Dom Maklerski BDM S.A.

ORBIS

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 45.6 PLN

07 LIPIEC 2014

Spoglądając na utrzymujące się dobre tendencje na rynku hotelowym, liczymy że wyniki za 2014 rok pomimo braku istotnych wydarzeń jednorazowych będą odbierane pozytywnie przez inwestorów. Dlatego zdecydowaliśmy się na podtrzymanie zalecenia Akumuluj dla walorów spółki i podnosimy cenę docelową z 43.9 do 45.6 PLN (w tym 1.5 PLN/akcję dywidendy). Przy naszych założeniach i cenie docelowej na poziomie 45.6 PLN, Orbis będzie handlowany przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2015-2016 na poziomie 8.0x i 7.4x. Uważamy, że są to wartości odpowiednie, uwzględniając komfortową sytuacją gotówkową oraz ścieżkę wzrostu wyników jaką otworzy perspektywa zwiększenia bazy hoteli.

Początek 2014 roku, jak na sezonowo słaby okres, był kolejnym w miarę udanym kwartałem pod względem wzrostu frekwencji r/r w hotelach spółki. Frekwencja w 1Q'14 wzrosła o 0.3 pkt % do 45.6%, tym samym spółka sprzedała ok. 406.4 tys. pokojonocy. W zakresie uzyskiwanych cen, zwracamy uwagę, że ARR w 1Q'14 wzrósł o 3.2% do 196.7 PLN, a RevPAR zwiększył się o 3.8% r/r do 89.7 PLN. W ujęciu segmentowym lepsze dane wykazywał obszar hoteli up&midscale aniżeli hoteli ekonomicznych.

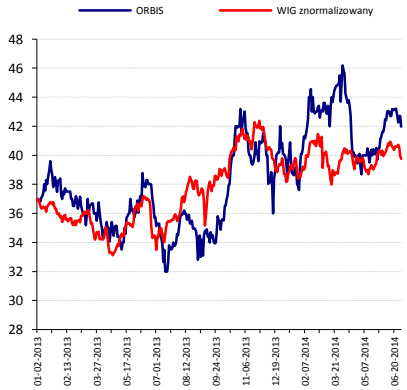
Zakładamy, że kolejne kwartały wykażą utrzymanie obecnej poprawy sytuacji w hotelarstwie. Tym samym spółka powinna utrzymać dobre obłożenie pokoi. Dodatkowo spodziewamy się także większej swobody w powolnym podnoszeniu średniej ceny za pokój. Zatem liczymy, że frekwencja w skali całego 2014 roku w hotelach Orbisu wyniesie ok. 58.8% (+0.3 pkt % r/r). Bardziej sprzyjająca sytuacja w branży powinna dodatkowo pozwolić na efektywny wyższy poziom średniej ceny za pokój. Spodziewamy się, że średnioroczny ARR w 2014 roku wzrośnie do ok. 216 PLN (+2.8% r/r). Tym samym oczekujemy, że w 2014 roku przychody spółki przekroczą 710 mln PLN. Na poziomie kosztów operacyjnych nie oczekujemy istotnych zmian względem 2013 roku dla obecnej struktury bazy hoteli. Dlatego prognozujemy, że wynik EBITDA za 2014 rok powinien osiągnąć poziom ok. 211.7 mln PLN.

Zwracamy uwagę, że działania Accor zachęcają Orbis do odważniejszych decyzji w zakresie zwiększenia bazy hoteli poprzez przejęcia. Sądzimy, że realizacja takiego scenariusza będzie bezpośrednim impulsem do przyszłego wzrostu poziomu EBITDA w naszym modelu (inną kwestią pozostanie przyszła ocena wynegocjowanych cen za przejmowane obiekty).

Wycena końcowa [PLN]	**45.6**
Potencjał do wzrostu / spadku	**+9 %**
Cena rynkowa [PLN]	41.9
Kapitalizacja [mln PLN]	1 931
Ilość akcji [mln. szt.]	46.1
Kurs maksymalny za 6 mc [PLN]	46.50
Kurs minimalny za 6 mc [PLN]	36.01
Stopa zwrotu za 3 mc	-9%
Stopa zwrotu za 6 mc	3%
Stopa zwrotu za 9 mc	20%
Akcjonariat (% głosów):	
Accor	52.7%
Aviva OFE	9.9%
ING PTE	5.2%
Amplico PTE	5.1%

Maciej Bobrowski
bobrowski@bdm.pl
tel. (0-32) 208-14-12
Dom Maklerski BDM S.A.
ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody [mln PLN]	695.2	709.2	682.6	710.1	741.6	772.7
EBITDA [mln PLN]	282.6	195.5	196.2	211.7	226.5	237.7
EBIT [mln PLN]	161.1	83.2	81.9	99.3	112.8	123.0
Wynik netto [mln PLN]	133.2	112.9	66.2	83.0	96.0	105.9
P/BV	1.0x	1.0x	1.0x	1.0x	1.0x	1.0x
P/E	16.2x	28.4x	29.7x	23.3x	20.1x	18.2x
EV/EBITDA	6.1x	9.1x	8.9x	8.0x	7.2x	6.7x
EV/EBIT	10.6x	21.4x	21.2x	17.0x	14.5x	12.9x
DPS	0.0	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.
Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

SPIS TREŚCI:

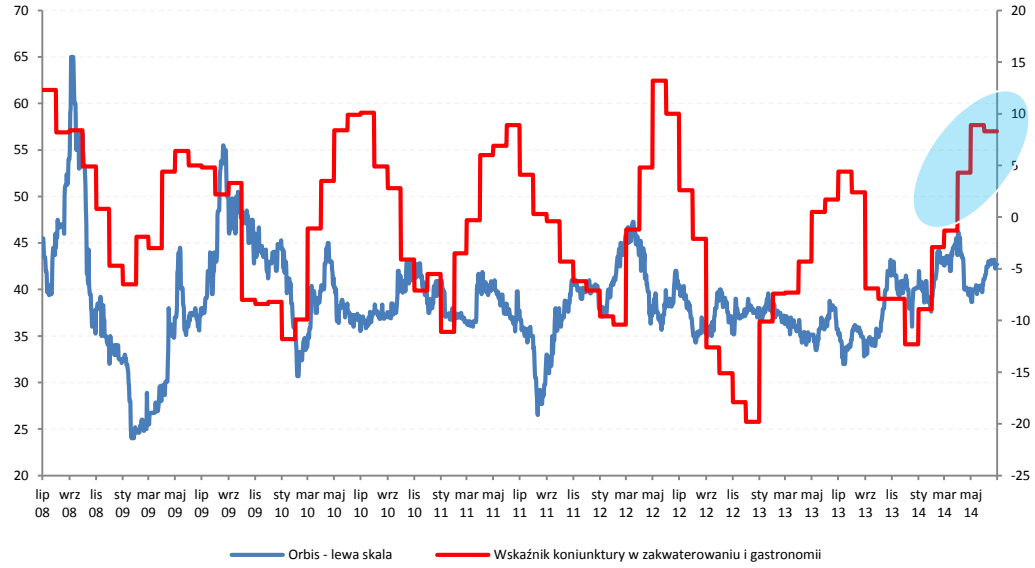
WYCENA I PODSUMOWANIE 3
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA 4
WYCENA DCF 4
WYCENA PORÓWNAWCZA 7
WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q 2014 9
KONIUNKTURA W BRANŻY ZAKWATEROWANIA W POLSCE 14
PROGNOZA NA 2014 I KOLEJNE OKRESY 15
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI 17

WYCENA I PODSUMOWANIE

W porównaniu do raportu z początku 2014 roku nie dokonaliśmy istotnych zmian w modelu. Spoglądając na utrzymujące się dobre tendencje na rynku hotelowym liczymy, że wyniki za 2014 rok pomimo braku istotnych wydarzeń jednorazowych będą odbierane pozytywnie przez inwestorów. Zakładamy, że kolejne kwartały wykażą utrzymanie obecnej poprawy sytuacji w hotelarstwie. Tym samym spółka powinna utrzymać dobre obłożenie pokoi i prognozujemy, że wynik EBITDA za 2014 rok powinien osiągnąć poziom ok. 211.7 mln PLN. Na lata 2015-2016 także nie dokonaliśmy istotnych korekt. Na bazie obserwowanego ożywienia w branży liczmy na lepsze odczyty o wzroście ARR i RevPAR. Tym samym utrzymujemy optymistyczną ścieżkę wzrostu EBITDA do pułapu odpowiednio 226 i 237 mln PLN.

W końcówce 2016 roku zakładamy uruchomienie nowego hotelu własnego w Krakowie (ok. 200 pokoi). Nie uwzględniamy dokonania akwizycji, które są coraz bardziej prawdopodobne. Działania Accor zachęcają bowiem Orbis do odważniejszych decyzji w tym zakresie i inwestorzy nie powinni być zaskoczeni przyszłymi komunikatami o zakupie nowych hoteli. Sądzimy, że realizacja takiego scenariusza będzie bezpośrednim impulsem do przyszłego wzrostu poziomu EBITDA w naszym modelu (inną kwestią pozostanie przyszła ocena wynegocjowanych cen za przejmowane obiekty).

Zmiana r/r wskaźnika koniunktury w zakwaterowaniu i gastronomii w Polsce na tle kursu Orbisu



Odczyty GUS o koniunkturze w zakwaterowaniu i gastronomii w Polsce sugerują postępujące odczuwalne ożywienie.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Podsumowując, zdecydowaliśmy się na podtrzymanie zalecenia Akumuluj i podnosimy ceną docelową z 43.9 do 45.6 PLN (w tym 1.5 PLN/akcję dywidendy). Liczymy, że kolejne kwartały przyniosą dalsze utrwalenie obserwowanej poprawy w branży hotelarskiej w Polsce. Przy naszych założeniach i cenie docelowej na poziomie 45.6 PLN, Orbis będzie handlowany przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2015-2016 na poziomie 8.0x i 7.4x. Uważamy, że są to wartości odpowiednie, uwzględniając komfortową sytuacją gotówkową oraz ścieżkę wzrostu wyników jaką otworzy perspektywa zwiększenia bazy hoteli.

