

Polrest S.A.

sektor / branża: *gastroνομia*

ticker: POL
ISIN: PLPREST00012

→ **NEUTRALNIE** **26 PLN**

Opis spółki

Polrest prowadzi sieć restauracji w segmentach casual dining oraz premium

Dane podstawowe

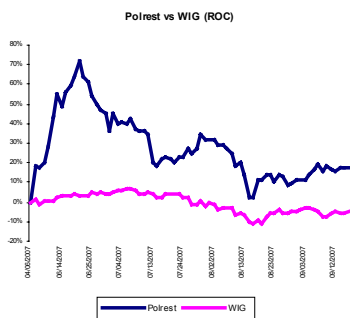
cena rynkowa (PLN)	24,31
cena docelowa (PLN)	26,00
liczba akcji (tys.)	6 205
kapitalizacja (mln PLN)	150,8
EV (mln PLN)	127,5

Notowania

free float (w %)	18,2
średni obrót (w zł)	207 228
max cena 52 tyg (PLN)	37,75
min cena 52 tyg (PLN)	22,5

Główni akcjonariusze

	% akcji	% głosów
HKI S.A.	68,0%	72,4%
OFE PZU Złota Jesień	8,0%	6,9%
SEB FIO	5,81%	5,0%
Pozostali akcjonariusze	18,2%	15,7%



Analityk:

Bartosz Dębowski
Tomasz Dumala tel. (0-22) 329 43 40

	2006	2007 P	2008 P	2009 P	2010 P	2011 P
Przychody (mln PLN)	28,7	37,2	56,6	78,4	96,9	106,1
EBITDA (mln PLN)	7,2	10,1	13,7	18,6	19,9	21,4
EBIT (mln PLN)	4,8	5,9	7,8	10,4	14,6	15,5
Zysk netto (mln PLN)	3,4	4,6	6,2	8,4	11,8	12,6
EPS (PLN)	0,55	0,74	0,99	1,34	1,89	2,01
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,67	0,95	1,01
P / E	45,7	32,0	25,1	18,7	13,2	12,4
P / BV	19,4	4,2	3,6	3,3	2,9	2,6
EV / EBITDA	17,8	12,6	9,3	6,8	6,4	6,0

P - prognozy BM BGZ

Informacje nt ujawniania konfliktu interesów, o których mowa w § 9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku znajdują się na ostatniej stronie niniejszej publikacji

Wykorzystać potencjał rynku

Polrest S.A. świadczy usługi gastronomiczne w restauracjach, w segmencie casual dining oraz premium. Obecnie spółka zarządza 19 restauracjami, położonymi w największych miastach Polski oraz Zakopanem. Spółka rozwija się bardzo dynamicznie. Ambitne plany spółki zakładają otwarcie 26 nowych restauracji do końca 2009 roku. Otwarcie nowych lokali spółka finansować będzie przede wszystkim ze środków pozyskanych z czerwcowej emisji akcji (25 mln zł), leasingu finansowego, kredytów oraz sukcesywnie wypracowanych środków własnych.

Dynamicznemu rozwojowi spółki powinno sprzyać otoczenie makroekonomiczne oraz wciąż niewykorzystany potencjał naszego rynku usług gastronomicznych. Szacuje się, że wartość polskiego rynku usług gastronomicznych ma do 2010 roku rosnać w tempie szybszym niż wzrost PKB i przekroczyć barierę 20 mld zł. Głównymi motorami tego wzrostu będą zmiany społeczne zachodzące w naszym kraju oraz rozwój klasy średniej, najczęściej korzystającej z usług segmentu casual dining. Dlatego uważamy, że segment ten powinien rozwijać się najdynamiczniej z całej branży. Zagrożeniem dla spółki na najbliższe lata mogą być z pewnością: trudność pozyskania lokali, znaczący wzrost kosztów czynszów oraz presja na wynagrodzenia.

Ogromny potencjał naszego rynku obrazują statystyki dotyczące liczby odwiedzin restauracji w ciągu roku oraz stopień penetracji rynku. Statystyczny Anglik czy Niemiec je poza domem od 50-70 razy, natomiast Polak odwiedza restauracje zaledwie kilka razy w roku. Z kolei na 10 tys. mieszkańców naszego kraju przypada około 15 restauracji, podczas gdy w krajach Europy Zachodniej jest to 30-50 punktów.

Polrest prowadzi bardzo wystandaryzowany biznes. Własny zakład produkcyjny gwarantuje powtarzalność dań w segmencie casual dining. Segment premium pozwala natomiast osiągać spółce wyższe marże od konkurencyjnych firm z sektora.

Dynamiczny rozwój segmentu casual dining oraz korzystne otoczenie makroekonomiczne powinny w długim terminie bardzo korzystnie wpłynąć na wyniki Polrest S.A. Sporządzona przez nas wycena na poziomie **26 zł** oferuje **7%** dyskonto w stosunku do aktualnej ceny rynkowej. Uważamy, że warto zainteresować się akcjami spółki w dłuższym terminie.

1. WYCENA POLREST S.A.

Polrest S.A. świadczy usługi gastronomiczne w swoich restauracjach w segmencie casual dining oraz premium. Swoją ofertę kieruje wyłącznie na rynek krajowy.

Zdecydowaliśmy się dokonać wyceny **Polrest S.A.** za pomocą:

- metody fundamentalnej opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych
- metody porównawczej

Wycena fundamentalna pozwala wejrzeć w działalność operacyjną spółki i zbadać jej potencjał do generowania tzw. wolnych przepływów gotówkowych w przyszłości. Metoda porównawcza daje z kolei możliwość spojrzenia na spółkę na tle konkurencji i oszacowania w związku z tym poziomu benchmarku, który jest pewnego rodzaju docelowym poziomem jej wzrostu.

1.1. WYCENA DCF

Szacując wartość spółki zgodnie z modelem DCF ustaliliśmy, iż wartość Polrest S.A. wynosi 173 884 mln zł, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie **27.80 zł**. Wycena ta została sporządzona w oparciu o następujące założenia:

- ♦ Przychody ze sprzedaży zostały sporządzone w oparciu o planowaną liczbę restauracji premium oraz casual dining. Liczba restauracji na lata 2007-2009 wynika z planów spółki. W kolejnych latach z racji trudności pozyskania lokali zakładamy średni wzrost liczby restauracji o 3 rocznie;
- ♦ Do wyliczenia przychodów z danych segmentów wykorzystaliśmy średni przychód na restaurację. Obecnie wynosi on 1.5 mln zł dla segmentu casual dining oraz 1.8 mln zł dla segmentu premium. W kolejnych latach zakładamy średni wzrost przychodów na restaurację na poziomie 3%. Ponadto przyjęliśmy założenie, że nowo otwierane restauracje w pierwszym roku swojej działalności będą generować 70% średnich przychodów na restaurację w danym roku. Zakładamy także, że nowe lokale będą otwierane równomiernie w ciągu roku;
- ♦ Istotną pozycję w prognozie kosztów stanowią koszty czynszów. Średni miesięczny czynsz wynosi obecnie 18.4 tys. zł. W najbliższych latach możemy spodziewać się dynamicznego wzrostu kosztów czynszów nawet 10% rocznie. Zakładamy, że także w kolejnych latach wzrost tych kosztów będzie się kształtował na poziomie wyższym niż inflacja;
- ♦ Nakłady inwestycyjne zostały przez nas sporządzone w oparciu prognozowaną liczbę restauracji oraz średni nakład na daną restaurację. Obecnie koszt otwarcia restauracji casual dining kształtuje się na poziomie 0,8- 1 mln zł, natomiast premium 1,5-2 mln zł. Uważamy, że te proporcje powinny być zachowane także w kolejnych latach;
- ♦ Jako stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy rentowność 5 letnich obligacji skarbowych
- ♦ Dla bety niezadłużonej równej 1, beta zrelewarowana Polrest S.A. wynosi 1.05. Premia za ryzyko 5.5%;

