Dom Maklerski BDM S.A.

ORBIS

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 44.9 PLN

09 GRUDZIEŃ 2014

Zdecydowaliśmy się na podtrzymanie zalecenia Akumuluj i podnosimy nieznacznie naszą cenę docelową z 44.1 do 44.9 PLN (wcześniejsza cena docelowa wynosiła 45.6 PLN i uwzględniała 1.5 PLN dywidendy). Przy naszych założeniach i cenie docelowej na poziomie 44.9 PLN, Orbis będzie handlowany przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2015-2016 na poziomie 8.3x i 7.8x. Uważamy, że są to wartości odpowiednie, uwzględniając ścieżkę wzrostu EPS i docelowe umocnienie przepływów z tytułu dywidend.

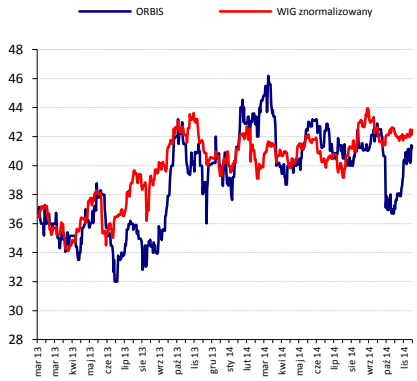
Naszym zdaniem długofalowo transakcja przejęcia aktywów hotelowych od Accor może mieć pozytywny wpływ na wartość spółki. W modelu DCF będzie się to materializowało w szczególności w średnioważonym koszcie kapitału (dotychczas Orbis nie korzystał z długu). Ważnym aspektem do oceny będzie też prognozowany znaczący wzrost EPS w najbliższych 3 latach oraz utrzymanie polityki dywidendowej. Szacujemy, że po domknięciu transakcji spółka będzie miała zaciągnięty dług na poziomie ok. 500 mln PLN. Na koniec 2015 roku, zgodnie z naszymi założeniami relacja dług netto/EBITDA powinna wynosić niespełna 1.0x. Oceniamy, że będzie to bezpieczny poziom umożliwiający wypłatę dywidend. W naszym modelu oczekujemy, że dywidenda wypłacona w 2015 roku wyniesie przynajmniej 1.25 PLN/akcję, a w kolejnych latach jej poziom będzie rósł do 85% skonsolidowanego zysku netto.

Spodziewamy się, że w 2015 roku spółka zwiększy przychody r/r o ponad 450 mln PLN do 1.15 mld PLN i jest to głównie efekt konsolidacji (na dotychczasowej bazie uwzględniliśmy wzrost o niespełna 2% r/r). Ogółem na cały 2015 rok przyjęliśmy, że frekwencja w hotelach spółki wyniesie ok. 61.1% i tym samym Orbis sprzeda 3.44 mln pokojonocy. Średni poziom ARR na 2015 rok przyjęliśmy na pułapie niespełna 217 PLN, a RevPAR powinien wg naszych założeń wynieść 132.4 PLN. Z uwagi na strukturę przejmowanych hoteli (obiekty w leasingu stałym i o zmiennej stopie) w kosztach istotne znaczenie będzie odgrywała pozycja czynszów. Tym samym Orbis przybliży się do struktury kosztowej innych międzynarodowych operatorów hotelowych. Dlatego obok poziomu zysku EBITDA będziemy starali się wykorzystywać także zysk EBITDAR (EBITDA skorygowana o poziom czynszów). Ogółem w 2015 roku spodziewamy się, że EBITDAR spółki wyniesie 381.2 mln PLN, a EBITDA zwiększy się do 281.2 mln PLN. Na poziom zysku netto negatywny wpływ może mieć saldo finansowe z uwagi na obsługę zadłużenia. Zgodnie z naszymi założeniami spodziewamy się, że wynik netto będzie na poziomie 93.5 mln PLN. Zwracamy uwagę, że z uwagi na sezonowość obłożenia należy liczyć się ze słabszymi odczytami Orbisu w 1Q'15 i dlatego w tym kwartale uwzględniamy stratę EBIT i netto zarówno dla starej struktury spółki jak i dla przejmowanych obiektów. Przedstawiona projekcja jest dla nas scenariuszem raczej konserwatywnym i ewentualnych korekt in plus dopatrywać będziemy w materializacji zapisów nowej umowy licencyjnej (niższe procentowe koszty ponoszone na rzecz Accor).

Wycena końcowa [PLN]	**44.9**
Potencjał do wzrostu / spadku	**+11 %**
Cena rynkowa [PLN]	40.55
Kapitalizacja [mln PLN]	1 868
Ilość akcji [mln. szt.]	46.1
Kurs maksymalny za 6 mc [PLN]	43.65
Kurs minimalny za 6 mc [PLN]	36.66
Stopa zwrotu za 3 mc	-2%
Stopa zwrotu za 6 mc	-8%
Stopa zwrotu za 9 mc	-9%
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

	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
Przychody [mln PLN]	709.2	682.6	701.1	1151.1	1185.7	1220.7
EBITDAR [mln PLN]				381.2	395.7	408.8
EBITDA [mln PLN]	195.5	196.2	206.0	281.2	293.7	304.7
EBIT [mln PLN]	83.2	81.9	95.1	132.5	142.2	155.2
Wynik netto [mln PLN]	112.9	66.2	79.9	93.5	103.9	116.9
P/BV	1.0x	1.0x	1.0x	0.9x	0.9x	0.9x
P/E	27.5x	28.8x	23.4x	20.0x	18.0x	16.0x
EV/EBITDA	8.8x	8.5x	7.9x	7.6x	7.1x	6.6x
EV/EBIT	20.7x	20.5x	17.2x	16.2x	14.6x	12.9x
DPS	1.6	1.6	1.7	1.4	1.4	2.2



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:

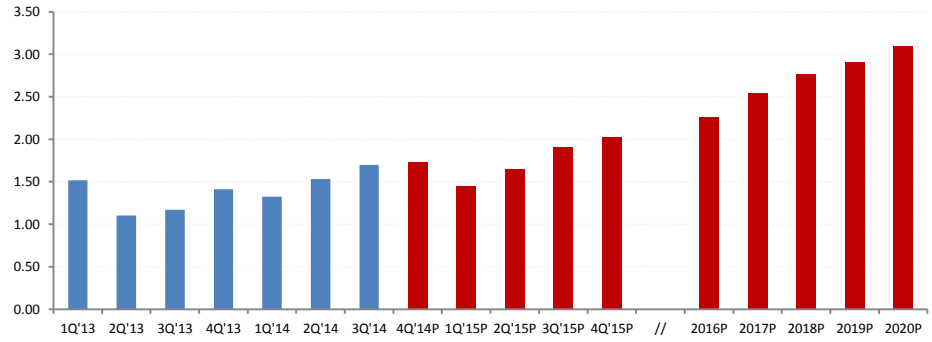
WYCENA I PODSUMOWANIE 3
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA 4
WYCENA DCF 4
WYCENA PORÓWNAWCZA 7
WYNIKI FINANSOWE ZA 3Q 2014 9
KONIUNKTURA W BRANŻY ZAKWATEROWANIA W POLSCE 14
PROGNOZA NA 2015 I KOLEJNE OKRESY 15
PRZEJĘCIE HOTELI OD ACCOR 18
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI 20

WYCENA I PODSUMOWANIE

Zdecydowaliśmy się na uwzględnienie w modelu przejmowanych aktywów od Accor. Spodziewamy się, że w 2015 roku spółka zwiększy przychody r/r o ponad 450 mln PLN do 1.15 mld PLN i jest to głównie efekt konsolidacji (na dotychczasowej bazie uwzględniliśmy wzrost o niespełna 2% r/r). Ogółem na cały 2015 rok przyjęliśmy, że frekwencja w hotelach spółki wyniesie ok. 61.1% i tym samym Orbis sprzeda 3.44 mln pokojonocy. Średni poziom ARR na 2015 rok przyjęliśmy na pułapie niespełna 217 PLN, a RevPAR powinien wg naszych założeń wynieść 132.4 PLN. Z uwagi na strukturę przejmowanych hoteli (obiekty w leasingu stałym i o zmiennej stopie) w kosztach istotne znaczenie będzie odgrywała pozycja czynszów. Tym samym Orbis przybliży się do struktury kosztowej innych międzynarodowych operatorów hotelowych. Dlatego obok poziomu zysku EBITDA będziemy starali się wykorzystywać także zysk EBITDAR (EBITDA skorygowana o poziom czynszów). Ogółem w 2015 roku spodziewamy się, że EBITDAR spółki wyniesie 381.2 mln PLN, a EBITDA zwiększy się do 281.2 mln PLN. Na poziom zysku netto negatywny wpływ może mieć saldo finansowe z uwagi na obsługę zadłużenia. Zgodnie z naszymi założeniami spodziewamy się, że wynik netto będzie na poziomie 93.5 mln PLN. Zwracamy uwagę, że z uwagi na sezonowość obłożenia należy liczyć się ze słabszymi odczytami Orbisu w 1Q'15 i dlatego w tym kwartale uwzględniamy stratę EBIT i netto zarówno dla starej struktury spółki jak i dla przejmowanych obiektów. Przedstawiona projekcja jest dla nas scenariuszem raczej konserwatywnym i ewentualnych korekt in plus dopatrywać będziemy w materializacji zapisów nowej umowy licencyjnej (niższe procentowe koszty ponoszone na rzecz Accor).