Podsumowanie wyceny

		mld PLN	PLN/akcję
A	Wycena DCF	2.09	45.4
B	Wycena porównawcza do Accor	2.1 – 2.3	45.6 – 50
C	**Wycena końcowa (docelowy mnożnik EV/EBITDA'15 Orbisu = 8.0x)**	**2.1**	**45.6**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przy sugerowanej cenie na poziomie 45.6 PLN/akcję, z naszych szacunków wynika, że wartość EV w przeliczeniu na 1 pokój wyniosłaby ok. 187.2 tys. PLN (licząc tylko pokoje własne) oraz 154.5 tys. PLN (licząc wszystkie pokoje w sieci Orbisu łącznie z franczyzą). Po przeliczeniu na EUR daje to odpowiednio 45.1 i 37.2 tys. EUR/pokój. Liczymy, że ARR w 2014 roku w pokojach własnych Orbisu wyniesie 216 PLN. Tym samym przy sugerowanej cenie 45.6 PLN/akcję, relacja EV/pokój do średniorocznego ARR (przy obłożeniu ok. 58.8%) w przeliczeniu na 1 pokój daje mnożnik ok. 866x.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Wpływ na koniunkturę w branży hotelarskiej ma szereg czynników. Jednym z podstawowych, ogólnych mierników jest poziom i dynamika wzrostu PKB. Zatem wraz z pogarszaniem koniunktury w krajowej gospodarce należy liczyć się z negatywnymi tendencjami także w zakwaterowania. W sytuacji poprawy dynamiki PKB w krajowej gospodarce, historycznie widać pozytywne przełożenie na wzrost popytu na usługi hotelarzy. Biorąc pod uwagę specyfikę dość sztywnej podaży usług w branży (liczba pokoi w danym okresie) występuje też powiązanie dynamiki cen od frekwencji (spadek frekwencji wpływa na większą skłonność do obniżki cen przez hotelarzy). Dodatkowo inwestorzy powinni mieć świadomość, że istotny wpływ na frekwencję w hotelach na poszczególnych rynkach lokalnych mają wydarzenia atmosferyczne, polityczne, kulturalne czy biznesowe.

Orbis i Accor wiąże szereg umów handlowych. Spółka korzystając z marek Accoru oraz posiadając wyłączność na operowanie na rynku polskim i w krajach nadbałtyckich jest zobowiązana na uiszczania opłat na rzecz Accoru. W 2012 roku koszty poniesione na rzecz Accoru wyniosły ok. 33.9 mln PLN, w 2013 roku było to ok. 35.74 mln PLN. Było to zatem odpowiednio ponad 17% i 18.2% całorocznego wyniku EBITDA. Poziom ponoszonych kosztów jest silnie skorelowany z przychodami w segmencie hotelowym. W przyszłości ewentualna zmiana poziomu opłat ponoszonych na rzecz Accor może mieć istotny wpływ na wyniki Orbisu.

Orbis działa w Polsce i krajach nadbałtyckich. Spółka należąc do grupy Accor ma praktycznie zamkniętą drogę do rozwoju zagranicznego. Tym samym wyniki spółki są bardzo silnie uzależnione od sytuacji w Polsce (regionie).

Spółka ma na bilansie znaczące środki pieniężne. Część inwestorów liczyła już, że zeszłoroczna dywidenda będzie większa niż została faktycznie wypłacona. Część inwestorów może odebrać negatywnie scenariusz, kiedy spółka zdecyduje się na większy Capex i ogłosi przejęcia nowych obiektów.

WYCENA DCF

Wyceny spółki metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na rynkowych stopach wolnych od ryzyka (rentowność 10 letnich obligacji). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1.0.

Główne założenia:

- W modelu nie uwzględniamy akwizycji oraz dezinwestycji obiektów własnych. W ramach rozwoju organicznego, dopiero w końcówce 2016 roku zakładamy uruchomienie nowego hotelu własnego w Krakowie (ok. 200 pokoi). Zwracamy jednak uwagę, że obecne działania Accor zachęcają Orbis do odważniejszych decyzji w zakresie przejmowania hoteli i inwestorzy nie powinni być zaskoczeni przyszłymi komunikatami w tym zakresie. Będzie to bezpośrednim impulsem do przyszłego wzrostu poziomu EBITDA. Liczymy, że w zakresie kosztów akwizycji nowe obiekty będą wpływały korzystnie na wartość dodaną dla akcjonariuszy spółki (niemniej z obecnej perspektywy nie należy lekceważyć ryzyka, że poziomy wycen przejmowanych obiektów będą negatywnie ocenione przez rynek). Dodatkowo przyszła struktura kapitału Orbisu może zmierzać do pojawienia się trwałego zadłużenia zewnętrznego.
- Spoglądając na utrzymujące się dobre tendencje na rynku hotelowym liczymy, że wyniki za 2014 rok pomimo braku istotnych wydarzeń jednorazowych będą odbierane pozytywnie przez inwestorów. Zakładamy, że kolejne kwartały (w szczególności okres 2-3Q'14) wykażą utrzymanie obecnej poprawy sytuacji w hotelarstwie. Tym samym spółka powinna utrzymać dobre obłożenie pokoi. Dodatkowo spodziewamy się także większej swobody w powolnym podnoszeniu średniej ceny za pokój. Prognozujemy, że wynik EBITDA za 2014 rok powinien osiągnąć poziom ok. 211.7 mln PLN.
- Stopę wolną od ryzyka obniżyliśmy z 4.5% do 4.0% (komunikaty płynące ze strony EBC oraz RPP sugerują, że okres niskich stóp procentowych będzie przedłużony).
- Dług netto uwzględnia stan na koniec 2013 roku.

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2023.
- Wycena została sporządzona na dzień 07.07.2014 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 2.09 mld PLN, czyli ok. 45.4 PLN/akcję.

Model DCF

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	710.1	741.6	772.7	804.5	828.9	852.0	876.5	899.6	921.0	940.6
EBIT. [mln PLN]	99.3	112.8	123.0	135.3	145.0	153.2	162.2	169.7	175.5	180.1
Stopa podatkowa	19.4%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	19.3	21.4	23.4	25.7	27.6	29.1	30.8	32.2	33.3	34.2
NOPLAT [mln PLN]	80.0	91.4	99.6	109.6	117.5	124.1	131.4	137.4	142.2	145.9
Amortyzacja [mln PLN]	112.4	113.6	114.8	113.9	113.2	112.9	112.6	112.5	112.7	112.6
CAPEX [mln PLN]	-89.7	-100.1	-92.7	-88.5	-95.3	-100.1	-105.2	-107.9	-110.5	-112.9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	14.3	3.2	1.0	1.5	1.0	0.9	1.0	0.9	0.8	0.8
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	117.0	108.1	122.7	136.4	136.3	137.8	139.8	142.9	145.2	146.4
DFCF [mln PLN]	113.0	95.8	99.7	101.8	93.3	86.5	80.5	75.5	70.4	65.1
Suma DFCF [mln PLN]	881.6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 287.8		*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym:*				*+2.5%*			
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 017.4									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 899.0									
Dług netto [mln PLN]	-190.8									
Wartość kapitału[mln PLN]	**2 090**									
Ilość akcji [mln szt.]	46.1									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	**45.4**									

Przychody zmiana r/r	4.0%	4.4%	4.2%	4.1%	3.0%	2.8%	2.8	2.6%	2.4%	2.1%
EBIT zmiana r/r	21.2%	13.7%	9.0%	10.0%	7.2%	5.6%	5.9%	4.6%	3.4%	2.6%
Marża EBITDA	29.8%	30.5%	30.8%	31.0%	31.2%	31.2%	31.4%	31.4%	31.3%	31.1%
Marża EBIT	14.0%	15.2%	15.9%	16.8%	17.5%	18.0%	18.5%	18.9%	19.1%	19.1%
Marża NOPLAT	11.3%	12.3%	12.9%	13.6%	14.2%	14.6%	15.0%	15.3%	15.4%	15.5%
CAPEX / Przychody	-12.6%	-13.5%	-12.0%	-11.0%	-11.5%	-11.8%	-12.0%	-12.0%	-12.0%	-12.0%
CAPEX / Amortyzacja	-79.8%	-88.1%	-80.8%	-77.7%	-84.2%	-88.7%	-93.4%	-95.9%	-98.1%	-100.2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Stopa wolna od ryzyka	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
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	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Udział kapitału obcego	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
WACC	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-2.0%	**-1.0%**	**0.0%**	**1.0%**	**2.0%**	**2.5%**	**3.0%**	**3.5%**	**4.0%**
beta	**0.7**	41.0	43.1	45.8	49.3	54.1	57.2	61.0	65.8	71.9
	0.8	39.0	40.9	43.2	46.1	50.0	52.5	55.5	59.2	63.8
	0.9	37.3	38.9	40.9	43.4	46.6	48.6	51.1	53.9	57.5
	1.0	35.7	37.1	38.8	41.0	43.7	**45.4**	47.3	49.6	52.4
	1.1	34.3	35.5	37.0	38.8	41.1	42.5	44.1	46.0	48.3
	1.2	33.0	34.1	35.4	36.9	38.9	40.1	41.4	43.0	44.8
	1.3	31.8	32.8	33.9	35.3	36.9	37.9	39.1	40.4	41.9
	1.4	30.7	31.5	32.5	33.7	35.2	36.0	37.0	38.1	39.3
	1.5	29.7	30.4	31.3	32.4	33.6	34.4	35.2	36.1	37.2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