*Zgodnie z modelem DCF ustaliliśmy wartość jednej akcji Polrest na poziomie **27.8 zł***

- ◆ W prognozie kapitału obrotowego założyliśmy wskaźniki rotacji zapasów, należności oraz zobowiązań na stałych poziomach odpowiednio 15, 19 oraz 51 dni;
- ◆ Nominalną stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2017 przyjęliśmy na poziomie 3,5%;
- ◆ W najbliższych dwóch latach ze względu na dynamiczny rozwój, spółka nie będzie wypłacać dywidendy. W kolejnych latach przyjęliśmy stopę wypłaty dywidendy na poziomie 50%.

Tabela 1. Wycena Polrest S.A. metodą DCF

(mln PLN)	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
Przychody	37,2	56,6	78,4	96,9	106,1	115,8	126,0	136,7	147,9	158,6	166,3
EBIT	5,9	7,8	10,4	14,6	15,5	16,5	17,7	18,8	20,1	21,2	22,9
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
NOPLAT	4,8	6,3	8,4	11,9	12,6	13,4	14,3	15,2	16,3	17,2	18,5
Amortyzacja	1,3	2,3	3,3	4,0	4,4	4,9	5,4	6,0	6,6	7,3	6,3
CAPEX	11,1	9,5	9,9	4,0	4,4	4,9	5,4	6,0	6,6	7,3	6,3
Inwestycje w kapitał obrotowy	0,4	-0,9	-1,0	-0,9	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,3
FCFF	-5,4	0,1	2,8	12,7	13,0	13,9	14,8	15,7	16,8	17,7	18,2
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta nielewarowana	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Beta lewarowana	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05
Koszt kapitału	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
Koszt długu	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
% kapitału własnego	95%	94%	94%	97%	98%	98%	98%	98%	98%	99%	100%
% długu	4,9%	5,5%	5,6%	3,4%	2,2%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,2%	0,3%
WACC	11,2%	11,2%	11,2%	11,1%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	10,9%	10,9%
DFCF	-4,8	0,1	2,3	9,3	8,5	8,2	7,9	7,5	7,3	6,9	6,4
Suma DFCF (2008-2017)	64,3										
Wartość rezydualna (TV)	255,0										
Zdyskontowana TV	89,6										
Wartość działalności operacyjnej	153,8										
Gotówka netto	19,8										
Wartość kapitału własnego	173,6										
Liczba akcji (mln szt.)	6,2										
Wartość 1 akcji 31.12.07	27,8										
EV/EBITDA*	21,4										
EV/EBIT*	26,2										
P/E*	37,8										

* wskaźniki dla szacowanej ceny

Źródło: BM BGZ S.A.

P - prognozy BM BGZ

Poniżej prezentujemy wrażliwość wyceny metodą DCF na zmiany stopy wzrostu spółki po okresie prognozy i na stopę średniego ważonego kosztu kapitału (WACC).

Tabela 2. Analiza wrażliwości wyceny Polrest S.A. na przyjęte założenia

(PLN)	Zmiana nominalnej stopy wzrostu FCF po roku 2017 (w pp)					
		-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%
WACC	-1.0%	29.61	30.82	32.22	33.85	35.79
	-0.5%	27.68	28.70	29.86	31.20	32.77
	0.0%	25.99	26.85	27.82	28.94	30.22
	0.5%	24.49	25.22	26.05	26.98	28.05
	1.0%	23.16	23.79	24.49	25.28	26.18

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognozy BM BGŻ

Kurs jest bardzo wrażliwy na zmiany stóp: kosztu kapitału oraz nominalnej stopy wzrostu. Jak wynika z powyższej analizy, przy podwyższeniu kosztu kapitału o 1 pp i obniżeniu nominalnej stopy wzrostu o 1 pp cena walorów spółki oparta o wycenę DCF jest niższa od obecnej ceny akcji o 9%. Natomiast w przypadku spadku kosztu kapitału oraz wzroście spółki po okresie prognozy o 1 pp, otrzymujemy wycenę DCF na poziomie 35.79 zł, co dawałoby blisko 43% dyskonta w stosunku do obecnej ceny rynkowej.

1.2. Wycena porównawcza

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o dwie spółki z tego samego sektora, notowane na GPW – Amrest S.A. oraz Sfinks S.A. Pierwsza z nich jest franszuzobiorcą restauracji KFC, Pizza Hut i Burger King. W maju 2007 AmRest podpisał umowy Joint Venture ze Starbucks dotyczącą otwarcia i prowadzenia kawiarni Starbucks. Dodatkowo Grupa prowadzi również własne restauracje freshpoint oraz Rodeo Drive. Bardzo zbliżony profil działalności do Polrest S.A. ma Sfinks, który prowadzi sieć restauracji casual dining w naszym kraju. Dodatkowo w 2006 roku spółka zakupiła sieć restauracji Chłopskie Jadło, dzięki czemu zarządza również restauracjami z segmentu premium.

Do pomiaru wartości analizowanej spółki wykorzystaliśmy trzy najpopularniejsze wskaźniki: EV/EBITDA (wartość przedsiębiorstwa do zysku przed opodatkowaniem, oprocentowaniem i amortyzacją), EV/EBIT (wartość przedsiębiorstwa do zysku przed opodatkowaniem i oprocentowaniem) oraz P/E (cena do zysku na jedną akcję). Wskaźniki P/E oraz EV/EBIT wskazują na poprawne wycenienie akcji przez rynek. Wycenę zaniża nieco wskaźnik EV/EBITDA. Wynika to przede wszystkim z porównywalnie mniejszego udziału amortyzacji w kosztach spółki w porównaniu do Sfinksa (dla Polrestu amortyzacja kształtuje się na poziomie ok. 5% natomiast dla Sfinksa wskaźnik ten wynosi 8%)

Po uwzględnieniu wag dla poszczególnych wskaźników i lat prognozy otrzymaliśmy cenę walorów spółki na poziomie **23.3 zł**

Tabela 3. Wycena spółki metodą porównawczą

Spółka	EV/ EBITDA	EV/ EBITDA	EV/ EBITDA	EV/ EBIT	EV/ EBIT	EV/ EBIT	P/E	P/E	P/E
	2007P	2008P	2009P	2007P	2008P	2009P	2007P	2008P	2009P
AMREST	15,7	11,2	8,0	31,2	22,3	15,9	37,5	26,8	19,1
SFINKS	8,9	6,6	5,6	13,6	10,2	8,5	29,0	21,6	18,1
Srednia	12,3	8,9	6,8	22,4	16,2	12,2	33,3	24,2	18,6
POLREST									
wskazniki dla Polrest S.A.	17,8	12,6	9,3	21,7	16,4	12,3	32,0	25,1	18,7
Implikowana cena 1 akcji Polrest (PLN)	18,14	17,67	18,10	25,70	23,47	23,57	26,05	24,03	24,98
Wagi dla lat	50%	30%	20%	50%	30%	20%	50%	30%	20%
Wagi dla wskaźników		25%			25%			50%	
Wycena 1 akcji (PLN)	23,3								

Zródło: BM BGZ S.A.