Długofalowo transakcja przejęcia aktywów od Accor może mieć pozytywny wpływ na wartość spółki. W modelu DCF będzie się to materializowało w średnioważonym koszcie kapitału. Ważnym aspektem będzie też znaczący wzrost EPS w najbliższych 3 latach. Szacujemy, że po domknięciu transakcji spółka będzie miała zaciągnięty dług na poziomie ok. 500 mln PLN. Na koniec 2015 roku, zgodnie z naszymi założeniami relacja dług netto/EBITDA powinna wynosić niespełna 1.0x. Oceniamy, że będzie to bezpieczny poziom umożliwiający podtrzymanie polityki dywidendowej. W naszym modelu oczekujemy, że dywidenda wyniesie przynajmniej 1.25 PLN/akcję, a w kolejnych latach jej poziom będzie rósł do 85% skonsolidowanego zysku netto.

Projekcja EPS (dane zanualizowane) dla Orbisu



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Podsumowując, zdecydowaliśmy się na podtrzymanie zalecenia Akumuluj i podnosimy nieznacznie naszą cenę docelową z 44.1 do 44.9 PLN (wcześniejsza cena docelowa wynosiła 45.6 PLN i uwzględniała 1.5 PLN dywidendy). Przy naszych założeniach i cenie docelowej na poziomie 44.9 PLN, Orbis będzie handlowany przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2015-2016 na poziomie 8.3x i 7.8x. Uważamy, że są to wartości odpowiednie, uwzględniając ścieżkę wzrostu EPS i docelowe umocnienie przepływów z tytułu dywidend.

Podsumowanie wyceny

		mld PLN	PLN/akcję
A	Wycena DCF	2.09	45.4
B	Wycena porównawcza	2.04	44.4
C	**Wycena końcowa (A*50%+B*50%)**	**2.07**	**44.9**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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.

Spółka w 2015 powinna domknąć transakcję przejęcia hoteli od Accor. Przedstawione w modelu założenia dla nowych obiektów mogą cechować się błędem, co może wpłynąć na przyszłą ocenę atrakcyjności spółki.

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. Od 2015 roku będzie obowiązywała nowa umowa, która jest istotnym elementem oceny transakcji przejęcia aktywów od Accor. Nowa umowa na obowiązywać przez 20 lat, czyli do 2035 roku. Poza zwiększonym zasięgiem terytorialnym (16 krajów w regionie Europy Środkowej) spółka zakomunikowała, że liczy na oszczędności z tytułu opłat licencyjnych. Zmodyfikowane opłaty będą uwzględniały dotychczasową bazę, obiekty przejmowane oraz przyszłe nowe hotele.

WYCENA DCF

Wyceny spółki metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego ustaliliśmy na poziomie 4%. Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1.0.

Główne założenia:

- Spoglądając na utrzymujące się tendencje na rynku hotelowym, liczymy że wyniki za 2015 rok pomimo oznak lekkiego wyhamowania pozytywnych odczytów koniunktury w 3/4Q'14 powinny być odbierane pozytywnie przez inwestorów. Ogółem zakładamy, że kolejne kwartały powinny pozwolić Orbisowi na lekki wzrost frekwencji oraz na umiarkowaną poprawę uzyskiwanych średnich cen (sprzyjać temu powinna też konsolidacja nowych obiektów).
- Zakładamy, że w styczniu Orbis domknie transakcję przejęcia aktywów od Accor.
- W porównaniu do raportu z lipca 2014 roku nie dokonaliśmy istotnych zmian w modelu. Jak już wspominaliśmy, jesteśmy zadowoleni z wyników za 1-3Q'14. Końcówka 2014 roku w porównaniu r/r będzie miała wysoką bazę i tym samym wykazywana dynamika będzie odpowiednio niższa. Na lata 2015-2016 nie dokonaliśmy istotnych korekt dla dotychczasowej bazy obiektów. Wykazywany wzrost jest wynikiem konsolidacji przejmowanych aktywów od Accor. Oczekujemy, że EBITDA za 2015 rok wyniesie ok. 281 mln PLN, a w 2016 roku osiągnie pułap prawie 294 mln PLN. Przedstawiona projekcja jest dla nas scenariuszem raczej konserwatywnym i ewentualnych korekt in plus dopatrywać będziemy w materializacji zapisów nowej umowy licencyjnej (niższe procentowe koszty ponoszone na rzecz Accor).
- W latach 2015-2016 uwzględniamy budowę hotelu Mercure w Krakowie (otwarcie w końcówce 2016 roku)
- Dług netto uwzględnia szacunkowy stan na koniec 2014 roku.

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2024.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.04.2015 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 2.092 mld PLN, czyli ok. 45.4 PLN/akcję.

Model DCF

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 151.1	1 185.7	1 220.7	1 248.7	1 274.3	1 304.6	1 335.7	1 367.5	1 400.1	1 433.4
EBIT. [mln PLN]	132.5	142.2	155.2	165.5	171.3	179.9	188.4	196.7	204.7	212.7
Stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	25.2	27.0	29.5	31.4	32.5	34.2	35.8	37.4	38.9	40.4
NOPLAT [mln PLN]	107.4	115.1	125.7	134.0	138.7	145.8	152.6	159.3	165.8	172.3
Amortyzacja [mln PLN]	148.7	151.6	149.5	146.7	144.3	142.1	140.3	138.8	137.6	136.7
CAPEX [mln PLN]	-125.9	-136.4	-106.8	-109.3	-111.5	-114.2	-116.9	-119.7	-122.5	-125.4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-27.2	5.8	-0.6	-0.5	-0.5	-0.5	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-591.97									
FCF [mln PLN]	-489.0	136.1	167.8	171.0	171.0	173.2	175.5	177.9	180.4	182.9
DFCF [mln PLN]	-461.0	118.6	135.1	127.1	117.3	109.6	102.5	95.8	89.5	83.6
Suma DFCF [mln PLN]	518.1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 930.3		*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym:*				*+2.5%*			
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 339.5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 857.7									
Dług netto [mln PLN]	-234.7									
Wartość kapitału[mln PLN]	**2 092**									
Ilość akcji [mln szt.]	46.1									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	**45.4**									
Przychody zmiana r/r	68.6%	3.0%	3.0%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
EBIT zmiana r/r	61.8%	7.3%	9.2%	6.6%	3.5%	5.1%	4.7%	4.4%	4.1%	3.9%
Marża EBITDA	24.4%	24.8%	25.0%	25.0%	24.8%	24.7%	24.6%	24.5%	24.5%	24.4%
Marża EBIT	11.5%	12.0%	12.7%	13.3%	13.4%	13.8%	14.1%	14.4%	14.6%	14.8%
Marża NOPLAT	9.3%	9.7%	10.3%	10.7%	10.9%	11.2%	11.4%	11.6%	11.8%	12.0%
CAPEX / Przychody	-10.9%	-11.5%	-8.8%	-8.8%	-8.8%	-8.8%	-8.8%	-8.8%	-8.8%	-8.8%
CAPEX / Amortyzacja	-85%	-90%	-71%	-74%	-77%	-80%	-83%	-86%	-89%	-92%

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	81%	82%	83%	84%	85%	86%	87%	88%	89%	90%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Udział kapitału obcego	18.7%	17.6%	16.6%	15.7%	14.7%	13.8%	12.8%	11.9%	10.9%	10.0%
WACC	8.2%	8.2%	8.2%	8.3%	8.3%	8.4%	8.4%	8.5%	8.5%	8.5%

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	38.2	40.9	44.4	49.1	55.5	59.7	65.0	71.6	80.4
	0.8	36.0	38.4	41.4	45.4	50.7	54.1	58.3	63.5	70.1
	0.9	34.1	36.2	38.8	42.1	46.6	49.4	52.8	56.9	62.0
	1.0	32.3	34.1	36.4	39.3	43.1	**45.4**	48.2	51.5	55.6
	1.1	30.6	32.3	34.3	36.8	40.0	42.0	44.3	47.0	50.3
	1.2	29.1	30.6	32.3	34.5	37.3	39.0	40.9	43.2	45.8
	1.3	27.7	29.0	30.6	32.5	34.9	36.3	38.0	39.9	42.1
	1.4	26.4	27.6	29.0	30.7	32.7	34.0	35.4	37.0	38.9
	1.5	25.3	26.3	27.5	29.0	30.8	31.9	33.1	34.5	36.1

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	75.8	69.6	64.3	61.9	59.7	57.6	55.7	52.1	49.0
	0.8	69.6	63.6	58.5	56.2	54.1	52.1	50.3	46.9	44.0
	0.9	64.3	58.5	53.6	51.4	49.4	47.5	45.8	42.6	39.8
	1.0	59.7	54.1	49.4	47.3	**45.4**	43.6	42.0	39.0	36.3
	1.1	55.7	50.3	45.8	43.8	42.0	40.3	38.7	35.8	33.3
	1.2	52.1	46.9	42.6	40.7	39.0	37.3	35.8	33.1	30.8
	1.3	49.0	44.0	39.8	38.0	36.3	34.8	33.3	30.8	28.5
	1.4	46.2	41.3	37.3	35.6	34.0	32.5	31.1	28.7	26.5
	1.5	43.6	39.0	35.1	33.4	31.9	30.5	29.2	26.8	24.8