		premia za ryzyko								
		3.50%	**4.00%**	**4.50%**	**4.75%**	**5.00%**	**5.25%**	**5.50%**	**6.00%**	**6.50%**
beta	**0.7**	70.8	65.6	61.1	59.1	57.2	55.5	53.8	50.9	48.3
	0.8	65.6	60.5	56.2	54.3	52.5	50.9	49.4	46.6	44.2
	0.9	61.1	56.2	52.1	50.3	48.6	47.1	45.7	43.1	40.8
	1.0	57.2	52.5	48.6	46.9	**45.4**	43.9	42.5	40.1	37.9
	1.1	53.8	49.4	45.7	44.0	42.5	41.1	39.9	37.5	35.5
	1.2	50.9	46.6	43.1	41.5	40.1	38.8	37.5	35.3	33.4
	1.3	48.3	44.2	40.8	39.3	37.9	36.7	35.5	33.4	31.6
	1.4	46.0	42.0	38.8	37.3	36.0	34.8	33.7	31.8	30.0
	1.5	43.9	40.1	37.0	35.6	34.4	33.2	32.2	30.3	28.6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-2.0%	**-1.0%**	**0.0%**	**1.0%**	**2.0%**	**2.5%**	**3.0%**	**3.5%**	**4.0%**
premia za ryzyko	**3.0%**	43.1	45.6	48.8	53.0	58.9	62.9	67.9	74.2	82.7
	3.5%	41.0	43.1	45.8	49.3	54.1	57.2	61.0	65.8	71.9
	4.0%	39.0	40.9	43.2	46.1	50.0	52.5	55.5	59.2	63.8
	4.5%	37.3	38.9	40.9	43.4	46.6	48.6	51.1	53.9	57.5
	5.0%	35.7	37.1	38.8	41.0	43.7	**45.4**	47.3	49.6	52.4
	5.5%	34.3	35.5	37.0	38.8	41.1	42.5	44.1	46.0	48.3
	6.0%	33.0	34.1	35.4	36.9	38.9	40.1	41.4	43.0	44.8
	6.5%	31.8	32.8	33.9	35.3	36.9	37.9	39.1	40.4	41.9
	7.0%	30.7	31.5	32.5	33.7	35.2	36.0	37.0	38.1	39.3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Z uwagi na posiadane aktywa trwałe na bilansie, porównywanie Orbisu z innymi międzynarodowymi sieciami hotelowymi jest utrudnione. Na ogół międzynarodowi operatorzy hotelowi działają w oparciu o szeroko pojęty model asset light, z kolei Orbis jest właścicielem większości hoteli (Accor w nowej strategii i poprzez ostatnie działania na nowo „docenił" fakt posiadania własnych budynków).

Trzeba też mieć na uwadze, że spółki z grupy porównawczej działają na wielu rynkach i starają się intensywnie rozwijać własną sieć. Dodatkowo istotny wpływ na raportowane wyniki mają przychody z opłat franczyzowych oraz za udostępnianie marki/know-how. Orbis z kolei działa tylko w Polsce i krajach nadbałtyckich i nie ma możliwości ekspansji na innych rynkach. Dodatkowo w ostatnich latach było widać stagnację bazy pokoi (liczymy, że 2014 rok przyniesie jednak przełom i dojdzie do przejęcia nowych obiektów oraz przyśpieszy proces rozwoju poprzez franszyzę).

Dla mnożnika P/E, Orbis jest obecnie handlowany z niewielką premią do wybranej grupy podmiotów zagranicznych. Porównanie mnożników EV/EBITDA daje jednak dużą różnicę Orbis vs pozostałe podmioty. Jest to związane ze strukturą aktywów (asset light) oraz ujmowaniem w kosztach także czynszów, które akurat w przypadku Orbisu są nieznaczące na tle grupy porównawczej.

Mnożniki rynkowe wybranych operatorów hotelowych

	Kurs	Waluta	Mkt Cap [mln]	P/E			EV/EBITDA		
				2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
ACCOR	38.03	EUR	8 752	24.3	20.8	18.4	10.1	8.9	8.0
INTERCONTINENTAL HOTELS	2416	GBp	6 180	15.5	14.2	12.8	10.3	9.4	8.5
WHITBREAD	4390	GBp	8 552	23.4	20.6	18.2	13.7	12.0	10.6
MILLENNIUM & COPTHORNE HOTEL	583	GBp	1 893	18.4	16.6	15.6	10.2	9.0	8.3
MELIA HOTELS INTERNATIONAL	9.1	EUR	1 681	37.6	23.7	20.4	10.3	8.9	8.0
NH HOTELES	4.41	EUR	1 359				15.0	12.4	9.9
REZIDOR HOTEL GROUP	44.5	SEK	7 760	21.4	15.4	12.3	8.2	6.3	5.1
Mediana (ekspozycja na Europę)	---	---	---	**22.4**	**18.6**	**16.9**	**10.3**	**9.0**	**8.3**
MARRIOTT INTERNATIONAL	64.67	USD	18 933	26.0	23.3	20.7	15.2	13.7	12.0
CHOICE HOTELS INTL	47.39	USD	2 768	24.4	21.8	19.5	16.0	14.4	13.4
HYATT HOTELS	61.23	USD	9 586	54.4	43.8	34.0	13.4	11.7	10.5
WYNDHAM WORLDWIDE	75.61	USD	9 626	17.2	15.7	14.7	9.8	8.8	8.7
Mediana (pozostałe sieci międzynarodowe)	---	---	---	**25.2**	**22.5**	**20.1**	**14.3**	**12.7**	**11.2**
Orbis	**41.9**	**PLN**	**1 931**	**23.3**	**20.1**	**18.2**	**8.0**	**7.2**	**6.7**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

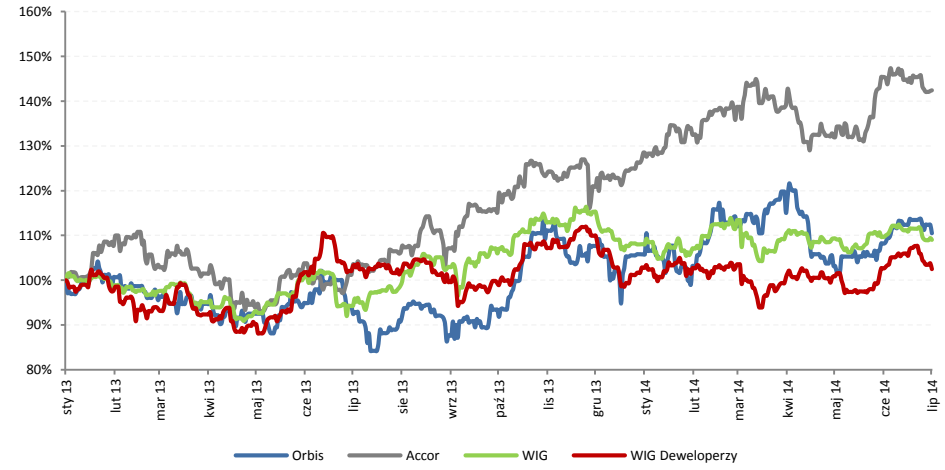
Za podstawowe odniesienie w analizie porównawczej zdecydowaliśmy się zastosować mnożniki rynkowe Accor. Uwzględniliśmy mnożnik bazujący na skorygowanym EV (o efekt na zadłużeniu dokonanych dezinwestycji) oraz wyniku EBITDAR (EBITDA + koszty czynszów). Sugerowana wycena Orbisu wyniosła 45.6 PLN/akcje. Bez zastosowania korekt dla Accoru, proste porównanie EV/EBITDA sugerowałoby wycenę Orbisu na poziomie 50 PLN/akcję.

Podsumowanie wyceny w oparciu o mnożniki Accoru

	Kurs	Waluta	Mkt Cap [mln]	EV skor./EBITDAR		
				2014P	2015P	2016P
ACCOR	38.03	EUR	8 752	8.7	7.9	7.5
Waga roku				20%	40%	40%
Wycena Orbisu [PLN/akcję]				45.1	45.3	46.2
Końcowa wycena Orbisu [PLN/akcję]					**45.6**	

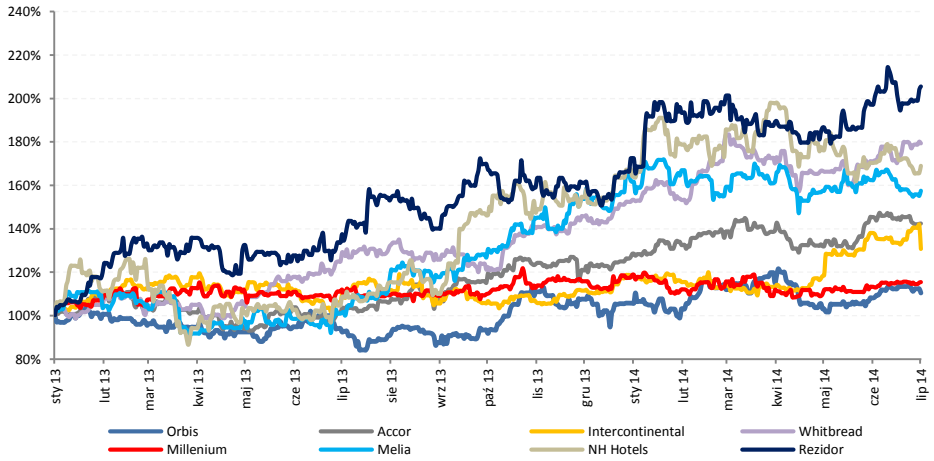
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Accor, Bloomberg

Zachowanie kursu Orbisu od 2013 roku na tle kursu Accor oraz WIG i WIG Deweloperzy



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu Orbisu na tle zagranicznych grup hotelowych (z ekspozycją na Europę)



Kurs Orbisu od 2013 roku na tle innych sieci hotelowych z (istotną ekspozycją na Europę) zachowuje się wyraźnie słabo. Największą dynamikę wzrostu kursu odnotował Rezidor.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q 2014

Spółka w 1Q'14 zwiększyła przychody do prawie 129 mln PLN, czyli o 3% r/r. Raportowana EBITDA spadła o prawie 28% r/r z 21.2 mln PLN do 15.3 mln PLN. Zwracamy jednak uwagę, że na niższy raportowany wynik operacyjny wpływ miały zdarzenia jednorazowe z 1Q'13. W lutym 2013 roku spółka sprzedała hotel Mercure Kasprowy (na transakcji wykazano zysk w kwocie ok. 8.1 mln PLN). Na poziomie netto Orbis w 1Q'14 wykazał stratę na poziomie niespełna 10 mln PLN.