P - prognozy BM BGZ

1.3. Podsumowanie wyceny

Choć obie metody nie dają zbliżonych rezultatów, ostateczną cenę walorów spółki wyznaczyliśmy jako średnią arytmetyczną z wagami 60% oraz 40% odpowiednio dla metod DCF oraz porównawczej. Argumentujemy to dużym potencjałem naszego rynku usług gastronomicznych oraz nie do końca uzasadnionym bardzo mocnym spadkiem kursów walorów porównywalnych do Polrest S.A. w ostatnich 3 miesiącach. Ostatecznie oszacowaliśmy wartość jednej akcji na poziomie **26.0 zł**, a więc poziomie zbliżonym do obecnej ceny rynkowej.

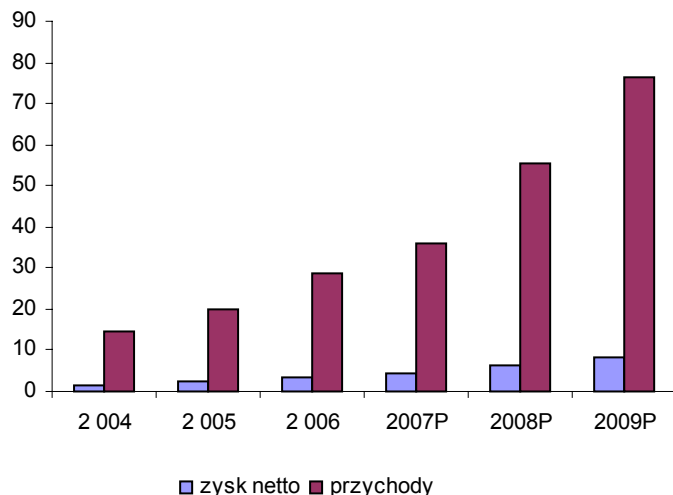
Tabela 4: Wycena końcowa

	wycena	wagi
Metoda DCF	27,8	60%
Metoda porównawcza	23,3	40%
obecna cena akcji (01.10.2007)	24,3	
Wycena 1 akcji Polrest	26,0	

Dokonana przez nas wycena wskazuje na zdyskontowanie przez rynek dynamicznego rozwoju na lata spółki na lata 2007-2009. Należy jednak zwrócić uwagę na nasze konserwatywne założenia odnośnie otwierania nowych lokali przez spółkę po roku 2009 oraz bardzo duży potencjał rynku usług gastronomicznych w Polsce, który przy dobrej strategii biznesowej daje duże możliwości wzrostu spółek z tego sektora w przyszłości. Dlatego uważamy, że warto zainteresować się akcjami spółki Polrest S.A. w dłuższym terminie.

2. Wyniki finansowe

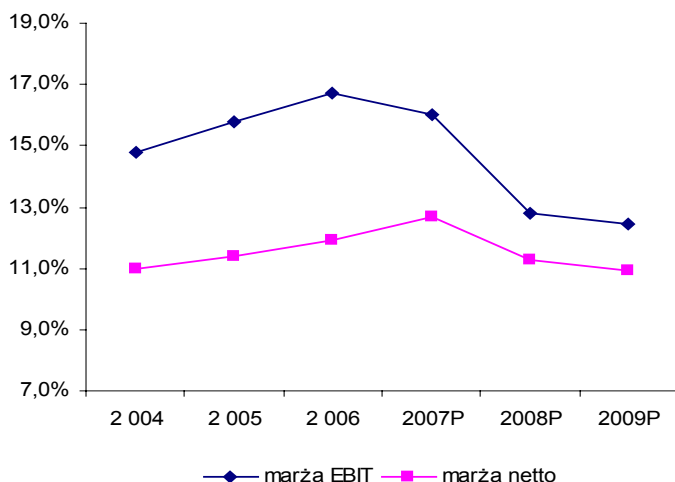
Rysunek 3. Osiągnięte oraz planowane wyniki finansowe Polrest (w mln zł)



Źródło: Polrest S.A., prognozy BM BGŻ

W latach 2004-2006 obserwujemy bardzo dużą dynamikę wzrostu przychodów oraz zysku netto. W okresie tym przychody rosły średnio w tempie 40% rocznie. Tak duża dynamika wzrostu związana jest ze zwiększeniem skali działalności spółki, która powiększyła sieć swoich restauracji z 7 na początku 2004 roku do 18 na koniec 2006. Uwzględniając ambitne plany spółki, dotyczące rozwoju sieci na koniec 2009 roku, tempo wzrostu na lata 2007-2009 powinno być podobne. Wraz ze wzrostem przychodów w podobnym tempie rośnie także zysk netto. Należy także wspomnieć o dużej sezonowości wyników finansowych. Lwią część przychodów spółka osiąga w sezonie letnim. Ma to związek przede wszystkim ze strukturą geograficzną restauracji. Obecnie połowa restauracji zlokalizowana jest w Zakopanem. Efekty sezonowości powinny być w kolejnych latach niwelowane poprzez otwieranie zwiększonej ilości placówek w centrach dużych miast. Polrest charakteryzuje się względnie stałą strukturą przychodów. Począwszy od 2003 roku, 56% wszystkich przychodów Polrest osiąga dzięki produkcji gastronomicznej, resztę stanowi sprzedaż napojów i alkoholi oraz gadżetów reklamowych. Udział tych ostatnich jest jednak jak na razie niewielki i wynosi zaledwie 0.2%.

Rysunek 4. Marże EBIT oraz netto dla Polrest S.A.



Źródło: prognozy BM BGŻ, prognozy BM BGŻ

Marże spółki w latach 2004-2007 wykazywały wyraźne tendencje wzrostowe. Na koniec 2006 roku spółka miała 16% marży zysku na poziomie operacyjnym oraz 11,9% marży netto i były wyższe od średnich marż w sektorze o około 2 pp. Wpływ na to ma przede wszystkim działalność w segmencie premium, która charakteryzuje się wyższymi marżami. W 2008 oraz 2009 roku prognozujemy spadek marż EBIT oraz netto. Wpływ na to powinny mieć przede wszystkim takie czynniki jak dynamiczny wzrost kosztów czynszów oraz zwiększone nakłady inwestycyjne, związane z rozwojem sieci.

2.1. Porównanie Polrest S.A. z konkurentami

Spółka konkuruje z wszystkimi podmiotami, prowadzącymi działalność gastronomiczną. Największymi konkurentami spółki są jednak sieci restauracji, zlokalizowane podobnie jak Polrest w centrach dużych miast. Spółkami porównywalnymi do Polrestu, notowanymi na GPW są SFINKS S.A. oraz AMREST S.A.