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%	40.6	43.7	47.8	53.3	61.2	66.5	73.2	82.0	94.0
	3.5%	38.2	40.9	44.4	49.1	55.5	59.7	65.0	71.6	80.4
	4.0%	36.0	38.4	41.4	45.4	50.7	54.1	58.3	63.5	70.1
	4.5%	34.1	36.2	38.8	42.1	46.6	49.4	52.8	56.9	62.0
	5.0%	32.3	34.1	36.4	39.3	43.1	**45.4**	48.2	51.5	55.6
	5.5%	30.6	32.3	34.3	36.8	40.0	42.0	44.3	47.0	50.3
	6.0%	29.1	30.6	32.3	34.5	37.3	39.0	40.9	43.2	45.8
	6.5%	27.7	29.0	30.6	32.5	34.9	36.3	38.0	39.9	42.1
	7.0%	26.4	27.6	29.0	30.7	32.7	34.0	35.4	37.0	38.9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Z uwagi na zmianę struktury kosztów w Orbisie (po transakcji zakupu aktywów od Accor pojawi się istotna pozycja czynszów) i tym samym zbliżenie się do innych grup hotelowych zdecydowaliśmy się na uwzględnienie mnożnika EV/EBITDA do wyceny. Tym samym zrezygnowaliśmy z naszego szacunkowego wskaźnika EV_{skor}/EBITDAR dla Accoru jaki stosowaliśmy do wyceny porównawczej. Wcześniej ze względu na posiadane aktywa trwałe na bilansie, porównywanie Orbisu z innymi międzynarodowymi sieciami hotelowymi było utrudnione. Na ogół międzynarodowi operatorzy hotelowi działają w oparciu o szeroko pojęty model asset light, z kolei Orbis przed transakcją był właścicielem większości hoteli. Trzeba wciąż mieć na uwadze, że istotny wpływ na raportowane wyniki podmiotów z grupy porównawczej mają przychody z opłat franczyzowych oraz za udostępnianie marki/know-how. Orbis z kolei działać będzie na zasadzie umowy licencyjnej z Accor (dodatkowy koszt dla Orbisu).

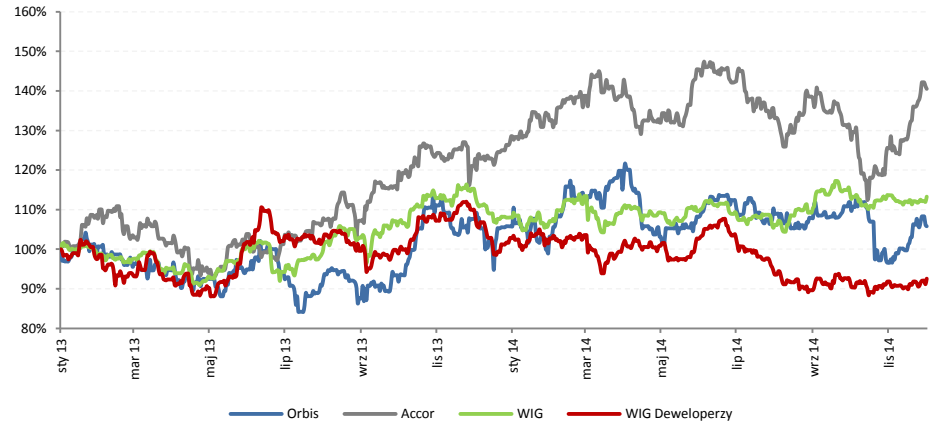
Porównanie Orbisu do mnożników rynkowych P/E oraz EV/EBITDA Accoru na lata 2015-2016 wskazuje na wycenę spółki na poziomie 46 PLN/akcję. Z kolei porównanie do szerszej grupy podmiotów hotelowych z ekspozycją na Europę sugeruje wartość Orbisu na poziomie 44.35 PLN/akcję.

Mnożniki rynkowe wybranych operatorów hotelowych

	Kurs	Waluta	Mkt Cap [mln]	P/E			EV/EBITDA		
				2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
ACCOR	37.43	EUR	8 665	24.3	21.1	18.6	10.0	9.2	8.4
INTERCONTINENTAL HOTELS	2641	GBp	6 236	15.9	14.4	12.9	10.5	9.7	8.7
WHITBREAD	4680	GBp	8 493	22.9	20.1	17.7	13.5	11.7	10.4
MILLENNIUM & COPTHORNE HOTEL	590	GBp	1 916	19.4	17.7	17.4	10.0	9.0	7.8
MELIA HOTELS INTERNATIONAL	8.68	EUR	1 604	62.1	26.1	20.6	10.7	9.1	8.3
NH HOTELES	3.85	EUR	1 349			30.5	15.5	12.9	10.2
REZIDOR HOTEL GROUP	31.9	SEK	5 563	16.6	12.5	11.2	7.3	6.5	6.2
Mediana (ekspozycja na Europę)	---	---	---	**21.1**	**18.9**	**17.7**	**10.5**	**9.2**	**8.4**
MARRIOTT INTERNATIONAL	78.25	USD	22 173	29.2	25.8	23.1	16.9	15.0	13.6
CHOICE HOTELS INTL	56.04	USD	3 261	27.7	25.2	22.4	17.4	15.8	14.1
HYATT HOTELS	59.66	USD	9 057	56.7	47.0	35.9	12.9	11.8	10.2
WYNDHAM WORLDWIDE	84.49	USD	10 414	18.3	17.3	15.9	10.6	9.7	8.9
Mediana (pozostałe sieci międzynarodowe)	---	---	---	**28.5**	**25.5**	**22.7**	**14.9**	**13.4**	**11.9**
Orbis	**40.55**	**PLN**	**1 869**	**23.4**	**20.0**	**18.0**	**7.9**	**7.6**	**7.1**

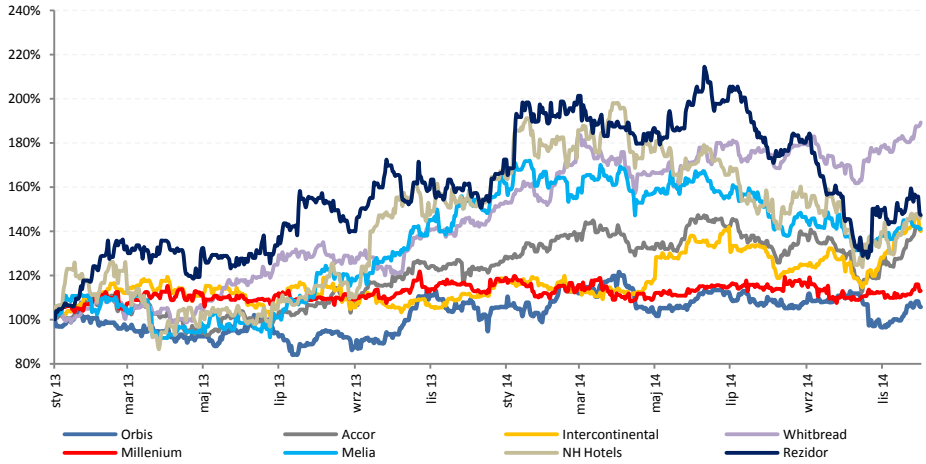
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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

WYNIKI FINANSOWE ZA 3Q 2014

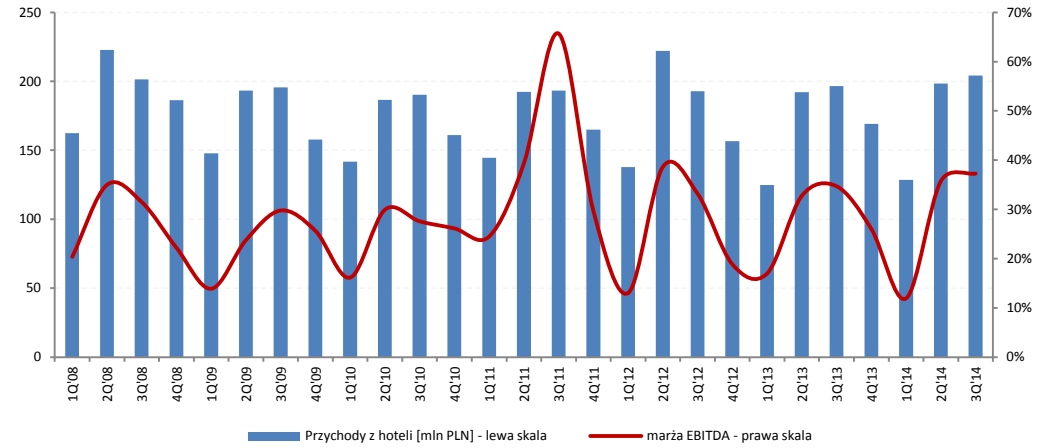
Dane za 3Q'14 oceniamy pozytywnie. Spółka w omawianym okresie zwiększyła przychody do ponad 204 mln PLN, czyli o prawie 4% r/r. W 3Q'14 liczba sprzedanych pokojonocy wyniosła prawie 659 tys. Spółka wykazała znaczny wzrost frekwencji do aż 72.2%, co oznacza wzrost o 4.2 pkt % r/r. Poziom ARR wyniósł 208.2 PLN, z kolei RevPar wzrósł do 150.4 PLN. Raportowana EBITDA wzrosła o 11.6% r/r z 68.15 mln PLN do 76.1 mln PLN. W ujęciu segmentowym na poziomie EBITDA lepsze dane wykazywał zarówno obszar hoteli up&midscale (wzrost o 8.2% r/r) oraz hoteli ekonomicznych (wzrost o 4% r/r). Na poziomie netto Orbis w 3Q'14 wykazał zysk na poziomie niespełna 39.9 mln PLN.