Początek 2014 roku, jak na sezonowo słaby okres, był kolejnym w miarę udanym kwartałem pod względem wzrostu frekwencji r/r w hotelach spółki. Frekwencja w 1Q'14 wzrosła o 0.3 pkt % do 45.6%, tym samym spółka sprzedała ok. 406.4 tys. pokojonocy. W zakresie uzyskiwanych cen, zwracamy uwagę, że ARR w 1Q'14 wzrósł o 3.2% do 196.7 PLN, a RevPAR zwiększył się o 3.8% r/r do 89.7 PLN. W ujęciu segmentowym lepsze dane wykazywał obszar hoteli up&midscale aniżeli hoteli ekonomicznych.

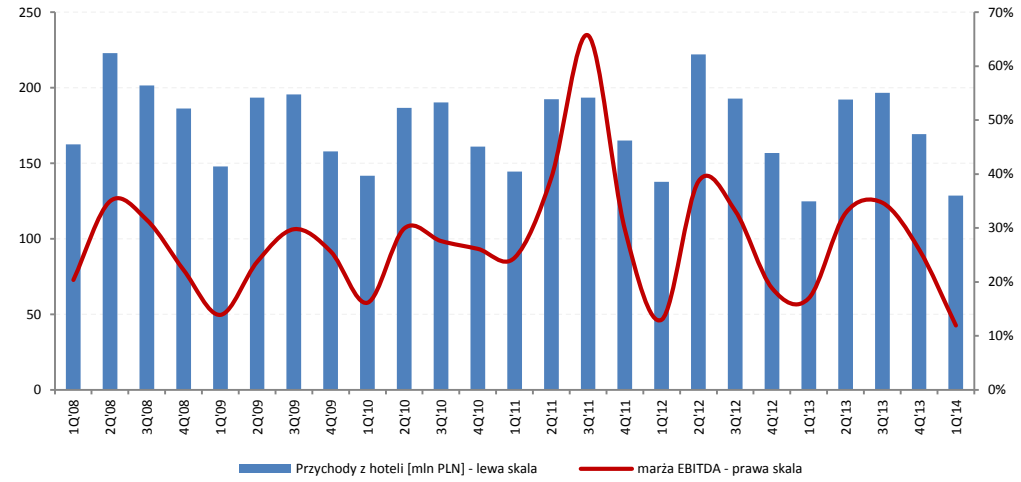
Wyniki skonsolidowane za 1Q'14

	1Q'13	1Q'14	zmiana r/r	2012	2013	zmiana r/r
Przychody	**124.77**	**128.49**	**3.0%**	**707.39**	**682.60**	**-3.5%**
up&midscale	97.05	101.74	4.8%	579.94	543.51	-6.3%
ekonomiczne	23.87	23.89	0.1%	116.66	125.80	7.8%
Koszt własny sprzedaży	111.64	112.14	0.4%	497.72	485.79	-2.4%
Zysk brutto ze sprzedaży	13.13	16.36	24.6%	209.67	196.81	-6.1%
Pozostałe przychody operacyjne	9.00	0.35	-96.1%	15.45	17.81	15.3%
Koszty sprzedaży i marketingu	6.23	5.98	-4.0%	27.20	25.38	-6.7%
Koszty ogólnego zarządu	21.93	23.19	5.8%	92.54	89.69	-3.1%
Pozostałe koszty operacyjne	0.92	0.27	-71.0%	18.42	12.61	-31.5%
Aktualizacja wart. aktywów	0.00	0.00	---	-3.24	-5.04	---
EBITDA	**21.17**	**15.31**	**-27.7%**	**196.00**	**196.23**	**0.1%**
up&midscale	13.48	15.77	17.0%	194.81	176.84	-9.2%
ekonomiczne	8.95	8.81	-1.6%	43.45	59.56	37.1%
EBIT	-6.95	-12.73	83.2%	83.71	81.89	-2.2%
Saldo finansowe	0.72	0.93	30.4%	5.26	2.83	-46.1%
Wynik brutto	-6.23	-11.79	89.2%	88.97	84.72	-4.8%
Podatek dochodowy	-0.82	-1.84	124.3%	20.39	18.07	-11.4%
Wynik netto po wyłączeniach	**-6.00**	**-9.96**	**65.9%**	**68.08**	**64.98**	**-4.6%**
marża brutto na sprzedaży	10.5%	12.7%		29.6%	28.8%	
marża EBITDA	17.0%	11.9%		27.7%	28.7%	
marża EBIT	-6.2%	-11.3%		16.8%	16.9%	
marża netto	-45.7%	-60.9%		32.5%	33.0%	
Liczba pokoi	10 999	11 457	4.2%	10 778	11 373	5.5%
Liczba sprzedanych pokojonocy [tys.]	397.3	406.4	2.3%	1 993.9	2 098.8	5.3%
Frekwencja	45.3%	45.6%	0.3 pkt %	54.8%	58.4%	3.6 pkt %
ARR [PLN]	190.6	196.7	3.2%	232.80	210.00	-9.8%
RevPar [PLN]	86.4	89.7	3.8%	127.50	122.70	-3.8%
Dane like-for-like*	**1Q'13**	**1Q'14**	**zmiana r/r**	**2012**	**2013**	**zmiana r/r**
Przychody	125	126	1.3%	688.2	671.5	-2.4%
EBITDA	13.5	14.8	9.5%	203.0	196.6	-3.2%
Frekwencja	45.3%	45.5%	0.2 pkt %	55.8%	58.8%	3.0 pkt %
ARR [PLN]	190.6	196.6	3.1%	233.20	211.20	-9.4%
RevPAR [PLN]	86.4	89.6	3.7%	130.10	124.10	-4.6%

** - po eliminacji wpływów zdarzeń jednorazowych oraz wyników zamkniętych i nowo otwartych hoteli*

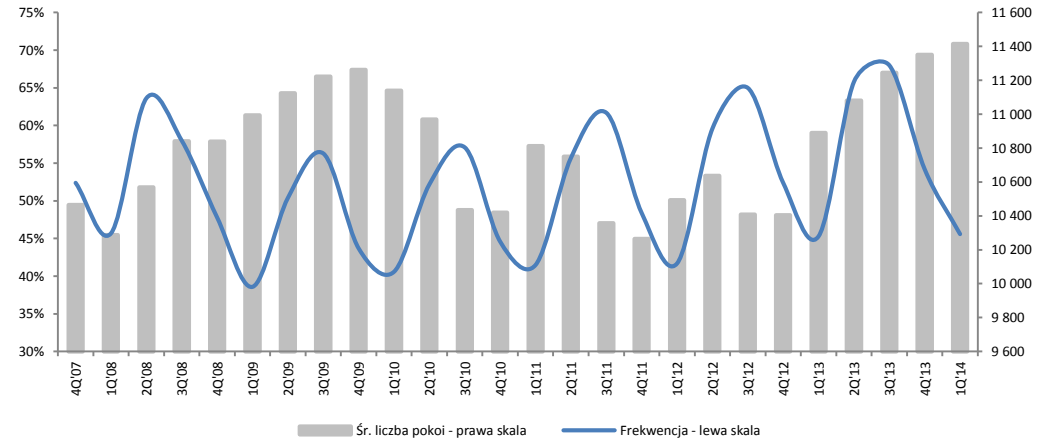
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody oraz marża EBITDA w ujęciu kwartalnym (segmentu hotelowego)



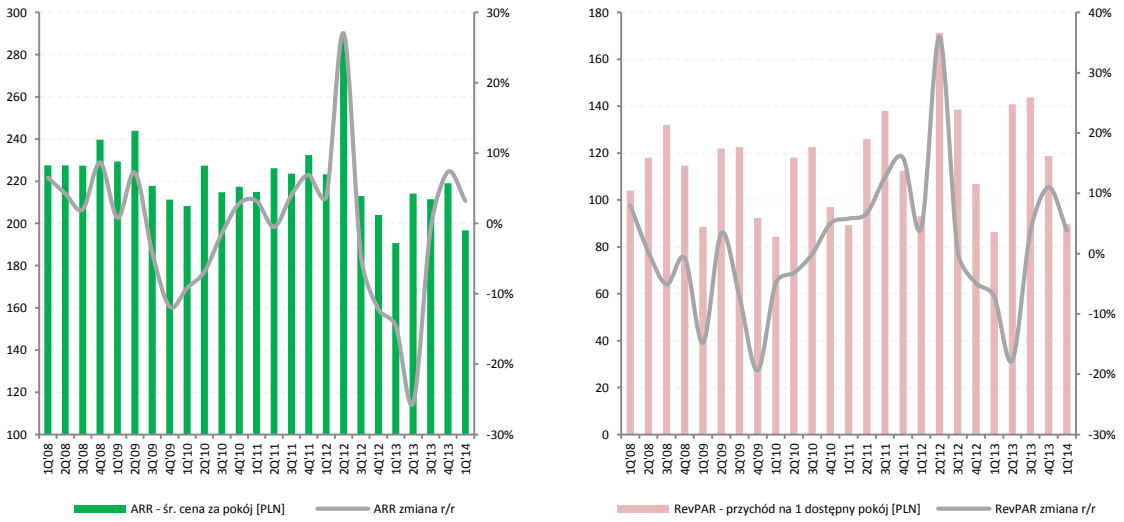
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Średnia liczba pokoi oraz frekwencja w ujęciu kwartalnym