Tabela 5. Liczba restauracji oraz przychody na restaurację:

	2005		2006	
		przychody na restaurację		przychody na restaurację
McDonald's Polska				
przychody (w mln zł)	572		668	
liczba restauracji	209	2,74	209	3,20
Amrest				
przychody (w mln zł)	360		436	
liczba restauracji	128	2,81	131	3,33
Sfinks				
przychody (w mln zł)	118		156	
liczba restauracji	78	1,52	96	1,62
Polrest				
przychody (w mln zł)	20		29	
liczba restauracji	13	1,54	18	1,59

Źródło: publikacje spółek

Największe średnie przychody na restauracje osiągają podmioty z segmentu fast food- Amrest, prowadzący m.in. sieci Pizza Hut, KFC oraz McDonald's Polska sp.zo.o. Osiągają one obecnie średnie przychody na poziomie przekraczającym 3 mln zł na restaurację. Restauracje z segmentu casual dining- Sfinks oraz Polrest mogą liczyć na średnie przychody rzędu 1.6 mln zł. Tak duża różnica w średnich przychodach ze sprzedaży na jedną restaurację wynika przede wszystkim z większej popularności segmentu fast-food w naszym kraju. Nie bez znaczenia są również marki tych restauracji. Zarówno McDonald's jak i Pizza Hut czy KFC należą do najbardziej rozpoznawalnych marek nie tylko w Polsce, ale i na świecie. W najbliższym czasie powinniśmy obserwować systematyczny wzrost średnich przychodów na restaurację dla segmentu casual dining oraz premium.

Tabela 6. Zestawienie najważniejszych danych finansowych i marż

	POLREST			SFINKS			AMREST		
	2005	2006	1H 2007	2005	2006	1H 2007	2005	2006	1H 2007
przychody netto ze sprzedaży (w mln zł)	20	28,7	17,7	118,3	155,9	86,6	499,8	629,3	364,7
marża EBIT	15,8%	16,7%	17,2%	12,6%	14,0%	12,0%	4,7%	7,1%	8,8%
zysk netto (w mln zł)	2,3	3,4	2,6	10,6	15,8	8,0	22,1	38,6	24,8
marża netto	11,4%	11,9%	14,8%	9,0%	10,1%	9,2%	4,4%	6,1%	6,8%

Źródło: Obliczenia własne

Polrest charakteryzuje się znacznie wyższymi marżami niż Sfinks i Amrest. Niższe marże dla Amrest-u wynikają z charakteru działalności. Segment fast food charakteryzuje się najniższymi marżami netto, oscylującymi w granicach 5-7%. Różnice między Sfinksem i Polrestem wynikają z większego udziału najbardziej dochodowego segmentu premium w strukturze przychodów dla Polrest-u

3. Charakterystyka Polrest S.A.

3.1. Historia Polrest S.A.

lata 2003-2006

Sukcesywne zwiększanie sieci restauracji w segmencie premium oraz casual dining z 7 na koniec 2003 do 18 na koniec 2006 roku

1 kwartał 2003

Objęcie 2 lokali w Krakowie oraz 3 w Zakopanem, w których prowadzona była działalność gospodarcza w segmencie premium

Restrukturyzacja działalności poprzez całkowitą rezygnację ze świadczenia usług leasingowych i skoncentrowanie się na prowadzeniu sieci restauracji

styczeń 2003

Uruchomienie restauracji w segmencie casual dining pod marką ROOSTER, stanowiącej restaurację modelową dla całej sieci casual dining

rok 2002

Zakup udziałów w spółce Dom Restauracyjny Kraków Sp.z.o.o., posiadającej lokal w Krakowie przy ul.Jagiellońskiej

lata 1998-2001

Świadczenie usług leasingowych oraz opracowywanie planów stworzenia sieci restauracji w segmencie casual dining

17 marzec 1998

Zawiązanie spółki jako Korporacja Krakowska Spółka Akcyjna

Źródło: Polrest S.A.

3.2. Ogólne informacje

Polrest S.A. świadczy usługi gastronomiczne w restauracjach, w segmencie casual dining oraz premium. Obecnie spółka zarządza 19 restauracjami, położonymi w największych miastach Polski oraz Zakopanem. Liczbę restauracji oraz ich dokładne położenie obrazuje poniższa tabela:

casual dining - ROOSTER	2003	2004	2005	2006
liczba restauracji	1	3	6	9
położenie	Kraków Rynek Główny	Kraków Rynek Główny Sopot ul. Boh. Monte Christo 54 Łódź ul.Piotrkowska 90	Kraków Rynek Główny Bydgoszcz ul.Mostowa 3 Gdynia ul.Swiętojańska 51/3 Łódź ul.Piotrkowska 90 Sopot ul. Boh. Monte Christo 54 Zakopane ul.Zaruskiego 2	Kraków Rynek Główny Bydgoszcz ul.Mostowa 3 Gdańsk ul.Długa 4 Gdynia ul.Swiętojańska 51/3 Łódź ul.Piotrkowska 90 Sopot ul. Boh. Monte Christo 54 Zakopane Aqua Park (x2) Zakopane ul.Zaruskiego 2
premium	2003	2004	2005	2006
liczba restauracji	6	7	7	9
położenie	Kraków Rynek Główny 35 Kraków ul.Mikołajska 4 Zakopane ul.Grunwaldzka 25b Zakopane ul.Krupówki 1 Zakopane ul.Krupówki 28 Zakopane ul.Krupówki 33	Kraków Rynek Główny 35 Kraków ul.Mikołajska 4 Zakopane ul.Grunwaldzka 25b Zakopane ul.Krupówki 1 Zakopane ul.Krupówki 28 Zakopane ul.Krupówki 33 Zakopane ul.Krupówki 43	Kraków Rynek Główny 35 Kraków ul.Mikołajska 4 Zakopane ul.Grunwaldzka 25b Zakopane ul.Krupówki 1 Zakopane ul.Krupówki 28 Zakopane ul.Krupówki 33 Zakopane ul.Krupówki 43	Kraków Rynek Główny 35 Kraków ul.Mikołajska 4 Zakopane ul.Grunwaldzka 25b Zakopane ul.Krupówki 1 Zakopane ul.Krupówki 22 Zakopane ul.Krupówki 28 Zakopane ul.Krupówki 33 Zakopane ul.Krupówki 43 Zakopane ul.Zaruskiego 2

Źródło: Polrest S.A

W 2007 roku Polrest planuje otworzyć dodatkowo 7 restauracji (5 z segmentu casual dining oraz 2 z segmentu premium). Jak do tej pory udało się otworzyć 1 restaurację ROOSTER w Krakowie przy ulicy Mikołajewskiej. W najbliższym czasie ma dojść do otwarcia kolejnych dwóch lokali ROOSTER: w Warszawie na Krakowskim Przedmieściu oraz w Poznaniu na Starym Rynku

3.3. Segment casual dining

3.3.1. Lokalizacja oraz wystrój

Segment casual dining to restauracje na każdą okazję, zarówno na lunch, spotkanie biznesowe, rodzinny wypad czy wieczorne wyjście z przyjaciółmi. Polrest w tym segmencie prowadzi sieć restauracji pod marką **ROOSTER**, zlokalizowanych w wybranych miastach Polski. Restauracje ROOSTER otwierane są w największych miastach Polski, charakteryzujących się niską stopą bezrobocia (Kraków, Gdańsk, Łódź, Poznań, Gdynia, Bydgoszcz) lub w popularnych miejscowościach turystycznych (głównie Zakopane oraz Sopot). Wszystkie położone są w bardzo atrakcyjnych lokalizacjach, charakteryzujących się dużym natężeniem ruchu pieszych (starówki, deptaki). Oprócz sieci ROOSTER, Polrest zarządza także dwoma lokalami w Zakopanem, które także zaliczane są do tego segmentu. Usytuowane są one w Parku Wodnym, który gromadzi rokrocznie coraz większą rzeszę turystów.