Wyniki skonsolidowane za 3Q'14

	3Q'13	3Q'14	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14	zmiana r/r
Przychody	**196.56**	**204.16**	**3.9%**	**513.44**	**530.94**	**3.4%**
up&midscale	159.37	166.29	4.3%	409.43	427.35	4.4%
ekonomiczne	33.83	34.43	1.8%	93.99	93.76	-0.3%
Koszt własny sprzedaży	126.31	129.37	2.4%	363.55	369.03	1.5%
Zysk brutto ze sprzedaży	70.25	74.79	6.5%	149.89	161.91	8.0%
Pozostałe przychody operacyjne	0.86	3.75	338.4%	12.62	5.66	-55.2%
Koszty sprzedaży i marketingu	6.38	6.74	5.7%	18.68	19.54	4.6%
Koszty ogólnego zarządu	23.18	21.57	-6.9%	66.87	66.00	-1.3%
Pozostałe koszty operacyjne	2.69	2.03	-24.5%	10.59	3.05	-71.2%
Aktualizacja wart. aktywów	0.00	0.00	---	0.00	0.00	---
EBITDA	**68.15**	**76.07**	**11.6%**	**152.24**	**162.21**	**6.5%**
up&midscale	61.56	66.63	8.2%	132.30	145.90	10.3%
ekonomiczne	16.84	17.51	4.0%	44.56	44.44	-0.3%
EBIT	38.86	48.20	24.0%	66.37	78.98	19.0%
Saldo finansowe	1.09	1.42	30.4%	1.78	2.97	66.6%
Wynik brutto	39.95	49.62	24.2%	68.15	82.92	21.7%
Podatek dochodowy	7.83	9.74	24.4%	13.79	16.75	21.5%
Wynik netto po wyłączeniach	**32.12**	**39.88**	**24.2%**	**52.84**	**66.17**	**25.2%**
marża brutto na sprzedaży	35.7%	36.6%		29.2%	30.5%	
marża EBITDA	34.7%	37.3%		29.7%	30.6%	
marża EBIT	30.8%	37.3%		18.3%	21.4%	
marża netto	45.7%	53.3%		35.3%	40.9%	
Liczba pokoi	11 327	11 722	3.5%			
Liczba sprzedanych pokojonocy [tys.]	619.4	658.6	6.3%			
Frekwencja	68.0%	72.2%				
ARR [PLN]	211.4	208.2	-1.5%			
RevPar [PLN]	143.7	150.4	4.7%			

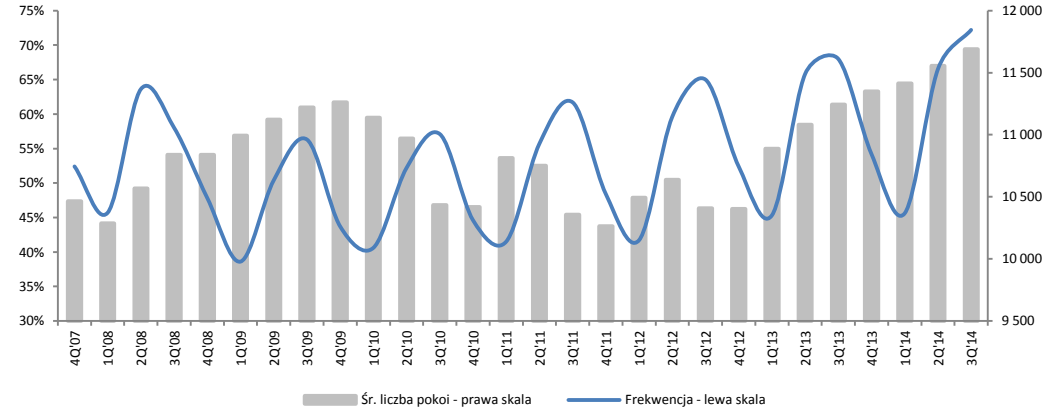
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody oraz marża EBITDA w ujęciu kwartalnym (segmentu hotelowego)



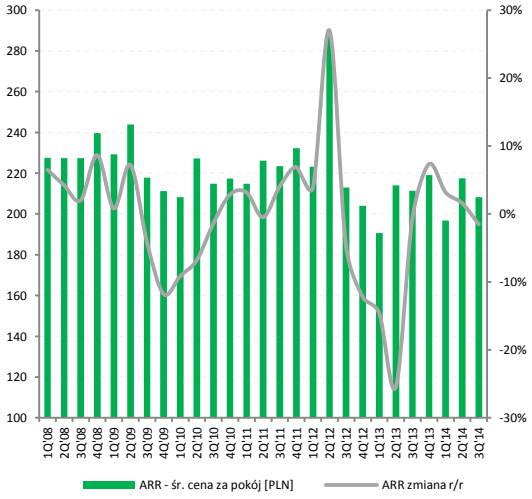
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

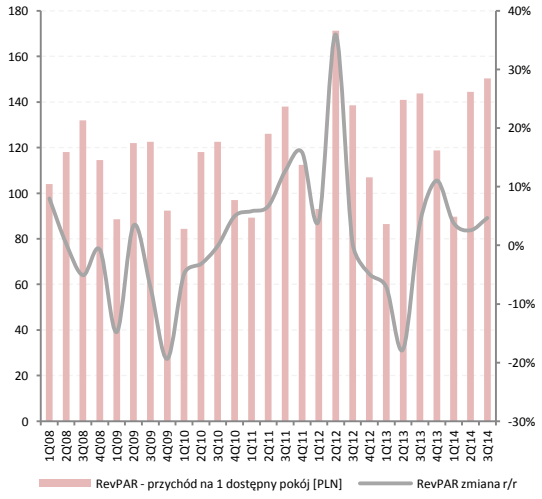
Średnia liczba pokoi oraz frekwencja w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

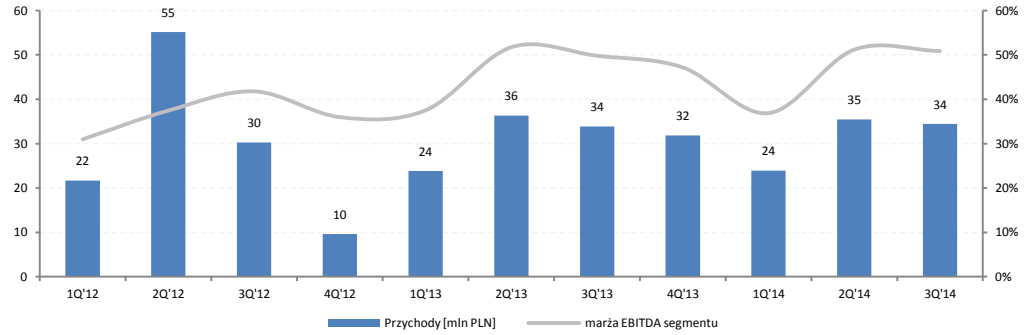
ARR oraz RevPAR w ujęciu kwartalnym

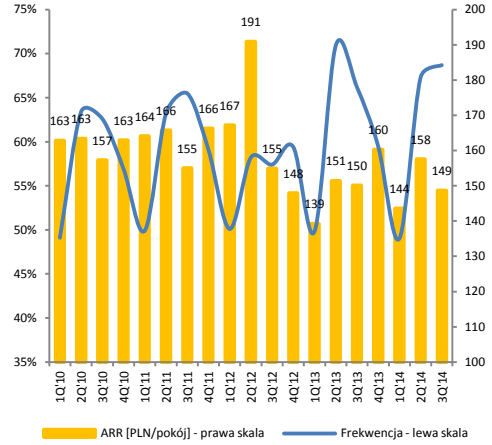


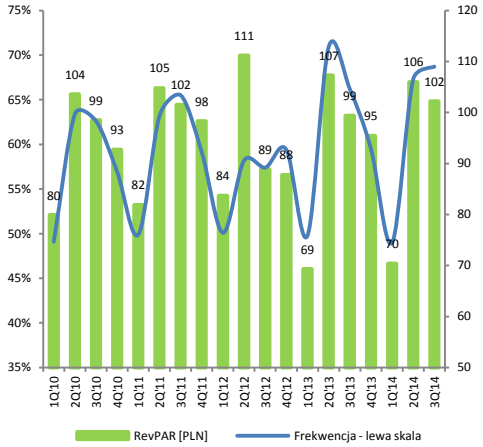


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

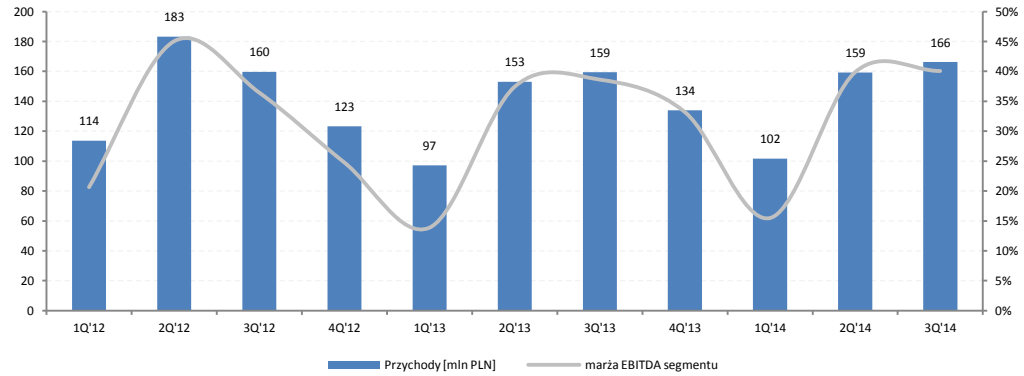
Dane operacyjne segmentu hotele ekonomiczne