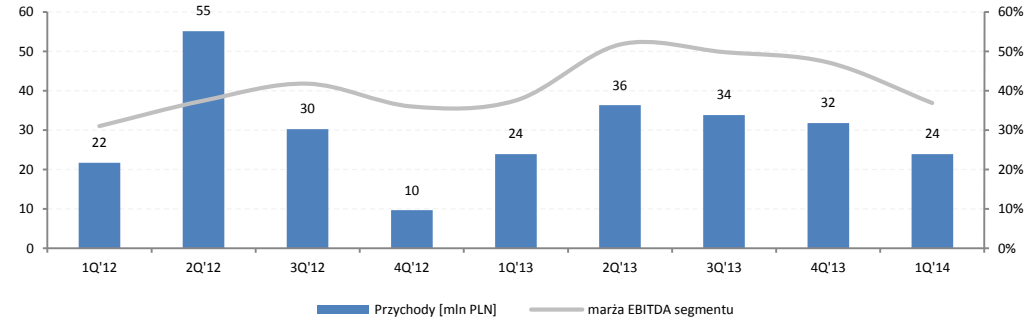
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

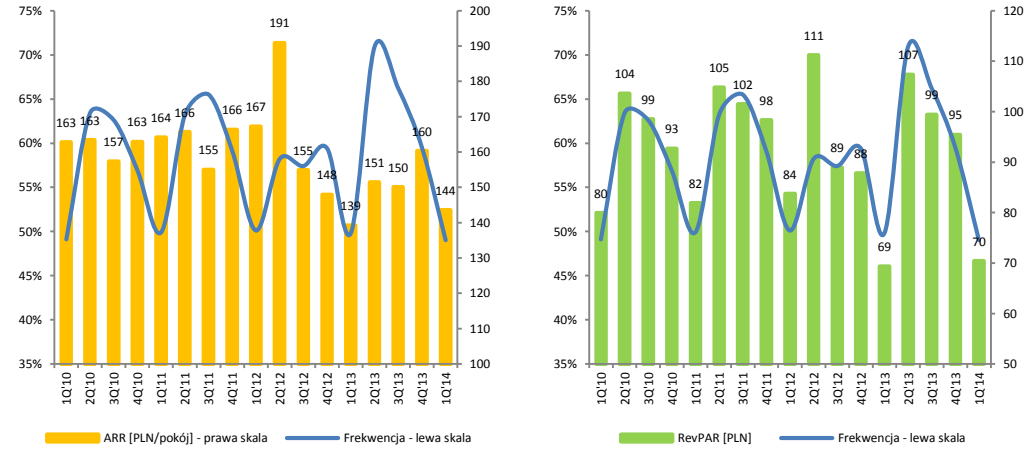
ARR oraz RevPAR w ujęciu kwartalnym



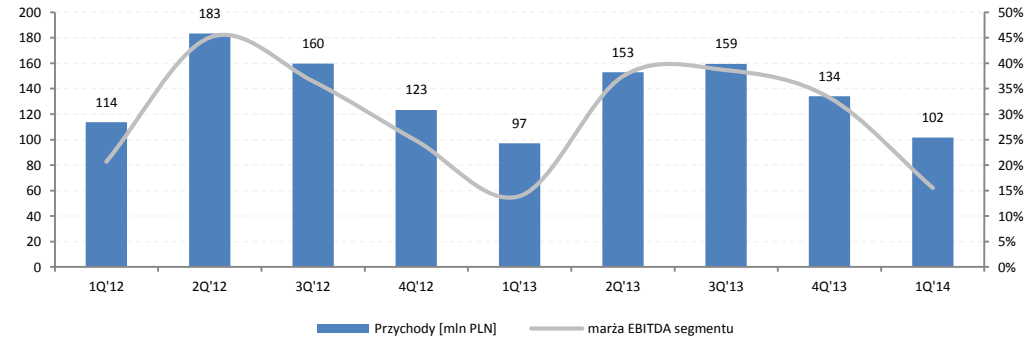
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

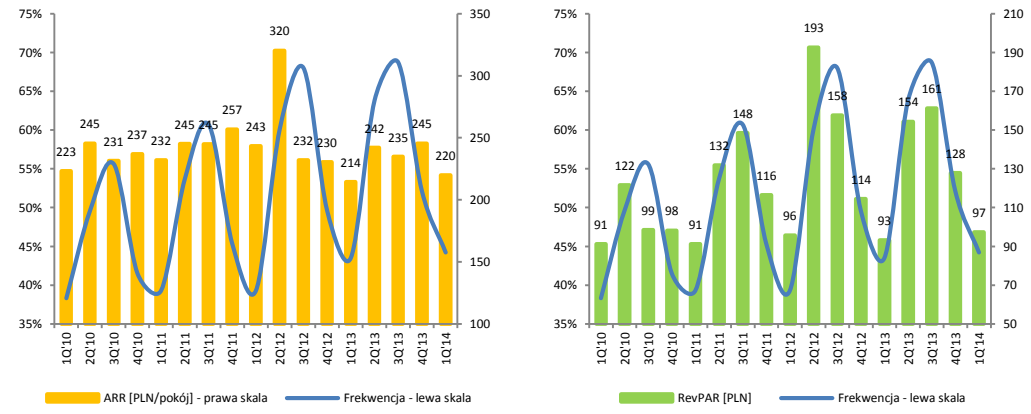
Dane operacyjne segmentu hotele ekonomiczne





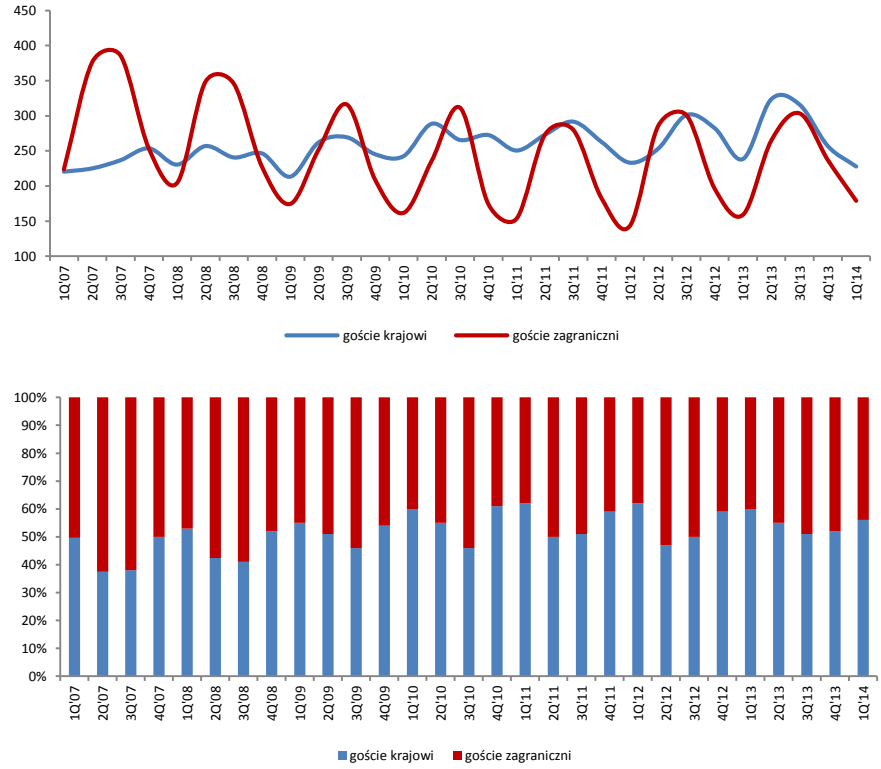
Dane operacyjne segmentu hotele up&midscale





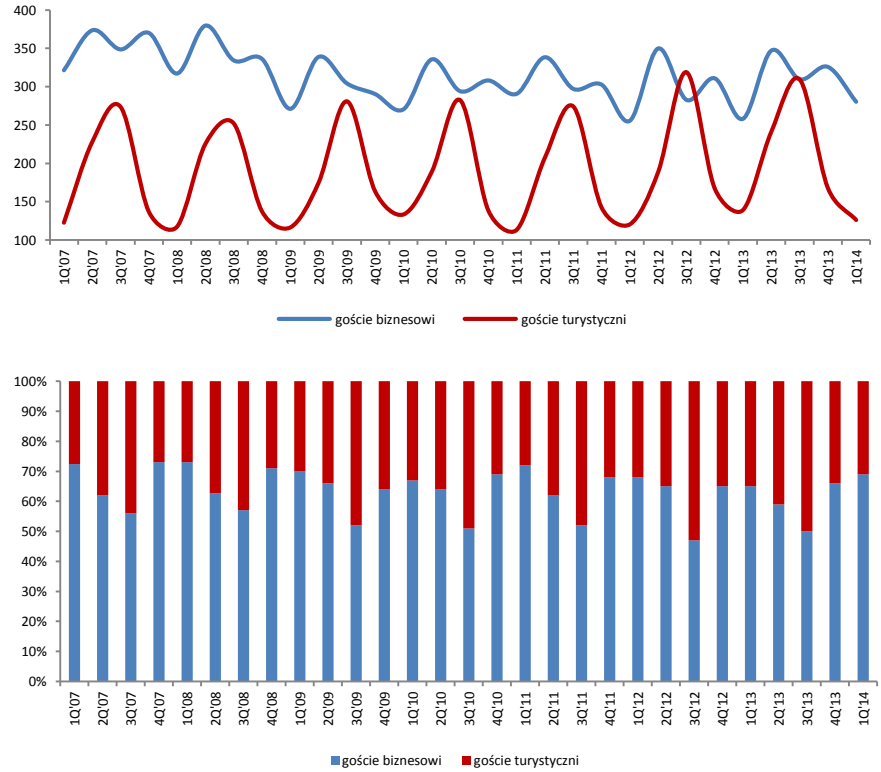
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Liczba gości hotelowych w podziale na krajowych i zagranicznych [tys.] oraz struktura % w ujęciu kwartalnym