Wystrój restauracji nawiązuje do amerykańskiej restauracji przy kultowej drodze „Route 66” z lat 60. Elementy dekoracyjne stanowią zabytkowe motory, tablice rejestracyjne, słupy trakcji elektrycznej, stojące przy drogach oraz wiele innych elementów nawiązujących do tego okresu. Dodatkowo w każdym lokalu znajduje się duży ekran telewizyjny, umożliwiający śledzenie najważniejszych relacji sportowych na żywo.

wystrój restauracji nawiązuje do amerykańskiej restauracji przy kultowej drodze Route 66 z lat '60

Kelnerkami są zawsze młode, atrakcyjne kobiety w jednolitych strojach z logo firmy. Każdy lokal posiada oprócz sal dla palących, wydzielone sale dla tych, którzy stronią od tytoniu. Polrest stara się optymalnie wykorzystywać powierzchnie swoich lokali również poprzez budowę antresoli oraz ogródków letnich. Średnia powierzchnia lokalu wynosi obecnie 319 m².

3.3.2. Menu

W całej sieci ROOSTER oferowane jest jednolite menu. Ceny zestawów kształtują się od 20 zł w górę. Klienci, odwiedzający restauracje ROOSTER, chcący zjeść dobry obiad mają do wyboru:

- ◆ dania mięsne (m.in. filet z kurczaka, steki, szaszłyki z polędwicy)
- ◆ dania z ryb
- ◆ zupy
- ◆ sałatki
- ◆ zestawy dla dzieci

3.3.3. Zaopatrzenie

Restauracje ROOSTER cechują się bardzo dużą standaryzacją. Polrest stosuje jednolitą koncepcję wyposażenia i funkcjonowania zaplecza kuchennego oraz cyklu. Za dostarczanie produktów do całej sieci odpowiedzialna jest firma *Dania Fast Food sp. z o.o.* z którą spółka ma podpisaną umowę na zaopatrzenie swoich lokali. Spółka posiada własny zakład produkcyjny usytuowany w Sygneczowie pod Krakowem. Jest jedynym podmiotem w segmencie casual dining posiadającym własne zaplecze produkcyjne. Gwarantuje to powtarzalność podawanych dań, bez względu na miejsce pobytu (czy jest to Kraków czy Sopot). W samej restauracji dokonywana jest jedynie obróbka termiczna w specjalnie do tego przystosowanych piecach gastronomicznych. Wszystkie procedury, zawierające m.in. opis przyrządzenia, wygląd, ułożenie na talerzu oraz

sposób podawania dań, są szczegółowo opisane. Spółka posiada piece zastępcze. Gdyby, któryś z pieców uległ awarii, może być on bez problemu zastąpiony przez piec „rezerwowy”.

3.3.4. Docelowy klient

Sieć ROOSTER nastawiona jest na dwa typy klienteli: „obiadowych” oraz „biesiadnych”. Klientami są najczęściej osoby młode, chcące zarówno zjeść dobry obiad jak i spotkać się z przyjaciółmi. Sporą część obrotów, restauracje generują w godzinach wieczornych oraz nocnych (godziną zamknięcia lokalu jest zwykle godzina 1 w nocy). Zawdzięczają to przede wszystkim transmisjom na żywo z najważniejszych wydarzeń sportowych. Nastawienie na klienta „biesiadnego” jest jednym z powodów dla którego spółka nie planuje w najbliższym czasie otwierać restauracji ROOSTER w centrach handlowych (te jak wiadomo są czynne zwykle do godziny 21).

Polrest posiada własny zakład produkcyjny usytuowany pod Krakowem

3.4. Segment premium

3.4.1. Lokalizacja oraz wystrój

Segment premium to oferta skierowana do wymagającego klienta zamożnego. Do najważniejszych cech restauracji z tego segmentu należy zaliczyć, oprócz prestiżowej lokalizacji, bogaty wybór dań, pełną obsługę kelnerską oraz odpowiedni wystrój wnętrza, charakterystyczny do położenia danej restauracji.

Polrest w tym segmencie prowadzi obecnie 9 restauracji. 7 z nich położonych jest w Zakopanem. W przeciwieństwie do sieci ROOSTER, segment premium nie jest wystandaryzowany. Każda restauracja jest inna, każda ma swój specyficzny klimat. Restauracje zlokalizowane w Zakopanem są zaprojektowane w ten sposób, aby klient czuł się jak w prawdziwej góralskiej izbie. Wystrój oparty jest na tradycyjnych ludowych rekwizytach. Podobnie jak w przypadku sieci ROOSTER, spółka stara się maksymalizować powierzchnie swoich lokali poprzez budowę antresoli oraz ogródków letnich. Każda z restauracji cechuje się pełną obsługą kelnerską, ubraną w jednolite regionalne stroje. Średnia powierzchnia lokalu w segmencie premium to 224 m².

3.4.2. Menu

Menu każdej restauracji oparte jest na tradycyjnych potrawach regionalnych. Klienci mają możliwość spożywania potraw przyrządzanych z różnorodnych mięs (wieprzowiny, cielęciny, drobiu, baraniny). W nazewnictwie dań zachowana jest także gwara charakterystyczna dla danego obszaru. I tak, klient w Zakopanem będzie mógł spożyć takie dania jak:

- ◆ *gazdowy zawijaniec w bułce poniywiyrany*
- ◆ *schab po cygańsku z bockiyem i masłem cosnkowym*
- ◆ *gicz z cielyncio z cebulkom dusiono*

Ponadto w menu, oprócz dań mięsnych, znajdują się także zupy oraz drobne zakąski.

Polrest dokonuje aktualizacji menu dwukrotnie w ciągu roku. Dania, charakteryzujące się najmniejszą sprzedażą bądź znaczącym spadkiem sprzedaży, są zastępowane nowymi potrawami.

Wszystkie potrawy zanim trafią do menu są testowane przez technologa, kucharzy oraz kadre zarządzającą. Średni rachunek w restauracji premium wynosi 70 zł.

3.4.3. Zaopatrzenie

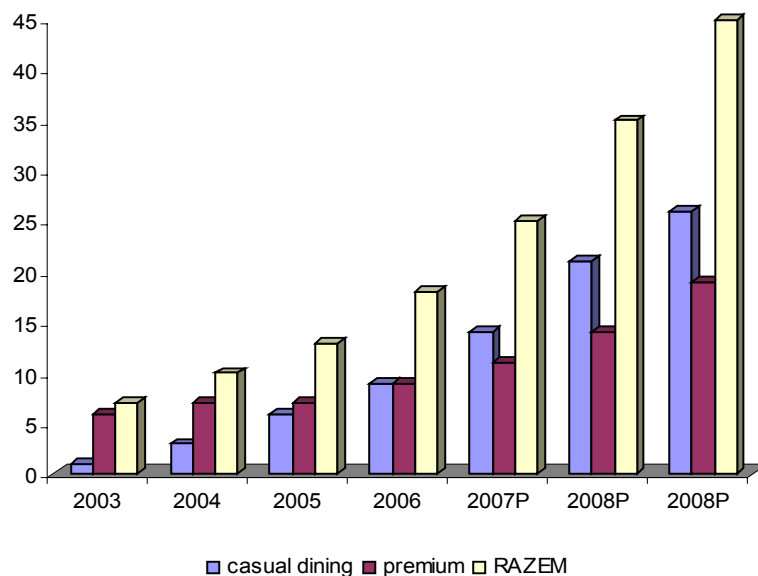
Podobnie jak w sieciach ROOSTER tak tutaj również mamy do czynienia z centralnym zaopatrzeniem lokali. Różnica polega tylko na tym, że potrawy w restauracji premium są przygotowywane i przyprawiane na miejscu przez kucharza. Ma to na celu nadanie potrawie, charakterystycznego dla danego obszaru regionalnego, smaku.