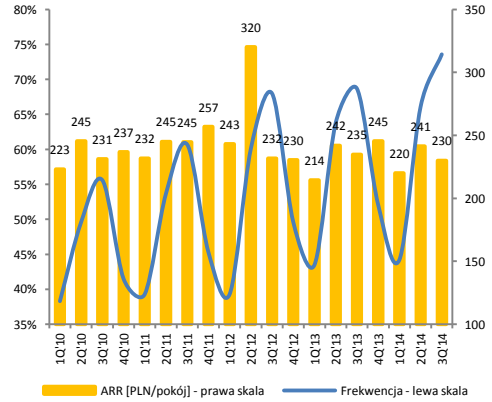


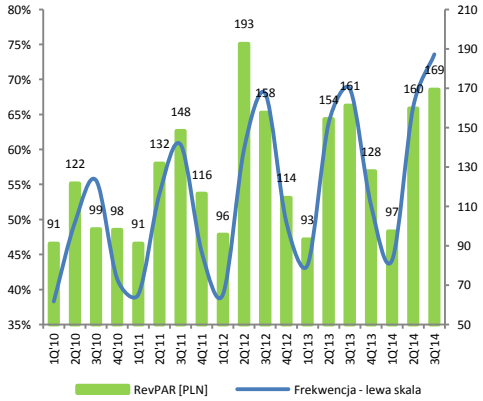




Dane operacyjne segmentu hotele up&midscale

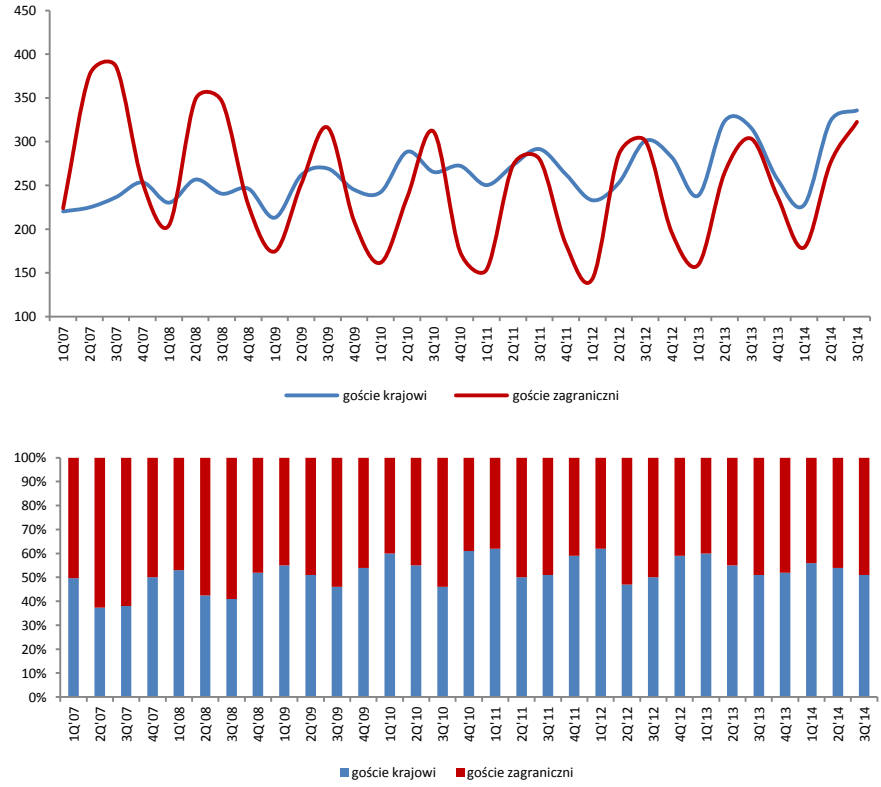






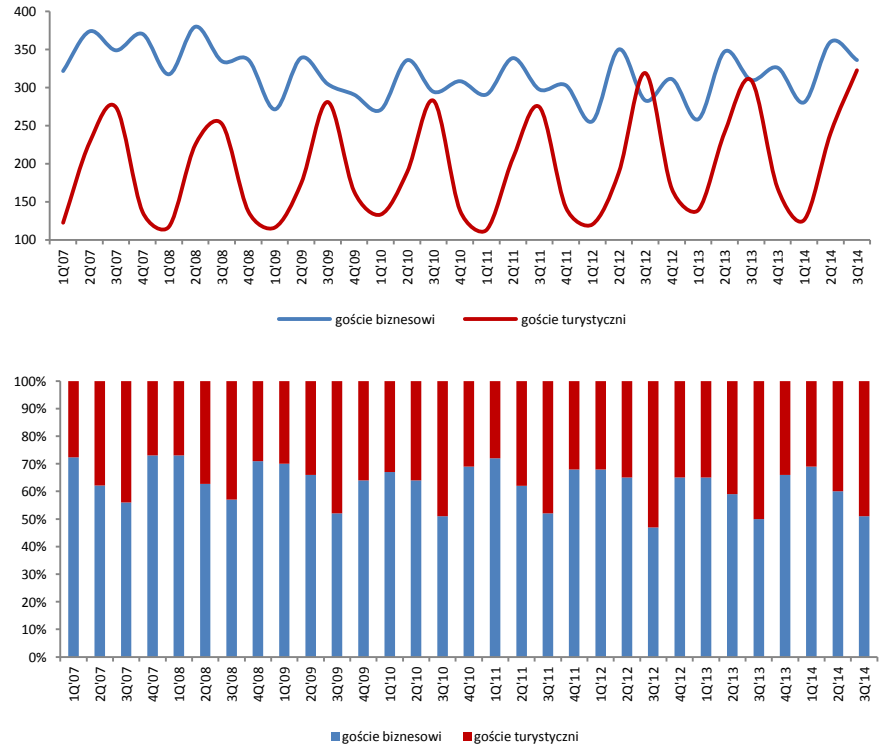
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



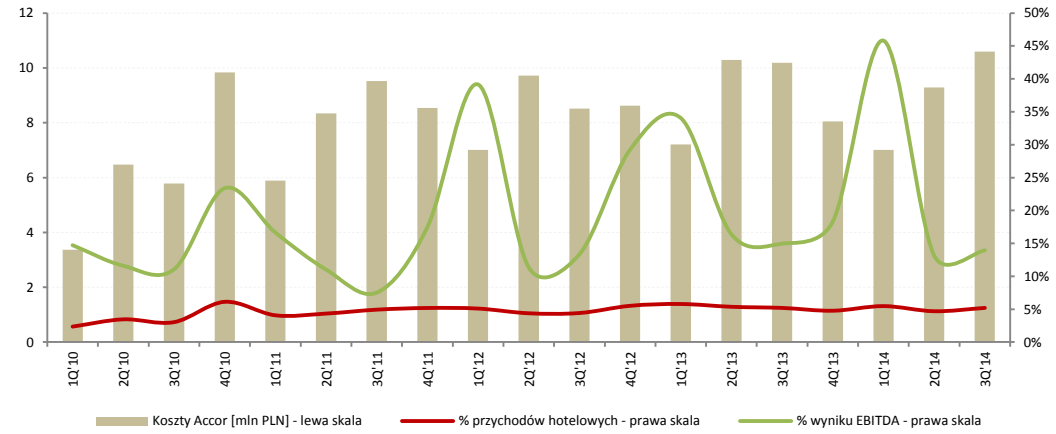
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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 3Q'14]

