto ze sprzedaży	263	273	326	438	557	657	850	1 047	1 214
EBITDA	364	207	316	420	539	616	785	968	1 118
Skorygowana EBITDA	272	342	397	453	556	628	806	992	1 146
Koszty sprzedaży	-111	-284	-236	-268	-311	-371	-461	-532	-602
Pozostałe przychody operacyjne	23	28	19	26	22	21	26	30	34
Zysk z działalności operacyjnej	176	17	110	196	268	306	415	545	647
Saldo działalności finansowej	39	182	195	588	59	-46	-46	0	0
Zysk przed opodatkowaniem	114	30	65	162	223	258	368	498	602
Podatek dochodowy	-27	-11	-19	-5	-33	-51	-72	-98	-119
Zyski (straty) mniejszości	7	-4	-6	-3	0	2	2	2	2
Zysk (strata) netto	80	23	52	160	191	206	293	398	482

Bilans	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Aktywa Trwałe	2 176	2 216	2 221	2 325	2 852	3 504	3 946	4 353	4 656
Wartości niematerialne i prawne	1 134	1 121	1 106	1 157	1 373	1 377	1 377	1 377	1 377
Rzeczowe aktywa trwałe	961	1 006	1 016	1 060	1 344	1 951	2 356	2 732	3 005
Inwestycje	22	22	22	22	22	22	22	22	22
Pozostałe aktywa długoterminowe	59	67	76	86	113	154	191	222	252
Aktywa Obrotowe	370	416	401	524	589	515	641	743	845
Zapasy	42	47	52	64	82	112	138	159	180
Należności	91	83	66	92	99	143	178	206	234
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	30	26	26	49	116	149	186	218	248
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	207	260	257	318	292	111	139	161	183
Aktywa razem	2 546	2 631	2 622	2 849	3 441	4 018	4 587	5 096	5 501
Kapitał Własny	1 070	1 045	976	1 104	1 377	1 582	1 875	2 167	2 479
Kapitały mniejszości	197	65	64	71	68	68	68	68	68
Zobowiązania	1 460	1 576	1 639	1 739	2 044	2 420	2 691	2 906	2 995
Zobowiązania długoterminowe	957	1 086	1 293	1 180	1 217	1 364	1 433	1 491	1 445
Kredyty i pożyczki	616	931	1 123	1 044	1 047	1 133	1 147	1 163	1 074
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	9	4	40	27	20	27	33	38	43
Zobowiązania handlowe i pozostałe	199	23	17	15	8	11	14	16	18
Zobowiązania krótkoterminowe	503	489	346	559	827	1 056	1 259	1 414	1 549
Kredyty i pożyczki	182	153	1	91	225	243	246	250	231
Pozostałe rezerwy	166	172	183	226	356	483	598	688	779
Zobowiązania handlowe i pozostałe	155	164	155	229	239	319	401	461	523
Pasywa razem	2 546	2 631	2 622	2 849	3 441	4 018	4 587	5 096	5 501

Rachunek Przepływów Pieniężnych	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	236	246	296	442	457	689	838	962	1 097
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-90	-462	-316	-335	-539	-778	-775	-800	-745
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-77	266	17	-45	66	52	-36	-141	-331

Wskaźniki (%)	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
ROE	8,0%	2,2%	5,1%	15,4%	15,4%	13,9%	17,0%	19,7%	20,7%
Dług netto	590,9	824,8	867,3	816,7	980,2	1 265,2	1 255,2	1 252,4	1 121,6

Źródło: prognozy DM PKO BP

KONTAKTY

Biuro Analiz Rynkowych

Artur Iwański	(dyrektor BAR, sektor wydobywczy)	(022) 521 79 31	artur.iwanski@pkobp.pl
Robert Brzoza	(sektor finansowy, strategia)	(022) 521 51 56	robert.brzoza@pkobp.pl
Tomasz Kasowicz	(sektor paliwowy, sektor chemiczny)	(022) 521 79 41	tomasz.kasowicz@pkobp.pl
Piotr Łopaciuk	(przemysł, budownictwo, inne)	(022) 521 48 12	piotr.lopaciuk@pkobp.pl
Stanisław Ozga	(sektor energetyczny, sektor deweloperski)	(022) 521 79 13	stanislaw.ozga@pkobp.pl
Adrian Skłodowski	(handel hurtowy i detaliczny)	(022) 521 87 23	adrian.sklodowski@pkobp.pl
Jaromir Szortyka	(sektor finansowy)	(022) 580 39 47	jaromir.szortyka@pkobp.pl
Alicja Zaniewska	(analizy rynkowe)	(022) 580 33 68	alicja.zaniewska@pkobp.pl
Małgorzata Żelazko	(telekomunikacja, media)	(022) 521 52 04	malgorzata.zelazko@pkobp.pl
Emil Łobodziński	(Doradca Inwestycyjny)	(022) 521 89 13	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl

Biuro Klientów Instytucjonalnych

Wojciech Żelechowski	(director)	(022) 521 79 19	wojciech.zelechowski@pkobp.pl
Robert Noworyta	(sales)	(022) 521 52 46	robert.noworyta@pkobp.pl
Michał Sergejev	(sales)	(022) 521 82 14	michal.sergejev@pkobp.pl
Krzysztof Kubacki	(head of sales trading)	(022) 521 91 33	krzysztof.kubacki@pkobp.pl
Marcin Borciuch	(sales trader)	(022) 521 82 12	marcin.borciuch@pkobp.pl
Piotr Dedeccus	(sales trader)	(022) 521 91 40	piotr.dedeccus@pkobp.pl
Tomasz Ilcyszyn	(sales trader)	(022) 521 82 10	tomasz.ilcyszyn@pkobp.pl
Igor Szczepaniec	(sales trader)	(022) 521 65 41	igor.szczepaniec@pkobp.pl
Maciej Kaluża	(trader)	(022) 521 91 50	maciej.kaluza@pkobp.pl
Joanna Wilk	(trader)	(022) 521 48 93	joanna.wilk@pkobp.pl

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza rekomendacja (dalej: „Rekomendacja”) została opracowana przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego (dalej: „DM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującą), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyłącznie na potrzeby klientów DM PKO BP i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następujących dni kalendarzowych po dacie udostępnienia.

Rekomendacja adresowana jest do Klientów, którzy zawarli umowę o sporządzanie analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez DM PKO BP.

Ileokroć w rekomendacji mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio lub pośrednio odnosi się rekomendacja. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

DM PKO BP przysługują prawa autorskie do Rekomendacji. Punkt widzenia wyrażony w rekomendacji odzwierciedla opinię Analityka/Analityków DM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinie zawarte w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta. Powielanie bądź publikowanie Rekomendacji w całości lub części bez zgody DM PKO BP jest zabronione.

Rekomendacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania Rekomendacji były informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Rekomendacji. DM PKO BP jako podmiot profesjonalny nie uchylił się od odpowiedzialności za produkt niedokładny lub niekompletny lub za szkody poniesione przez Klienta w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie nierzetelnej Rekomendacji. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Rekomendację z należytą starannością oraz rzetelnością. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady Rekomendacji w szczególności za niekompletność lub niedokładność, jeżeli wad tych nie można było uniknąć ani przewidzieć w momencie podejmowania standardowych czynności przy sporządzaniu Rekomendacji. DM PKO BP może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej Rekomendacji. Takie rekomendacje odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. DM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

DM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. DM PKO BP zwraca uwagę, iż na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Niniejsza rekomendacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony DM PKO BP, Analitycy nie otrzymują żadnych innych świadczeń od Emitenta, ani innych osób trzecich za sporządzane rekomendacje. Analitycy sporządzający rekomendacje otrzymują wynagrodzenie zmienne, zależne pośrednio od wyników finansowych DM PKO BP, które mogą zależeć m.in. od wyniku osiągniętego przez DM PKO BP w zakresie świadczonych usług maklerskich.

DM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie DM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego”, jak również umową o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym przez DM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

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

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja DM PKO BP opiera się na co najmniej dwóch z czterech metod wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek. Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod.

Rekomendacje stosowane przez DM PKO BP

Rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu

Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%

Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu

Rekomendacje mogą być opatrzone dodatkiem SPEKULACYJNIE oznaczającym, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Rekomendacje wydawane przez DM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM PKO BP dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W ciągu 12 ostatnich miesięcy DM PKO BP wydał:

Rekomendacja:	Liczba rekomendacji:
Kupuj	23 (34%)
Trzymaj	36 (53%)
Sprzedaj	9 (13%)

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

Podmioty powiązane z DM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczalnym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). DM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

DM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
AmRest	-

Objaśnienia:

1. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM PKO BP był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
2. DM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
3. DM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
4. DM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
5. DM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest DM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
6. DM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest DM PKO BP posiadają akcje Emitenta będące przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Nie można wykluczyć, że DM PKO Banku Polskiego lub PKO Bank Polski lub osoby zaangażowane w przygotowywanie raportu mogą mieć długą lub krótką pozycję netto w akcjach Emitenta lub w innych instrumentach finansowych, których wartość jest związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta w wysokości co najmniej 0,5% kapitału zakładowego Emitenta.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z DM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Rekomendacji.

Ujawnienia

Rekomendacja dotyczy Emitenta/Emitentów : AmRest.

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.

Pozostałe ujawnienia



Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie ma osób, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

PKO Bank Polski, jego podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

W DM PKO BP obowiązują regulacje wewnętrzne służące zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne oraz ograniczenia w zakresie przepływu informacji uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM PKO BP, w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji, w szczególności wdrożona została tzn. polityka „chińskich murów”. Wewnętrzna struktura organizacyjna DM PKO BP zapewnia rozdzielenie wykonywania poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy DM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszą rekomendację a Emitentem, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania.

Data i godzina podana na pierwszej stronie raportu jest datą i godziną zakończenia sporządzenia rekomendacji.

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji jest tożsama z datą i godziną przekazania rekomendacji w formie elektronicznej klientom.

Ileokroć w treści rekomendacji podaje się cenę instrumentu finansowego należy przyjąć, że jest to cena z [DATA] z godziny zamknięcia notowań.

Wykaz wszystkich rekomendacji sporządzonych przez DM PKO BP w okresie ostatnich 12 miesięcy zamieszczony jest w treści przekazywanego klientom materiału zatytułowanego „Dziennik”.