3.4.4. Docelowy klient

Poszczególne restauracje skoncentrowane są na obsłudze różnych grup klientów. Te położone na Krupówkach kierują swą ofertę do indywidualnych turystów krajowych i zagranicznych, chcących miło spędzić czas w góralskiej izbie. Restauracja *Gazda* zajmuje się przede wszystkim obsługą gości Hotelu Gromada. Pozostałe restauracje zajmują się przede wszystkim obsługą zorganizowanych grup turystycznych oraz klientów korporacyjnych, organizujących imprezy integracyjne, szkolenia czy konferencje.

3.5. Liczba restauracji oraz nakłady inwestycyjne

Rysunek 1. Liczba restauracji na koniec roku



Źródło: Polrest S.A.

Liczba restauracji zarządzanych przez Polrest systematycznie wzrasta. W 2003 roku spółka była właścicielem 7 restauracji (w tym 6 restauracji premium). Na koniec 2006 roku było to 18 lokali. W kolejnych latach obserwujemy dynamiczny wzrost liczby restauracji ROOSTER (segment casual dining), których liczba do końca 2008 roku ma wzrosnąć prawie trzykrotnie. Wszystkie mają być otwierane w bardzo strategicznych miejscach największych miast Polski. Troszkę wolniej rosnąć ma segment premium, z uwagi na fakt, iż restauracje te spółka otwiera w charakterystycznych obszarach regionalnych (obecnie są to góry, gdzie Polrest zarządza już 7

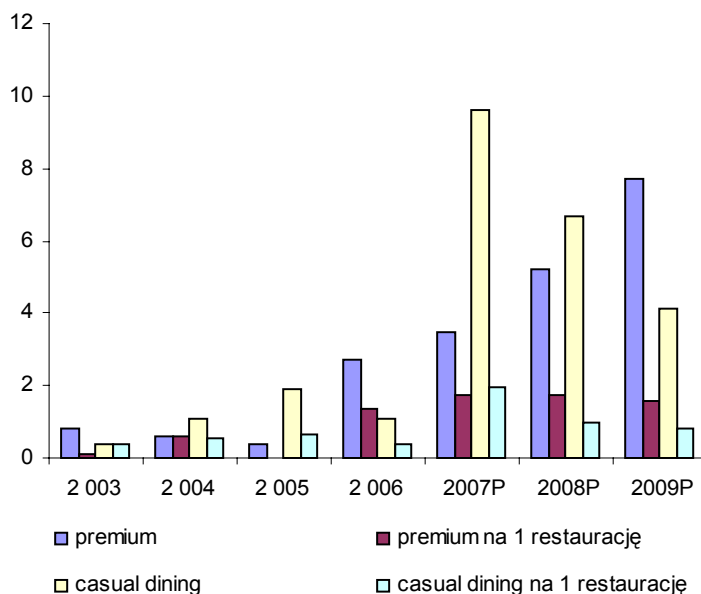
lokalami w Zakopanem). Przeprowadzane są badania zapotrzebowania na ten segment rynku w pozostałych górskich miejscowościach, takich jak Wisła czy Szczyrk.

Jak do tej pory w 2007 roku z planowanych 7 nowych lokali udało się otworzyć jeden w Krakowie przy ulicy Mikołajskiej. Spowodowane jest to późniejszym, niż planowanym, wpływaniem środków z przeprowadzonej emisji akcji. W niedługim czasie powinno dojść także do otwarcia restauracji w Poznaniu na Starym Rynku oraz w Warszawie na Krakowskim Przedmieściu. Minimalną wymaganą powierzchnią dla lokalu jest powierzchnia 160 m². Najważniejszym czynnikiem ryzyka niezrealizowania ambitnych prognoz zarządu, jest z pewnością trudność pozyskania odpowiednich lokali w atrakcyjnych lokalizacjach.

Na koniec 2008 roku Polrest planuje zarządzać 45 restauracjami

Ponoszone oraz planowane nakłady inwestycyjne dla segmentów premium oraz casual dining obrazuje poniższy wykres:

Rysunek 2. Nakłady inwestycyjne (w mln zł)



Źródło: Polrest S.A.

Wydatki inwestycyjne na uruchomienie 18 restauracji w latach 2003-2006 wyniosły w sumie 12,1 mln zł. Na lata 2007-2009 na uruchomienie kolejnych 27 restauracji zarząd planuje przeznaczyć 43,5 mln zł. Na ten cel zostaną przeznaczone pozyskane 24 mln zł z emisji akcji, reszta oraz dalszy rozwój sieci mają być finansowane leasingiem finansowym, kredytami oraz sukcesywnie wypracowanymi środkami własnymi.

Różnica w nakładach inwestycyjnych na 1 restaurację w latach 2003-2006 oraz planowanych w latach 2007-2009 wynika z faktu, iż Polrest przejmował lokale, w których była już prowadzona działalność gastronomiczna, w związku z czym musiał dokonać jedynie niewielkich prac adaptacyjnych. Zarząd spółki szacuje, iż otwarcie jednej restauracji ROOSTER to wydatek rzędu 800-1 mln zł, natomiast dla restauracji premium należy się liczyć z kosztami od 1,5 do 2 mln zł.

3.6. Otoczenie rynkowe Polrest S.A.

3.6.1. Otoczenie makroekonomiczne

W Polsce, dynamika PKB za I kwartał br. wyniosła aż 7,4% (r/r). Za tak dobry wynik odpowiedzialne są przede wszystkim spożycie indywidualne oraz inwestycje. Szacuje się, że tendencje te powinny być zachowane także w kolejnych kwartałach. Dynamika wzrostu PKB w II, III oraz IV kwartale powinna kształtować się na poziomie 5.7-6.0% (r/r). Dodatkowo czynnikami sprzyjającymi dla spółki są także: rosnące w tempie 6.5% (r/r) płace realne brutto oraz spadające bezrobocie, które na koniec 2007 roku ma wynieść 11.5%.

3.6.2. Rynek usług gastronomicznych

Wyróżniamy trzy najważniejsze segmenty rynku usług gastronomicznych:

- ◆ premium - restauracje przeznaczone dla zamożniejszych klientów, charakteryzujące się bogatą ofertą dań, pełną obsługą kelnerską oraz tworzące specyficzny, regionalny klimat
- ◆ casual dining - restauracje na każdą okazję – lunch, spotkanie biznesowe czy wyjście z przyjaciółmi
- ◆ fast-food – posiłki gotowe do podania w momencie zamówienia

Sieć punktów gastronomicznych obejmuje prowadzenie działalności w restauracjach, barach, stołówkach oraz pozostałych punktach gastronomicznych. Działalność gastronomiczna najczęściej prowadzona jest w barach. Ich udział w ogólnej strukturze sieci wynosi 43.5%. 30% wszystkich przychodów, stanowią przychody generowane przez restauracje, których udział w rynku systematycznie rośnie. Rośnie także liczba nowo otwieranych restauracji. Obecnie stanowią one 10.5% wszystkich punktów gastronomicznych w kraju.