	Obłożenie		ARR		RevPAR	
	%	zmiana r/r pkt %	EUR	zmiana r/r pkt %	EUR	zmiana r/r pkt %
Francja	**75.4**	**0.2**	**83**	**1.5**	**63**	**1.8**
Luxury&upscale	77.6	6.8	188	-0.9	146	-0.8
Midscale	76.2	1.6	107	-0.4	81	1.7
Economy	74.7	-1.4	54	1.1	41	8.6
NCEE	**79.9**	**2.8**	**78**	**2.7**	**62**	**6.4**
Luxury&upscale	75.7	3.4	141	2.8	107	7.8
Midscale	78.7	3.1	84	2.5	66	6.7
Economy	81.9	2.5	64	2.6	52	5.9
MMEA	**67.1**	**5.6**	**79**	**1.5**	**53**	**10.6**
Luxury&upscale	62.5	8.7	140	-2.9	88	12.6
Midscale	66.1	5.1	73	2.5	48	11.0
Economy	70.9	4.3	52	1.0	37	7.5
AsPac	**70.1**	**1.0**	**76**	**1.7**	**53**	**3.1**
Luxury&upscale	65.6	0.7	94	3.1	62	4.2
Midscale	73.5	0.3	77	2.0	56	2.3
Economy	71.0	3.1	49	-2.1	35	2.5
Americas	**71.1**	**0.2**	**90**	**7.5**	**64**	**7.9**
Luxury&upscale	73.4	2.0	181	8.9	133	12.0
Midscale	67.7	-1.0	100	6.8	68	5.3
Economy	74.6	0.9	55	6.1	41	7.4
Razem Accor	**80.0**	**1.8**	**80**	**2.5**	**59**	**5.1**
Luxury&upscale	125.0	3.0	125	2.8	85	7.4
Midscale	87.0	1.8	87	1.9	65	4.5
Economy	53.0	1.5	56	1.8	43	3.8
Orbis	**72.2**	**4.2**	**49.9**	**-1.5**	**36.0**	**4.7**
Luxury&upscale&midscale	73.6	4.9	55.1	-2.0	40.5	5.0
Economy	68.7	2.5	35.6	-0.9	24.5	2.8

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

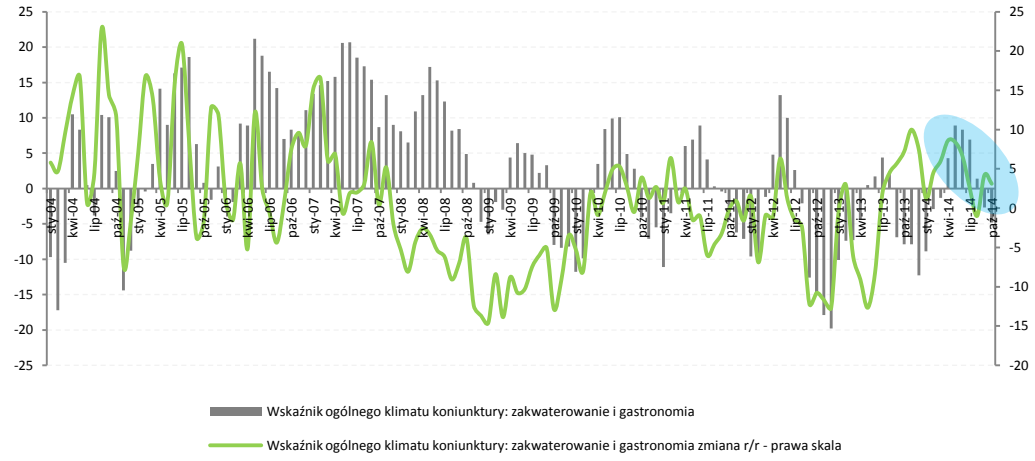
W 3Q'14 średnie obłożenie w regionie NCEE w Accor wyniosło 79.9% i wzrosło o 2.8 pkt % r/r. W Orbisie w analogicznym okresie średnie obłożenie wyniosło 72.2%, co oznacza wzrost o 4.2 pkt %.

W zakresie średnich cen ARR, Accor w regionie NCEE wykazał dodatnią dynamikę na poziomie +2.7%, z kolei w Orbis wykazał spadek ARR o 1.5% r/r. Odczyt RevPAR Accor w regionie NCEE zanotował wzrost o 6.4%, z kolei w Orbisie RevPAR był wyższy o 4.7%.

KONIUNKTURA W BRANŻY ZAKWATEROWANIA W POLSCE

Z danych GUS wynika, że w 3Q'14 sytuacja w branży zakwaterowania i gastronomii ulegała lekkiemu ochłodzeniu. Wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury w branży w ujęciu r/r utrzymał jednak dodatnią dynamikę w ujęciu r/r. W lipcu zmiana r/r wspominanego wskaźnika wynosiła +2.5 pkt, w sierpniu było to -1 pkt, z kolei we wrześniu +4.2 pkt.

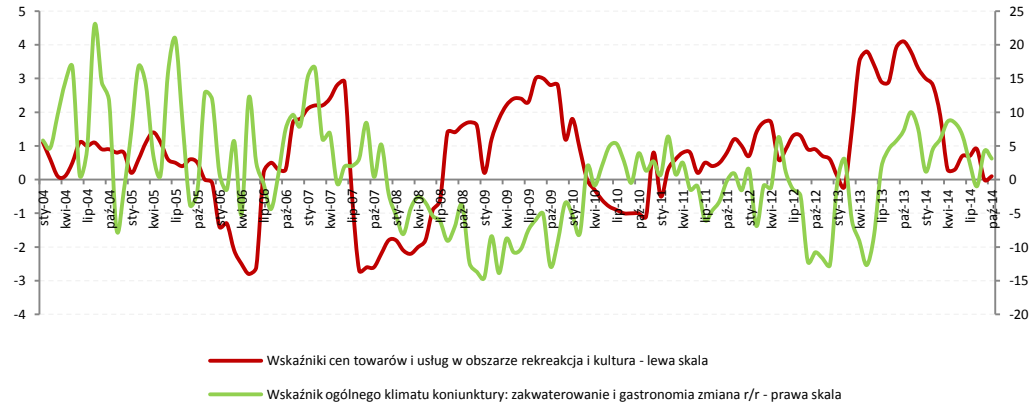
Wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury w branży zakwaterowania i gastronomii (ujęcie miesięczne)



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 w 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 1Q'14 średni poziom cen omawianej kategorii wzrósł o ok. 2.6%, w 2Q'14 było to +0.4%, z kolei w 3Q'14 średni poziom cen wzrósł o 0.5% r/r (ARR w sieci Orbis zachowywał się w mawianych okresach następująco: +3.2%; +1.6%; -1.5%).

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

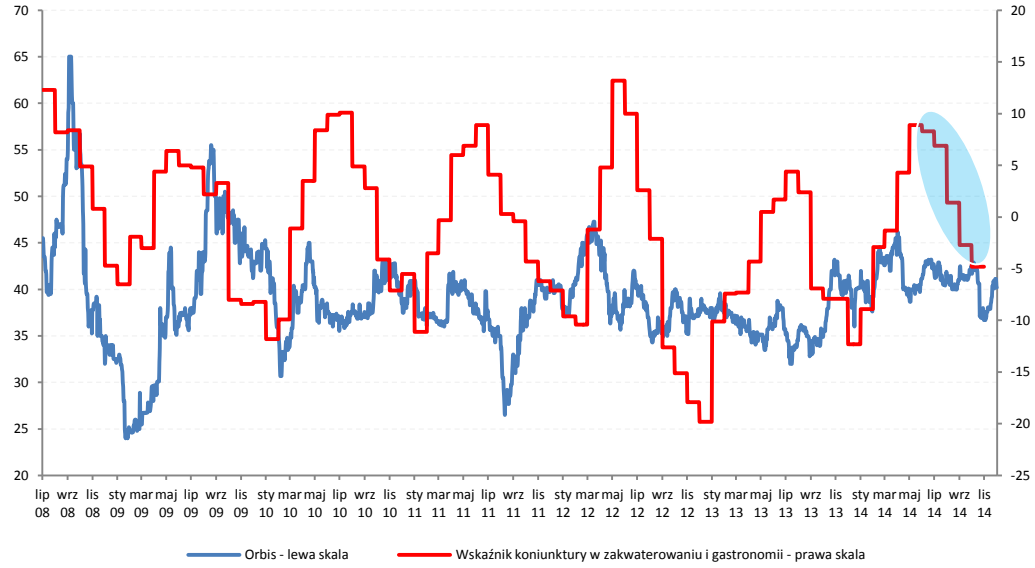


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

PROGNOZA NA 2015 I KOLEJNE OKRESY

Spoglądając na utrzymujące się tendencje na rynku hotelowym, liczymy że wyniki za 2015 rok pomimo oznak lekkiego wyhamowania pozytywnych odczytów koniunktury w 3/4Q'14 powinny być odbierane pozytywnie przez inwestorów. Ogółem zakładamy, że kolejne kwartały powinny pozwolić Orbisowi na lekki wzrost frekwencji oraz na umiarkowaną poprawę uzyskiwanych średnich cen (sprzyjać temu powinna też konsolidacja nowych obiektów).

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



Od połowy 2014 roku odczyty GUS koniunktury w zakwaterowaniu i gastronomii w Polsce sugerują ochłodzenie dynamiki poprawy koniunktury (odczyty w ujęciu r/r ciągle jednak wykazują poprawę).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

W naszej projekcji zakładamy, że spółka od 1Q'15 będzie konsolidować wyniki przejętych aktywów od Accor. Orbis zakomunikował już o uzgodnieniu warunków umowy i do 7 stycznia 2015 roku mają zostać zakończone prace nad pozyskaniem finansowania projektu (ok. 500 mln PLN kredytu).