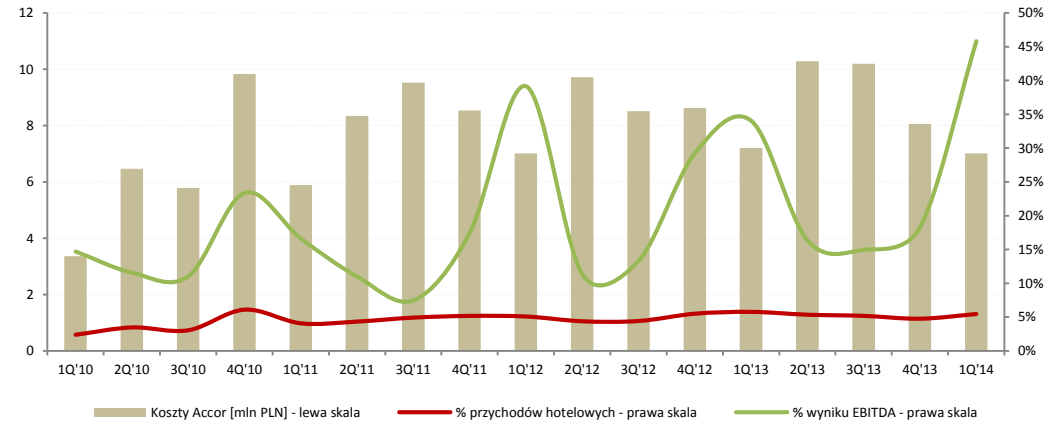
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Liczba gości hotelowych w podziale na biznesowych i turystycznych [tys.] oraz struktura % w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty ponoszone na rzecz Accor



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Porównanie obłożenia i średnich cen w regionach operacyjnych Accoru na tle Orbisu [dane za 1Q'14]

	Obłożenie		ARR		RevPAR	
	%	zmiana r/r pkt %	EUR	zmiana r/r pkt %	EUR	zmiana r/r pkt %
Francja	**59.5**	**-0.5**	**79.0**	**-1.4**	**47.0**	**-2.1**
Luxury&upscale	54.4	1.9	171.0	-0.8	93.0	2.6
Midscale	56.2	-1.6	106.0	-1.1	60.0	-4.0
Economy	62.1	0.0	54.0	-1.4	33.0	-1.4
NCEE	**62.3**	**2.4**	**75.0**	**2.3**	**47.0**	**6.5**
Luxury&upscale	59.7	2.7	132.0	2.5	79.0	7.2
Midscale	60.2	2.4	84.0	2.3	51.0	6.5
Economy	65.2	2.5	59.0	2.2	38.0	6.2
MMEA	**62.3**	**3.5**	**85.0**	**2.2**	**53.0**	**8.4**
Luxury&upscale	63.8	3.1	145.0	2.8	92.0	8.0
Midscale	60.7	2.5	78.0	2.0	48.0	6.5
Economy	63.0	4.8	56.0	3.2	35.0	11.7
AsPac	**67.1**	**1.8**	**76.0**	**1.3**	**51.0**	**4.1**
Luxury&upscale	62.2	2.5	96.0	1.6	60.0	5.7
Midscale	72.3	1.3	76.0	2.4	55.0	4.3
Economy	65.9	2.7	49.0	-3.0	32.0	1.4
Americas	**66.6**	**2.1**	**82.0**	**3.7**	**54.0**	**7.1**
Luxury&upscale	69.2	0.5	170.0	3.8	117.0	4.7
Midscale	61.7	2.0	87.0	5.0	53.0	8.4
Economy	69.7	2.5	50.0	1.7	35.0	5.3
Razem Accor	**63.5**	**1.7**	**78.0**	**1.4**	**50.0**	**4.3**
Luxury&upscale	62.1	2.4	122.0	2.0	76.0	6.0
Midscale	62.8	1.3	85.0	1.6	54.0	3.8
Economy	64.7	2.0	54.0	0.5	35.0	3.8
Orbis	**45.6**	**0.3**	**47.0**	**3.2**	**21.4**	**3.8**
Luxury&upscale&midscale	44.2	0.7	52.5	2.6	23.3	4.4
Economy	49.0	-0.8	34.3	3.2	16.8	0.0

NCEE – Europa Północna, Środkowa i Wschodnia (nie uwzględnia Francji i Europy Południowej)

MMEA – Obszar Południowej Europy oraz Środkowy Wschód i Afryka

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

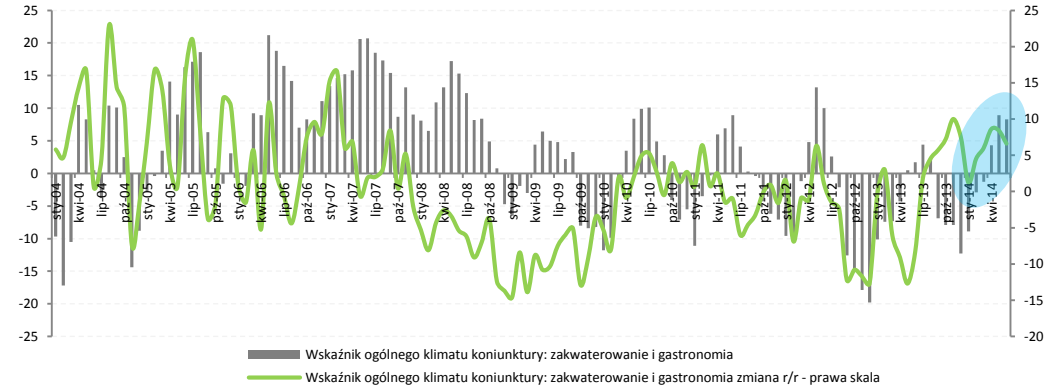
Średnie obłożenie w regionie NCEE w Accor wyniosło 62.3% i wzrosło o 2.4 pkt % r/r. W Orbisie w analogicznym okresie średnie obłożenie wyniosło 45.6%, co oznacza wzrost o 0.3 pkt %.

W zakresie średnich cen ARR, Accor w regionie NCEE wykazał podobne dynamiki wzrostu co Orbis. Z kolei RevPAR Accor w regionie okazał się wyraźnie lepszy we wszystkich kategoriach hoteli w porównaniu do tego co wykazał Orbis.

KONIUNKTURA W BRANŻY ZAKWATEROWANIA W POLSCE

Z danych GUS wynika, że w 2Q'14 sytuacja w branży zakwaterowania i gastronomii ulegała poprawie. Wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury w branży w ujęciu r/r wykazywał dodatnią dynamikę. Optymistycznie wyglądają zwłaszcza ostatnie odczyty miesięczne. W kwietniu zmiana r/r wspominanego wskaźnika wynosiła +8.6 pkt, w maju było to +8.4 pkt, z kolei w czerwcu +6.6 pkt.

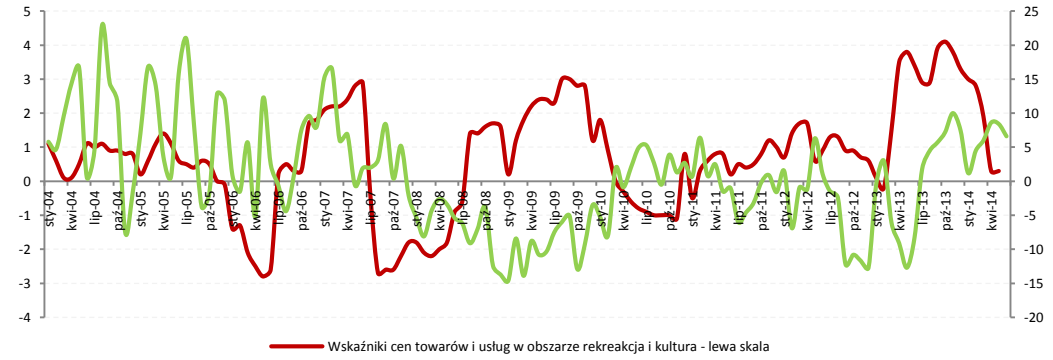
Wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury w branży zakwaterowania i gastronomii (ujęcie miesięczne)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

W 2013 roku wraz z poprawą odczytów o poziomie koniunktury w branży zakwaterowania i gastronomii można było dostrzec wzrost poziomu cen w obszarze rekreacja i kultura (m.in. efekt niskiej bazy z wcześniejszych okresów i wyraźnej poprawy koniunktury). Z odczytów GUS 2014 roku wynika, że dynamika cen w ujęciu r/r w tej kategorii jest ograniczona i nadal presja cenowa na oferowane usługi jest odczuwalna. W okresie kwiecień-maj'14 średni poziom cen omawianej kategorii wzrósł zaledwie o ok. 0.3% (w 1Q'14 było tok średnio +2.6%)

Wskaźnik cen w obszarze rekreacja i kultura na tle zmiany klimatu koniunktury w branży zakwaterowania i gastronomii



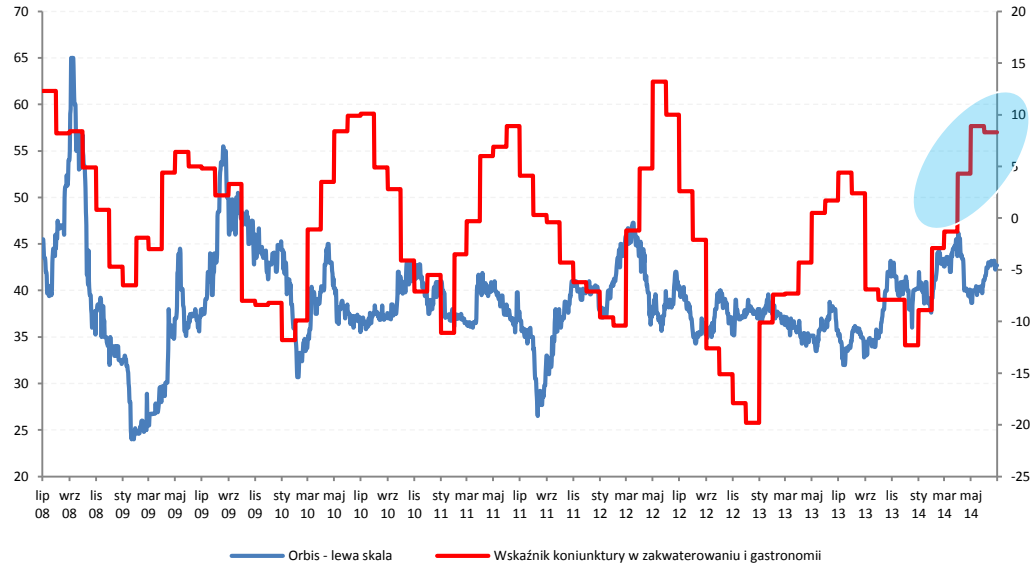
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

PROGNOZA NA 2014 I KOLEJNE OKRESY

Spoglądając na utrzymujące się dobre tendencje na rynku hotelowym liczymy, że wyniki za 2014 rok pomimo braku istotnych wydarzeń jednorazowych będą odbierane pozytywnie przez inwestorów. Zakładamy, że kolejne kwartały wykażą utrzymanie obecnej poprawy sytuacji w hotelarstwie. Tym samym spółka powinna utrzymać dobre obłożenie pokoi. Dodatkowo spodziewamy się także większej swobody w powolnym podnoszeniu średniej ceny za pokój.