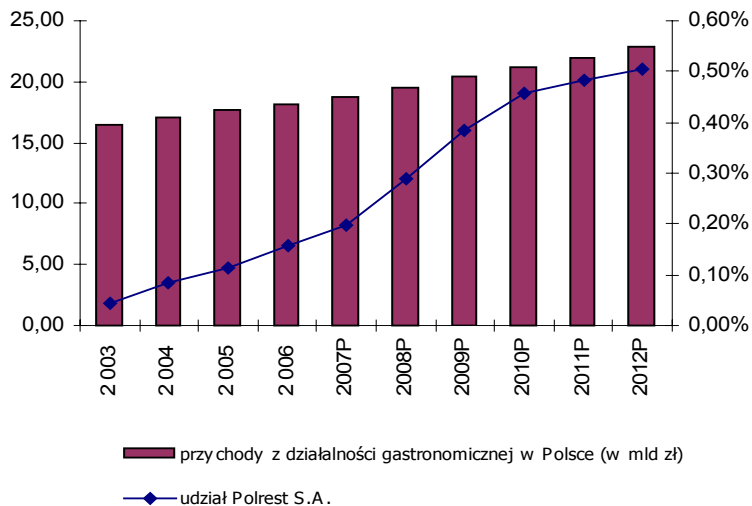
Wartość rynku usług gastronomicznych w Polsce wynosi obecnie 18 mld zł. Jest on niezwykle rozdrobniony. Udział McDonald's oraz Amrest-u, czyli największych graczy na rynku kształtuje się na poziomie od 3 do 4%. Taka sytuacja z jednej strony stwarza bardzo duże szanse rozwoju dla istniejących graczy (poprzez wypieranie mniejszych podmiotów), natomiast z drugiej strony oznacza duże ryzyko wchodzenia na rynek silnych kapitałowo i doświadczonych międzynarodowych sieci (po wejściu Polski do Unii Europejskiej, nie ma obecnie większych barier wejścia na nasz rynek). Szacuje się, że wartość polskiego rynku usług gastronomicznych ma do 2010 roku rosnać w tempie szybszym niż wzrost PKB i przekroczyć barierę 20 mld zł. Głównym motorem tego wzrostu są zachodzące w naszym kraju zmiany społeczne. Polacy coraz więcej czasu spędzają w pracy, co sprawia, że coraz częściej korzystają z usług punktów gastronomicznych. Nie bez znaczenia jest także praca zawodowa kobiet oraz rozwój klasy średniej, najczęściej korzystającej z usług segmentu casual dining. Dlatego prognozujemy, że będzie się on rozwijał najdynamiczniej z całej branży. Ogromny potencjał naszego rynku obrazują statystyki dotyczące liczby odwiedzin restauracji w ciągu. Statyczny Amerykanin je poza domem ok. 150 razy w ciągu roku, Anglik, Francuz czy Niemiec od 50-70 razy, natomiast Polak odwiedza restauracje zaledwie kilka razy w roku. Stopień penetracji rynku również jest niewielki. Obecnie

Wartość polskiego rynku usług gastronomicznych ma do 2010 roku rosnać w tempie szybszym niż wzrost PKB

na 10 tys. mieszkańców naszego kraju przypada około 15 restauracji, podczas, gdy w krajach Europy Zachodniej jest to 30-50 punktów gastronomicznych

Przychody Polrest S.A. na koniec 2006 roku, stanowiły 0.16% przychodów wszystkich placówek gastronomicznych w Polsce. Udział ten systematycznie rośnie. W 2003 roku wynosił on zaledwie 0.04%. W kolejnych latach prognozujemy systematyczny wzrost udziału spółki w rynku.

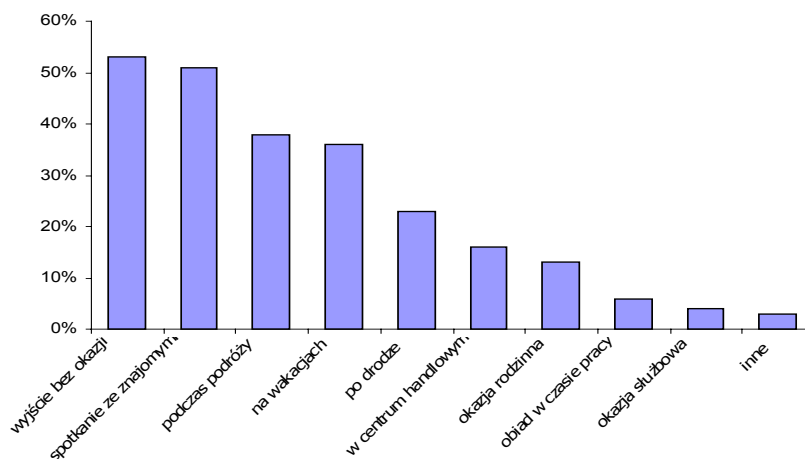
Rysunek 5. Wartość rynku oraz udział Polrest S.A.



Źródło: GUS, lata 2007-2012 prognozy BM BGŻ

Przyczyni się do tego dynamiczny rozwój segmentu casual dining (w którym Polrest prowadzi sieć swoich restauracji) oraz wypieranie drobnych podmiotów, przez sieci restauracji, usytuowane w atrakcyjnych lokalizacjach.

Rysunek 6. Powody odwiedzin lokali gastronomicznych przez Polaków



Źródło: raport Brog Media „Rynek gastronomiczny w Polsce 2006”

W przeprowadzonym badaniu przez Brog Media wynika, iż najczęstszym powodem dla którego Polacy decydują się na odwiedzinę lokalu gastronomicznego są wyjścia „bez okazji” oraz spotkania ze znajomymi. Powyższe pozycje, jako „bodziec” odwiedzenia lokalu, wskazywał co drugi ankietowany. Wysoką pozycję zajmuje także pozycja „na wakacjach” (36%). Na podstawie 2007-10-01

powyższego badania, możemy stwierdzić, że Polrest słusznie określił swojego klienta docelowego, którym są właśnie osoby młode, chcące miło spędzić czas oraz spotkać się z przyjaciółmi. Spółka, posiadając 9 restauracji (w tym 2 w Parku Wodnym) w Zakopanem oraz 2 w Trójmieście, trafia także ze swoją ofertą do klienta „na wakacjach”.

4. PROGNOZY

Poniżej przedstawiamy prognozy wyników finansowych Polrest S.A. na których oparliśmy naszą wycenę:

Tabela 7. Prognoza rachunku zysków i strat

(mln PLN)	2006	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody netto	28,7	37,2	56,6	78,4	96,9	106,1	115,8
<i>zmiana r/r</i>	-	29,6%	52,0%	38,5%	23,7%	9,5%	9,1%
Przychody ze sprzed. produktów	28,5	37,0	56,2	77,9	96,3	105,5	115,1
Przychody ze sprzed. tow. i mat.	0,2	0,2	0,4	0,5	0,6	0,7	0,7
Koszt sprzed. prod., tow. i mat.	17,0	26,1	40,9	57,0	68,7	75,7	83,1
Koszt wytworzenia sprzedanych produktów	1,2	0,0	2,2	0,0	0,0	3,3	4,9
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) brutto na sprzedaży	11,7	11,1	15,7	21,4	28,2	30,4	32,8
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	40,9%	29,8%	27,8%	27,3%	29,1%	28,6%	28,3%
Koszty ogólnego zarządu	6,9	5,2	7,9	11,0	13,6	14,9	16,2
EBITDA	6,4	7,2	10,1	13,7	18,6	19,9	21,4
EBIT	4,8	5,9	7,8	10,4	14,6	15,5	16,5
<i>marża operacyjna</i>	16,7%	15,8%	13,8%	13,3%	15,1%	14,6%	14,3%
Przychody finansowe	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty finansowe	0,8	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) z działalności gospodarczej	3,8	5,4	7,7	10,3	14,6	15,5	16,5
Zysk (strata) brutto	3,8	5,4	7,7	10,3	14,6	15,5	16,5
<i>marża brutto</i>	13,1%	14,5%	13,6%	13,2%	15,1%	14,6%	14,3%
Podatek dochodowy	10,4	0,0	0,0	18,2	27,7	38,4	47,5
Zysk (strata) netto	3,4	4,6	6,2	8,4	11,8	12,6	13,4
<i>marża netto</i>	11,9%	12,3%	11,0%	10,7%	12,2%	11,9%	11,6%