Spodziewamy się, że w 2015 roku spółka zwiększy przychody r/r o ponad 450 mln PLN do 1.15 mld PLN i jest to głównie efekt konsolidacji (na dotychczasowej bazie uwzględniliśmy wzrost o niespełna 2% r/r). Ogółem na cały 2015 rok przyjęliśmy, że frekwencja w hotelach spółki wyniesie ok. 61.1% i tym samym Orbis sprzeda 3.44 mln pokojonocy. Średni poziom ARR na 2015 rok przyjęliśmy na pułapie niespełna 217 PLN, a RevPAR powinien wg naszych założeń wynieść 132.4 PLN. Z uwagi na strukturę przejmowanych hoteli (obiekty w leasingu stałym i o zmiennej stopie) w strukturze kosztów istotne znaczenie będzie odgrywała pozycja czynszów. Tym samym Orbis przybliży się w tym zakresie do struktury kosztowej innych międzynarodowych operatorów hotelowych. Dlatego obok poziomu zysku EBITDA będziemy starali się wykorzystywać także zysk EBITDAR (EBITDA skorygowana o poziom czynszów). Ogółem w 2015 roku spodziewamy się, że EBITDAR spółki wyniesie 381.2 mln PLN, a EBITDA zwiększy się do 281.2 mln PLN. Na poziom zysku netto negatywny wpływ może mieć saldo finansowe z uwagi na obsługę zadłużenia. Zgodnie z naszymi założeniami spodziewamy się, że wynik netto będzie na poziomie 93.5 mln PLN. Zwracamy uwagę, że z uwagi na sezonowość obłożenia należy liczyć się ze słabszymi odczytami Orbisu w 1Q'15 i dlatego w tym kwartale uwzględniamy stratę EBIT i netto zarówno dla starej struktury spółki jak i dla przejmowanych obiektów.

W kolejnych dwóch latach prognozy, czyli w latach 2016-2017 oczekujemy dalszej umiarkowanej poprawy wyników Orbisu. Będzie to prawdopodobnie okres optymalizacji przejmowanej struktury (w modelu nie uwzględniamy zmian). Jedynym nowym własnym obiektem w modelu jest hotel Mercure w Krakowie (planowane otwarcie w końcówce 2016 roku). Ogółem liczmy, że spółce uda się w 2016 roku zwiększyć EBITDAR do 395.7 mln PLN, w a 2017 roku wynik ten już powinien przekroczyć 408 mln PLN. Na poziomie EBITDA w 2016 roku założyliśmy wzrost zysku do prawie 294 mln PLN, z perspektywą osiągnięcia prawie 305 mln PLN w 2017 roku.

Zwracamy też uwagę, że w kolejnych latach 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 wciąż znikomy, niemniej cechuje je inny (wyższy) poziom rentowności.

Wybrane szczegółowe założenia do modelu

	1Q'15P	2Q'15P	3Q'15P	4Q'15P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody	**215.7**	**318.5**	**329.5**	**287.4**	**1151.1**	**1185.7**	**1220.7**	**1248.7**	**1274.3**
Koszty operacyjne	238.3	256.3	260.1	257.8	912.6	935.3	955.1	970.6	988.1
Amortyzacja	37.0	37.3	37.2	37.1	148.7	151.6	149.5	146.7	144.3
Czynsze	25.0	25.0	25.0	25.0	100.0	102.0	104.0	106.1	108.2
Zużycie mat i energii	38.0	45.3	46.6	42.6	172.5	177.1	181.8	185.4	189.1
Usługi obce	49.9	58.1	61.0	63.5	232.5	236.5	240.4	244.1	249.1
Koszty zatrudnienia	74.0	76.3	75.9	75.3	301.6	311.1	322.5	332.2	342.1
Inne	14.4	14.3	14.3	14.3	57.4	59.1	60.8	62.2	63.5
Saldo pozostałej dz. operacyjnej	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5	-6.0	-6.2	-6.4	-6.5	-6.6
EBITDAR	**37.8**	**123.0**	**130.1**	**90.2**	**381.2**	**395.7**	**408.8**	**418.3**	**423.8**
EBITDA	**12.8**	**98.0**	**105.1**	**65.2**	**281.2**	**293.7**	**304.7**	**312.2**	**315.5**
EBIT	-24.2	60.7	67.9	28.1	132.5	142.2	155.2	165.5	171.3
Wynik netto	-23.1	45.6	51.6	19.4	93.5	103.9	116.9	127.7	134.2
Liczba hoteli	109	110	112	114	114	123	127	130	133
własne i leasingowe	81	81	81	81	81	82	82	82	82
w zarządzaniu	13	13	13	13	13	13	13	13	13
franczyzowe	15	16	18	20	20	28	32	35	38
Liczba pokoi eop	19 104	19 160	19 272	19 384	19 384	20 304	20 624	20 864	21 104
własne i leasingowe	15 449	15 449	15 449	15 449	15 449	15 649	15 649	15 649	15 649
w zarządzaniu	2 198	2 198	2 198	2 198	2 198	2 198	2 198	2 198	2 198
franczyzowe	1 457	1 513	1 625	1 737	1 737	2 457	2 777	3 017	3 257
Frekwencja	48.1%	67.5%	72.2%	56.2%	61.1%	61.1%	60.9%	60.7%	60.5%
zmiana r/r [pkt %]	2.5	1.0	0.0	3.0	1.6	0.0	-0.2	-0.2	-0.2
Sprzedane pokojonoce [tys.]	669	949	1 027	799	3 443	3 456	3 466	3 455	3 444
zmiana r/r	64.5%	58.3%	55.9%	64.8%	60.2%	0.4%	0.3%	-0.3%	-0.3%
ARR [PLN]	200.6	220.8	215.5	227.8	216.9	222.3	227.9	233.6	238.9
zmiana r/r	2.0%	1.5%	3.5%	2.5%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%	2.3%
RevPAR [PLN]	96.5	149.0	155.6	128.0	132.4	135.8	138.7	141.7	144.4
zmiana r/r	7.6%	3.1%	3.4%	8.3%	5.2%	2.5%	2.2%	2.2%	1.9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

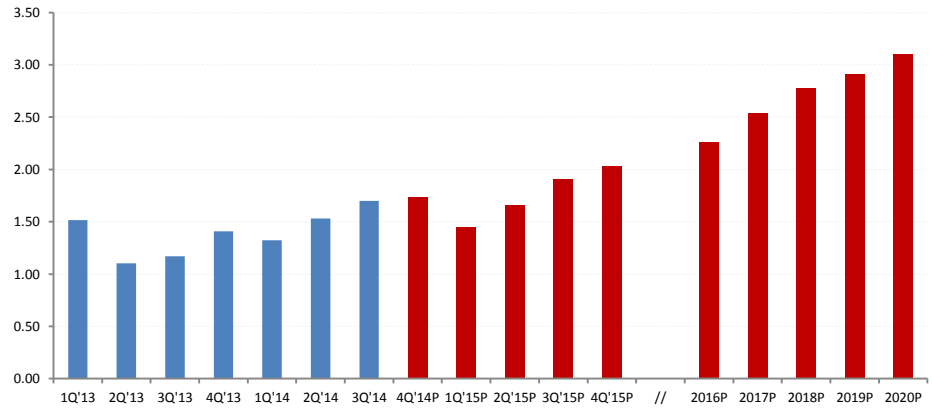
W porównaniu do raportu z lipca 2014 roku nie dokonaliśmy istotnych zmian w modelu. Jak już wspominaliśmy, jesteśmy zadowoleni z wyników za 1-3Q'14. Końcówka 2014 roku w porównaniu r/r będzie miała wysoką bazę i tym samym wykazywana dynamika będzie odpowiednio niższa. Na lata 2015-2016 nie dokonaliśmy istotnych korekt dla dotychczasowej bazy obiektów. Wykazywany wzrost jest wynikiem konsolidacji przejmowanych aktywów od Accor. Oczekujemy, że EBITDA za 2015 rok wyniesie ok. 281 mln PLN, a w 2016 roku osiągnie pułap prawie 294 mln PLN. Przedstawiona projekcja jest dla nas scenariuszem raczej konserwatywnym i ewentualnych korekt in plus dopatrywać będziemy w materializacji zapisów nowej umowy licencyjnej (niższe procentowe koszty ponoszone na rzecz Accor).

Zmiana założeń modelu w porównaniu do raportu z 02.07.2014 roku

	2014 stare	2014 nowe	zmiana	2015 stare	2015 nowe	zmiana	2016 stare	2016 nowe	zmiana
Przychody [mln PLN]	710	701	-1.3%	742	1151	55.2%	773	1186	53.4%
EBITDA [mln PLN]	212	206	-2.7%	227	281	24.1%	238	294	23.6%
EBIT [mln PLN]	99	95	-4.3%	113	133	17.5%	123	142	15.6%
Wynik netto [mln PLN]	83	80	-3.8%	96	93	-2.6%	106	104	-1.8%
Sprzedane pokojonoce	2 124	2 149	1.2%	2 138	3 443	61.0%	2 154	3 456	60.4%
ARR [PLN]	216	211.8	-1.9%	223.7	216.9	-3.0%	231.1	222.3	-3.8%
RevPAR [PLN]	126.9	125.9	-0.8%	132.3	132.4	0.1%	136.7	135.8	-0.7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Projekcja EPS (dane zanualizowane) dla Orbisu



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PRZEJĘCIE HOTELI OD ACCOR

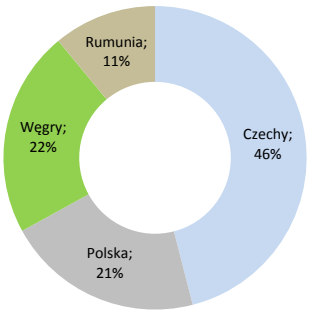
W październiku 2014 roku większościowy akcjonariusz złożył Orbisowi ofertę przejęcia sieci 46 hoteli zlokalizowanych w Europie Środkowej wraz z propozycją zmodyfikowanej umowy licencyjnej (Master License Agreement). Nowa umowa licencyjna została rozszerzona do 16 krajów, a okres jej obowiązywania wydłużony z 15 do 20 lat (do 2035 roku). Orbis będzie główną platformą Accoru do zarządzania biznesem w Europie Środkowej. Całkowita wartość transakcji wynosi 142.3 mln EUR, a szacunkowy wskaźnik EV/EBITDA dla projektu wynosi 7.9x. Transakcja zostanie sfinansowana częściowo ze środków własnych, a częściowo z kredytu bankowego, który jak zapowiedziała spółka w przyszłości będzie mógł być zastąpiony środkami z emisji obligacji.