Zatem liczymy, że frekwencja w skali całego 2014 roku w hotelach Orbisu wyniesie ok. 58.8% (+0.3 pkt % r/r). Bardziej sprzyjająca sytuacja w branży powinna dodatkowo pozwolić na efektywny wyższy poziom średniej ceny za pokój. Spodziewamy się, że średnioroczny ARR w 2014 roku wzrośnie do ok. 216 PLN (+2.8% r/r). Tym samym oczekujemy, że w 2014 roku przychody spółki przekroczą 710 mln PLN. Na poziomie kosztów operacyjnych nie oczekujemy istotnych zmian względem 2013 roku dla obecnej struktury bazy hoteli. Dlatego prognozujemy, że wynik EBITDA za 2014 rok powinien osiągnąć poziom ok. 211.7 mln PLN.

Zmiana r/r wskaźnika koniunktury w zakwaterowaniu i gastronomii w Polsce na tle kursu Orbisu



Od połowy 2013 roku odczyty GUS koniunktury w zakwaterowaniu i gastronomii w Polsce sugerują postępujące odczuwalne ożywienie.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

W końcówce 2016 roku zakładamy uruchomienie nowego hotelu własnego w Krakowie (ok. 200 pokoi). Nie uwzględniamy dokonania akwizycji, które są coraz bardziej prawdopodobne. Działania Accor zachęcają Orbis do odważniejszych decyzji w tym zakresie i inwestorzy nie powinni być zaskoczeni przyszłymi komunikatami o zakupie nowych hoteli. Będzie to bezpośrednim impulsem do przyszłego wzrostu poziomu EBITDA. Liczymy, że w zakresie kosztów akwizycji nowe obiekty będą wpływały korzystnie na wartość dodaną dla akcjonariuszy spółki (niemniej z obecnej perspektywy nie należy lekceważyć ryzyka, że poziomy wycen przejmowanych obiektów będą negatywnie ocenione przez rynek).

Zwracamy też uwagę, że w kolejnych kwartałach ma nastąpić dalszy wzrost bazy hotelowej w oparciu o umowy franczyzy i zarządzania. Wyniki tych obiektów nie są ujmowane po stronie Orbisu. Spółka wykazuje jedynie wpływy związane z opłatami za franczyzę czy umowę o zarządzanie. Udział tych przychodów w całości wpływów jest znikomy, niemniej cechuje je inny (wyższy) poziom rentowności. Docelowo w modelu tak jak wspominaliśmy udział pokoi w systemie franszyzy wynosi ok. 30% całej bazy Orbisu (celem spółki jest aby ten wskaźnik był wyższy).

Wybrane szczegółowe założenia do modelu

	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14P	2Q'14P	3Q'14P	4Q'14P	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody	**156.7**	**124.8**	**192.1**	**196.6**	**169.2**	**128.5**	**200.7**	**210.8**	**170.2**	**709.2**	**682.6**	**710.1**	**741.6**	**772.7**
Koszty operacyjne	149.5	139.8	153.4	155.9	151.8	141.3	153.8	158.7	153.1	617.5	600.9	606.9	624.7	645.49
Amortyzacja	25.5	28.1	28.5	29.3	28.5	28.0	28.1	28.1	28.2	112.3	114.3	112.4	113.6	114.8
Zużycie mat i energii	28.6	25.2	30.0	30.5	25.1	24.1	28.4	30.2	25.4	114.6	110.8	108.1	110.2	113.6
Usługi obce	34.6	28.5	33.7	35.0	39.0	29.8	35.0	37.1	39.2	138.4	136.2	141.0	147.3	154.2
Koszty zatrudnienia	49.2	46.9	47.4	46.9	46.3	47.0	48.0	48.1	47.3	198.4	187.4	190.4	196.1	203.0
Inne	11.6	11.1	13.9	14.3	12.9	12.5	14.4	15.3	12.9	53.8	52.1	55.0	57.5	59.9
Saldo pozostałej dz. operacyjnej	-3.1	8.1	-4.2	-1.8	-1.9	0.1	-1.0	-1.5	-1.5	-6.2	0.2	-3.9	-4.1	-4.3
EBIT	4.0	-6.9	34.5	38.9	15.5	-12.7	45.8	50.6	15.6	83.2	81.9	99.3	112.8	123.0
EBITDA	**29.5**	**21.2**	**62.9**	**68.1**	**44.0**	**15.3**	**73.9**	**78.7**	**43.8**	**195.5**	**196.2**	**211.7**	**226.5**	**237.7**
Wynik netto	8.1	-5.4	27.4	32.1	12.2	-10.0	37.9	41.7	13.3	112.9	66.2	83.0	96.0	105.9
Liczba hoteli	57	60	61	62	63	64	66	69	70	57	63	70	80	89
własne i leasingowe	52	52	53	53	53	53	53	53	53	52	53	53	53	54
w zarządzaniu	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	5	5
franczyzowe	2	5	5	6	7	8	10	13	14	2	7	14	22	30
Liczba pokoi eop	10 778	10 999	11 161	11 327	11 373	11 457	11 647	11 943	11 999	10 778	11 373	11 999	12 959	13 879
własne i leasingowe	9 741	9 743	9 904	9 904	9 904	9 904	9 904	9 904	9 904	9 741	9 904	9 904	9 904	10 104
w zarządzaniu	663	663	663	663	663	663	663	663	663	663	663	663	863	863
franczyzowe	374	593	594	760	806	890	1 080	1 376	1 432	374	806	1 432	2 192	2 912
Frekwencja	52.4%	45.3%	65.8%	68.0%	54.2%	45.6%	66.5%	69.5%	53.2%	54.8%	58.4%	58.8%	59.2%	59.2%
zmiana r/r [pkt %]	4.0	3.6	6.2	3.0	1.8	0.3	0.7	1.5	-1.0	3.0	3.6	0.3	0.4	0.0
Sprzedane pokojonoce [tys.]	478	397	588	619	494	406	599	633	485	1 994	2 099	2 124	2 138	2 154
zmiana r/r	7.5%	5.7%	9.3%	2.9%	3.2%	2.3%	1.9%	2.2%	-1.8%	1.4%	5.3%	1.2%	0.7%	0.7%
ARR [PLN]	204.0	190.6	214.1	211.4	219.0	196.7	221.0	218.8	222.3	232.8	210.0	216.0	223.7	231.1
zmiana r/r	-12.2%	-14.6%	-25.5%	-0.7%	7.4%	3.2%	3.2%	3.5%	1.5%	3.7%	-9.8%	2.8%	3.6%	3.3%
RevPAR [PLN]	106.9	86.4	140.9	143.7	118.7	89.7	146.9	152.1	118.3	127.5	122.7	126.9	132.3	136.7
zmiana r/r	-4.9%	-7.1%	-17.7%	3.8%	11.0%	3.8%	4.3%	5.8%	-0.4%	9.7%	-3.8%	3.4%	4.3%	3.3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W porównaniu do raportu z początku 2014 roku nie dokonaliśmy istotnych zmian w modelu. Jak już wspominaliśmy, jesteśmy zadowoleni z wyników za 1Q'14 i jesteśmy nastawieni optymistycznie szczególnie na okres 2-3Q'14. Końcówka 2014 roku w porównaniu r/r będzie miała wysoką bazę i tym samym wykazywana dynamika będzie odpowiednio niższa. Na lata 2015-2016 także nie dokonaliśmy istotnych korekt. Wynik EBITDA w bieżącym modelu uległ tylko nieznacznym korektom. Na bazie obserwowanego ożywienia w branży liczmy na lepsze odczyty o wzroście ARR i RevPAR. Tym samym utrzymujemy optymistyczną ścieżkę wzrostu EBITDA do pułapu odpowiednio 226 i 237 mln PLN.