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognozy BM BGŻ

Tabela 8. Prognoza bilansu

(mln PLN)	2006	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	22,9	51,3	61,4	68,7	73,1	78,6	85,6
Aktywa trwałe	9,8	19,5	26,7	33,3	33,3	33,3	33,3
Wartości niematerialne i prawne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rzeczowe aktywa trwałe	7,5	17,2	24,4	31,0	31,0	31,0	31,0
Należności długoterminowe	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Aktywa obrotowe	13,1	31,8	34,8	35,4	39,8	45,3	52,3
Zapasy	1,2	1,5	2,3	3,2	4,0	4,4	4,8
Należności krótkoterminowe	1,4	1,9	2,9	4,1	5,0	5,5	6,0
Inwestycje krótkoterminowe	10,0	28,3	29,5	28,1	30,8	35,5	41,6
Rozliczenia międzyokresowe	0,46	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
PASYWA	22,9	51,3	61,4	68,7	73,1	78,6	85,6
Kapitał własny	8,1	37,3	43,5	47,7	53,6	59,9	66,6
Kapitał zakładowy	0,5	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63
Kapitał zapasowy	4,2	32,0	36,6	38,7	41,1	46,7	52,5
Zysk netto	3,4	4,6	6,2	8,4	11,8	12,6	13,4
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	14,9	14,0	18,0	21,1	19,5	18,8	19,1
Zobowiązania długoterminowe (leasing finansowy)	2,8	6,3	8,5	9,4	5,7	3,7	2,6
Zobowiązania krótkoterminowe nieoprocentowane	4,5	5,2	7,9	11,0	13,6	14,9	16,2
<i>Kredyty i pożyczki</i>	6,6	2,2	1,3	0,4	0,0	0,0	0,0
Rezerwy i rozliczenia międzyokresowe	1,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3

Źródło: BM BGZ S.A.

P - prognozy BM BGZ

Tabela 9. Rachunek przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2006	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy z działalności operacyjnej	3,8	5,6	9,4	12,7	16,7	17,4	18,7
Zysk netto	3,4	4,6	6,2	8,4	11,8	12,6	13,4
Amortyzacja	1,6	1,3	2,3	3,3	4,0	4,4	4,9
Zmiana kapitału obrotowego	1,2	0,4	-0,9	-1,0	-0,9	-0,4	-0,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-8,2	-11,1	-9,5	-9,9	-4,0	-4,4	-4,9
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	-8,2	-11,1	-9,5	-9,9	-4,0	-4,4	-4,9
Przepływy z działalności finansowej	1,2	23,8	1,3	-4,2	-10,0	-8,3	-7,8
Wpływy netto z emisji akcji	0,0	24,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy	0,0	0,0	0,0	-4,2	-5,9	-6,3	-6,7
Leasing finansowy	-0,7	3,6	2,2	0,9	-3,7	-2,0	-1,1
Zmiana stanu kredytów i pożyczek	1,9	-4,4	-0,9	-0,9	-0,4	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-3,2	18,3	1,2	-1,4	2,7	4,7	6,1
Środki pieniężne na początek okresu	6,7	10,0	28,3	29,5	28,1	30,8	35,5
Środki pieniężne na koniec okresu	10,0	28,3	29,5	28,1	30,8	35,5	41,6

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognozy BM BGŻ

Tabela 10. Najważniejsze wskaźniki finansowe

(mln PLN)	2006	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
zmiana przychód netto ze sprzedaży	43,0%	29,6%	52,0%	38,5%	23,7%	9,5%	9,1%
Zmiana EBITDA	158,1%	12,8%	41,2%	35,3%	36,0%	7,1%	7,4%
Zmiana EBIT	51,3%	22,3%	32,8%	33,4%	40,7%	6,1%	6,5%
Zmiana zysku netto	49,2%	34,3%	35,2%	34,8%	41,4%	6,2%	6,5%
Marża brutto na sprzedaży	40,9%	29,8%	27,8%	27,3%	29,1%	28,6%	28,3%
Marża EBIT	16,7%	15,8%	13,8%	13,3%	15,1%	14,6%	14,3%
Marża EBITDA	22,1%	19,3%	17,9%	17,5%	19,2%	18,8%	18,5%
Marża zysku brutto	13,1%	14,5%	13,6%	13,2%	15,1%	14,6%	14,3%
Marża zysku netto	11,9%	12,3%	11,0%	10,7%	12,2%	11,9%	11,6%
ROE	42,4%	12,3%	14,3%	17,6%	22,1%	21,0%	20,1%
ROA	14,9%	9,0%	10,1%	12,2%	16,2%	16,0%	15,6%
ROS	11,9%	12,3%	11,0%	10,7%	12,2%	11,9%	11,6%
Zobowiązania / Kapitał Własny	184,0%	37,6%	41,3%	44,2%	36,5%	31,4%	28,7%
Rotacja zapasów	13	15	15	15	15	15	15
Rotacja należności	18	19	19	19	19	19	19
Cykl operacyjny	31	34	34	34	34	34	34
Rotacja zobowiązań niefinansowych	51	51	51	51	51	51	51
Cykl konwersji gotówki	-20	-17	-17	-17	-17	-17	-17

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognozy BM BGŻ

Biuro Maklerskie BGŻ S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ. Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BGŻ za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM BGŻ z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BGŻ w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia. Raport przygotowany przez BM BGŻ jest ważny w okresie 6-9 miesięcy od dnia sporządzenia go, o ile nie nastąpi wcześniejsza jego zmiana. Raport w całości lub w części może być udostępniony do wiadomości publicznej przez BM BGŻ po upływie dwóch tygodni od dnia jego sporządzenia. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGŻ jest zabronione.

BM BGŻ przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 6-9 miesięcy od dnia wydania raportu:

- **Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%,
- **Neutralnie** - oczekiwana stopa z inwestycji będzie wahać się w przedziale (-10%; + 10%),
- **Sprzedaj** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku. Pomiędzy BM BGŻ a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Jest możliwe, że BM BGŻ świadczyło, świadczy lub może świadczyć usługi na rzecz podmiotów wymienionych w publikacji.

Historia rekomendacji

data rekomendacji	typ rekomendacji	kurs w dniu rekomendacji	czas ważności rekomendacji
-	-	-	-

BIURO MAKLESKIE BANKU BGŻ
ul. Żurawia 6/12, 00-503 Warszawa
tel. (22) 32 94 300, fax (22) 32 94 303
e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl
www.bgz.pl

Obsługa klientów instytucjonalnych

Wydział Operacji Brokerskich

tel.

(22) 32 94 327
(22) 32 94 328

e-mail

makler@bmbgz.pl

Obsługa klientów indywidualnych

POK oraz internetowy serwis transakcyjny **bmBGŻ.net**