Zmiana założeń modelu w porównaniu do raportu z 17.01.2014 roku

	2014 stare	2014 nowe	zmiana	2015 stare	2015 nowe	zmiana	2016 stare	2016 nowe	zmiana
EBITDA	209.7	211.7	0.9%	226.3	226.5	0.1%	236.5	237.7	0.5%
EBIT	93.3	99.3	6.4%	110.8	112.8	1.8%	124.2	123.0	-1.0%
Wynik netto	80.1	83.0	3.6%	96.7	96.0	-0.7%	109.8	105.9	-3.6%
Sprzedane pokojonoce	2159	2 124	-1.6%	2190	2 138	-2.4%	2179	2 154	-1.1%
ARR [PLN]	215.4	216.0	0.3%	223	223.7	0.3%	231.3	231.1	-0.1%
RevPAR [PLN]	128.7	126.9	-1.4%	135.4	132.3	-2.3%	139.8	136.7	-2.2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZiS	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Przychody	695.2	709.2	682.6	710.1	741.6	772.7	804.5	828.9	852.0	876.5	899.6	921.0	940.6
Koszty operacyjne	534.1	626.0	600.7	610.8	628.8	649.8	669.3	683.9	698.8	714.3	729.9	745.5	760.5
Amortyzacja	121.5	112.3	114.3	112.4	113.6	114.8	113.9	113.2	112.9	112.6	112.5	112.7	112.6
Zużycie mat i energii	114.4	114.6	110.8	108.1	110.2	113.6	117.0	119.3	121.7	124.2	126.6	129.2	131.8
Usługi obce	138.0	138.4	136.2	141.0	147.3	154.2	161.4	167.1	172.6	178.5	184.1	189.4	194.3
Koszty zatrudnienia	196.2	198.4	187.4	190.4	196.1	203.0	210.2	215.4	220.8	226.3	232.0	237.8	243.7
Inne	-36.1	62.3	52.0	59.0	61.6	64.2	66.8	68.8	70.7	72.8	74.7	76.5	78.1
EBITDA	282.6	195.5	196.2	211.7	226.5	237.7	249.2	258.2	266.1	274.8	282.2	288.2	292.7
EBIT	161.1	83.2	81.9	99.3	112.8	123.0	135.3	145.0	153.2	162.2	169.7	175.5	180.1
Wynik netto	133.2	112.9	66.2	83.0	96.0	105.9	117.8	127.8	135.4	143.5	150.3	155.7	160.0
przychody zmiana r/r	2.3%	2.0%	-3.8%	4.0%	4.4%	4.2%	4.1%	3.0%	2.8%	2.9%	2.6%	2.4%	2.1%
marża EBITDA	41%	28%	29%	30%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%
marża EBIT	23%	12%	12%	14%	15%	16%	17%	17%	18%	19%	19%	19%	19%
marża netto	19%	16%	10%	12%	13%	14%	15%	15%	16%	16%	17%	17%	17%
Dane operacyjne													
Liczba hoteli	55	57	63	70	80	89	93	96	99	99	99	99	99
własne i leasingowe	52	52	53	53	53	54	54	54	54	54	54	54	54
w zarządzaniu	3	3	3	3	5	5	5	5	5	5	5	5	5
franczyzowe	0	2	7	14	22	30	34	37	40	40	40	40	40
Liczba pokoi eop	10 485	10 778	11 373	11 999	12 959	13 879	14 219	14 459	14 699	14 699	14 699	14 699	14 699
własne i leasingowe	9 947	9 741	9 904	9 904	9 904	10 104	10 104	10 104	10 104	10 104	10 104	10 104	10 104
w zarządzaniu	538	663	663	663	863	863	863	863	863	863	863	863	863
franczyzowe	0	374	806	1 432	2 192	2 912	3 252	3 492	3 732	3 732	3 732	3 732	3 732
ARR [PLN]	224.5	232.8	210.0	216.0	223.7	231.1	238.8	246.5	253.9	260.9	267.4	273.4	278.9
RevPAR [PLN]	116.2	127.5	122.7	126.9	132.3	136.7	140.7	144.8	148.7	152.8	156.6	160.1	163.3
Liczba sprzedanych pokojonocy [tys.]	1 967	1 994	2 099	2 124	2 138	2 154	2 168	2 161	2 153	2 153	2 153	2 153	2 153
Capex [mln PLN]	-56.4	-215.2	-94.5	-89.7	-100.1	-92.7	-88.5	-95.3	-100.1	-105.2	-107.9	-110.5	-112.9

Bilans	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Aktywa trwałe	1 805	1 833	1 807	1 779	1 765	1 743	1 718	1 700	1 687	1 680	1 675	1 673	1 673
RZAT + WNiP	1 774	1 804	1 770	1 753	1 740	1 718	1 692	1 674	1 662	1 654	1 650	1 647	1 648
Inne aktywa finansowe	0	0	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Nieruchomości inwestycyjne	30	27	25	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13
Inne aktywa długoterminowe	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Aktywa obrotowe	**272**	**211**	**234**	**307**	**350**	**409**	**465**	**506**	**541**	**573**	**600**	**625**	**646**
Zapasy	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	5	5
Należności handlowe	26	26	23	30	29	30	31	32	33	34	35	36	37
Należności krótkoterminowe inne	21	41	13	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	217	139	191	247	290	347	402	443	477	507	533	557	577
Aktywa do sprzedaży	64	76	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13
Aktywa Razem	**2 141**	**2 120**	**2 054**	**2 099**	**2 129**	**2 165**	**2 196**	**2 220**	**2 242**	**2 266**	**2 289**	**2 311**	**2 332**
Kapitał własny	**1 929**	**1 932**	**1 932**	**1 946**	**1 973**	**2 007**	**2 035**	**2 056**	**2 077**	**2 098**	**2 120**	**2 140**	**2 160**
Kapitał zakładowy	518	518	518	518	518	518	518	518	518	518	518	518	518
Pozostałe kapitały	133	133	133	133	133	133	133	133	133	133	133	133	133
Zyski zatrzymane	1 277	1 281	1 281	1 295	1 322	1 356	1 384	1 405	1 426	1 447	1 468	1 489	1 509
Zobowiązania długoterminowe	**36**	**38**	**32**	**30**	**30**	**30**	**30**	**30**	**30**	**30**	**30**	**30**	**30**
Kredyty i pożyczki	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rezerwa z tytułu podatku dochodowego	19	13	8	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
Zobowiązania długoterminowe inne	1	7	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
Rezerwy oraz inne zobowiązania	16	18	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17
Zobowiązania krótkoterminowe	**156**	**125**	**90**	**124**	**126**	**129**	**132**	**134**	**136**	**138**	**140**	**141**	**143**
Kredyty i pożyczki	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania handlowe	70	68	39	59	62	64	67	69	71	73	75	77	78
Zobowiązania krótkoterminowe inne	74	49	46	59	59	59	59	59	59	59	59	59	59
Rezerwy oraz inne zobowiązania	12	8	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Pasywa Razem	**2 141**	**2 120**	**2 054**	**2 099**	**2 129**	**2 165**	**2 196**	**2 220**	**2 242**	**2 266**	**2 289**	**2 311**	**2 332**

CF	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
CF operacyjny	176.4	118.8	158.5	206.5	207.2	213.9	223.0	229.2	235.2	242.1	247.9	252.5	255.9
CF inwestycyjny	224.4	-147.5	-51.3	-81.5	-94.4	-85.0	-78.3	-82.6	-86.2	-90.2	-92.0	-93.8	-95.4
CF finansowy	-247.6	-47.6	-58.8	-69.1	-69.1	-72.0	-90.0	-106.1	-115.0	-121.8	-129.2	-135.3	-140.1
Zmiana stanu środków pieniężnych	153.2	-76.0	48.4	55.9	43.6	56.9	54.7	40.5	34.1	30.0	26.6	23.4	20.4
Środki pieniężne sop	65.2	218.4	142.4	190.8	246.7	290.3	347.3	402.0	442.5	476.6	506.6	533.3	556.7
Środki pieniężne eop	218.4	142.4	190.8	246.7	290.3	347.3	402.0	442.5	476.6	506.6	533.3	556.7	577.1

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Cena [PLN]	41.9	41.9	41.9	41.9	41.9	41.9	41.9	41.9	41.9	41.9	41.9	41.9	41.9
Liczba akcji [mln szt.]	46.1	46.1	46.1	46.1	46.1	46.1	46.1	46.1	46.1	46.1	46.1	46.1	46.1
Mkt Cap [mln PLN]	1 930.6	1 930.6	1 930.6	1 930.6	1 930.6	1 930.6	1 930.6	1 930.6	1 930.6	1 930.6	1 930.6	1 930.6	1 930.6
BVPS	41.9	41.9	41.9	42.2	42.8	43.6	44.2	44.6	45.1	45.5	46.0	46.4	46.9
EPS	2.6	1.5	1.4	1.8	2.1	2.3	2.6	2.8	2.9	3.1	3.3	3.4	3.5
CEPS	5.2	3.9	3.9	4.2	4.6	4.8	5.0	5.2	5.4	5.6	5.7	5.8	5.9
P/E	16.2	28.4	29.7	23.3	20.1	18.2	16.4	15.1	14.3	13.5	12.8	12.4	12.1
EV/EBITDA	6.1	9.1	8.9	8.0	7.2	6.7	6.1	5.8	5.5	5.2	5.0	4.8	4.6
EV/EBIT	10.6	21.4	21.2	17.0	14.5	12.9	11.3	10.3	9.5	8.8	8.2	7.8	7.5
P/BV	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Dywidenda [mln PLN]	0.0	64.5	64.5	69.1	69.1	72.0	90.0	106.1	115.0	121.8	129.2	135.3	140.1
DPS [PLN]	0.0	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7	2.1	2.5	2.7	2.9	3.1	3.2	3.3
DYield	0.0%	3.7%	3.7%	3.9%	3.9%	4.1%	5.1%	6.0%	6.6%	6.9%	7.4%	7.7%	8.0%
EV [mln PLN]	1 713.7	1 791.2	1 739.8	1 683.9	1 640.3	1 583.4	1 528.6	1 488.1	1 454.0	1 424.0	1 397.4	1 373.9	1 353.6
Dług netto [mln PLN]	-216.9	-139.4	-190.8	-246.7	-290.3	-347.3	-402.0	-442.5	-476.6	-506.6	-533.3	-556.7	-577.1
Dług % [mln PLN]	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

WYDZIAŁ ANALIZ i INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
strategia, banki/finanse, media, handel stalą

Krzysztof Pado
Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krystian Brymora
tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.górniak@bdm.pl
deweloperzy

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk
Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz
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 spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
akumuluj	**45.6**	**akumuluj**	**43.9**	**02.07.2014**	**41.9**	**51 374**
akumuluj	43.9	---	---	17.01.2014	40.11	51 080

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'14:

Kupuj	0	0%
Akumuluj	1	100%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

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 docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która przekracza bieżącą cenę rynkowa;

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do

bieżącej ceny rynkowej;

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkowa wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe 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).

Klauzule:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców i jest i jest z nim zgodny.

Niniejszy raport jest skierowany do inwestorów obsługiwanych przez BDM. Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz i Informacji. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM 02.07.2014 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 07.07.2014 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM.

Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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 raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące spółek 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 rekomendacje 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 sprawdzą się.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 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 dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności, rzetelności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. 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.

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.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

BDM, jego pracownicy 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 zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Pomiędzy BDM a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.) , które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.

BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.