Podstawowe informacje o przejmowanych aktywach

Przejmowane aktywa:

- 38 hoteli (kolejne 2 hotele w zarządzaniu od 4Q'14)
- 7 046 pokoi
- EBITDA (szacunkowa) za 2014 = 18.1 mln EUR
- planowane otwarcia na 2015 nowych 6 hoteli (783 pokoi) w systemie zarządzania i franczyzy

Struktura wyniku EBITDA przejmowanych aktywów za 2014 (szacunek)



Podział terytorialny	Pokoje	Struktura
Bułgaria	262	4%
Czechy	1 356	19%
Macedonia	110	2%
Polska	538	7%
Rumunia	1 334	18%
Słowacja	295	4%
Węgry	3375	46%
Razem	**7 270***	**100%**

Typ hoteli	Pokoje	Struktura
Własne	1 974	27%
Zm. st. dzierżawy	798	11%
Stała dzierżawa	2 775	38%
Zarządzanie	1 535	21%
Franczyza	188	3%
Razem	**7 270***	**100%**

** - łącznie z 2 obiektami otwieranymi w 4Q'14 (w systemie zarządzania)*

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych spółki

Po zakupie wspomnianych aktywów, czyli od stycznia 2015 roku, Orbis stanie się wyłącznym licencjodawcą wszystkich marek Accoru w 16 krajach i liderem branży hotelarskiej w regionie Europy Centralnej. Umowa licencyjna zapewni Orbisowi prawo do prowadzenia działalności pod markami Accor do 2035.

Obszar działania Orbisu od stycznia 2015 roku



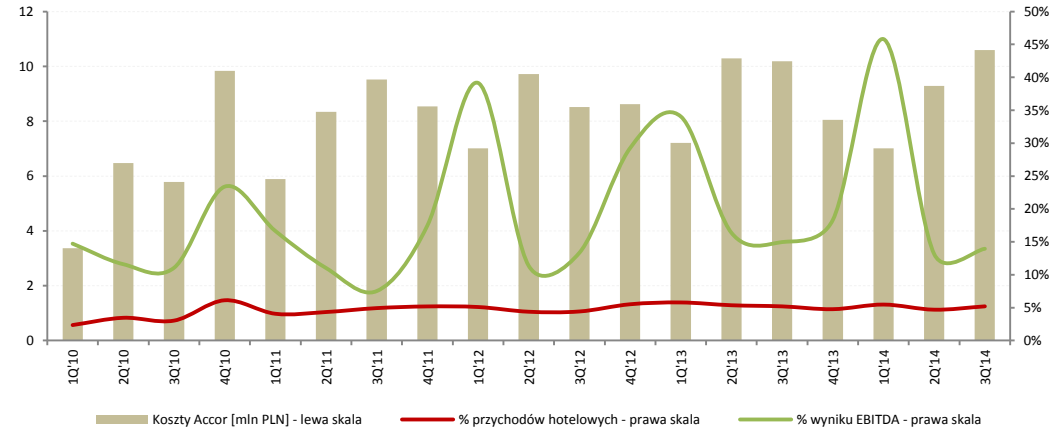
Orbis będzie główną platformą Accoru do zarządzania biznesem w Europie Środkowej.

Spółka będzie operatorem hoteli w Bułgarii, Czechach, Estonii, Litwie, Łotwie, Polsce, Macedonii, Rumunii, Słowacji, Węgrzech, Chorwacji, Słowenii, Bośni i Hercegowinie, Czarnogórze, Serbii i Mołdawii.

Źródło: spółka

Poza przejmowanymi hotelami, istotnym elementem oceny transakcji jest nowa umowa licencyjna. Dotychczasowa umowa podpisana w 2000 roku miała być odnowiona w 2015 roku i obejmowała 4 kraje (Polska oraz kraje nadbałtyckie). Dotychczasowa umowa nie uwzględniała wyłączności (m.in. dlatego Orbis przejmuje też 2 obiekty w Polsce). Nowa umowa jak już wspominaliśmy na obowiązywać przez 20 lat, czyli do 2035 roku. Poza zwiększonym zasięgiem terytorialnym (16 krajów w regionie Europy Środkowej) spółka zakomunikowała, że liczy na oszczędności z tytułu opłat licencyjnych. Zmodyfikowane opłaty będą uwzględniały dotychczasową bazę, obiekty przejmowane oraz przyszłe nowe hotele.

Koszty ponoszone na rzecz Accor



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Szacujemy, że po domknięciu transakcji spółka będzie miała zaciągnięty dług na poziomie ok. 500 mln PLN. Na koniec 2015 roku, zgodnie z naszymi założeniami relacja dług netto/EBITDA powinna wynosić niespełna 1.0x. Oceniamy, że będzie to poziom umożliwiający podtrzymanie polityki dywidendowej. W naszym modelu oczekujemy, że dywidenda wyniesie przynajmniej 1.25 PLN/akcję, a w kolejnych latach jej poziom będzie rósł do 85% skonsolidowanego zysku netto.

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	701.1	1151.1	1185.7	1220.7	1248.7	1274.3	1304.6	1335.7	1367.5	1400.1
Koszty operacyjne	534.1	626.0	600.7	606.0	1018.6	1043.5	1065.5	1083.2	1103.0	1124.7	1147.3	1170.8	1195.3
Amortyzacja	121.5	112.3	114.3	110.9	148.7	151.6	149.5	146.7	144.3	142.1	140.3	138.8	137.6
Czynsze					100.0	102.0	104.0	106.1	108.2	110.4	112.6	114.9	117.2
Zużycie mat i energii	114.4	114.6	110.8	109.5	172.5	177.1	181.8	185.4	189.1	192.9	196.8	200.7	204.7
Usługi obce	138.0	138.4	136.2	141.3	232.5	236.5	240.4	244.1	249.1	255.0	261.1	267.3	273.7
Koszty zatrudnienia	196.2	198.4	187.4	190.5	301.6	311.1	322.5	332.2	342.1	352.4	363.0	373.9	385.1
Inne	-36.1	62.3	52.0	53.8	163.4	167.3	171.2	174.8	178.4	182.2	186.1	190.1	194.2
EBITDAR					381.2	395.7	408.8	418.3	423.8	432.5	441.3	450.4	459.5
EBITDA	282.6	195.5	196.2	206.0	281.2	293.7	304.7	312.2	315.5	322.1	328.7	335.5	342.4
EBIT	161.1	83.2	81.9	95.1	132.5	142.2	155.2	165.5	171.3	179.9	188.4	196.7	204.7
Wynik netto	133.2	112.9	66.2	79.9	93.5	103.9	116.9	127.7	134.2	142.9	151.3	159.5	167.5
przychody zmiana r/r	2.3%	2.0%	-3.8%	2.7%	64.2%	3.0%	3.0%	2.3%	2.0%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
marża EBITDA	41%	28%	29%	29%	24%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	24%
marża EBIT	23%	12%	12%	14%	12%	12%	13%	13%	13%	14%	14%	14%	15%
marża netto	19%	16%	10%	11%	8%	9%	10%	10%	11%	11%	11%	12%	12%
Dane operacyjne													
Liczba hoteli	55	57	63	68	114	123	127	130	133	136	138	140	142
własne i leasingowe	52	52	53	53	81	82	82	82	82	82	82	82	82
w zarządzaniu	3	3	3	3	13	13	13	13	13	13	13	13	13
franczyzowe	0	2	7	12	20	28	32	35	38	41	43	45	47
Liczba pokoi eop	10 485	10 778	11 373	11 778	19 384	20 304	20 624	20 864	21 104	21 344	21 504	21 664	21 824
własne i leasingowe	9 947	9 741	9 904	9 902	15 449	15 649	15 649	15 649	15 649	15 649	15 649	15 649	15 649
w zarządzaniu	538	663	663	663	2 198	2 198	2 198	2 198	2 198	2 198	2 198	2 198	2 198
franczyzowe	0	374	806	1 213	1 737	2 457	2 777	3 017	3 257	3 497	3 657	3 817	3 977
ARR [PLN]	224.5	232.8	210.0	211.8	216.9	222.3	227.9	233.6	238.9	244.2	249.7	255.3	261.1
RevPAR [PLN]	116.2	127.5	122.7	125.9	132.4	135.8	138.7	141.7	144.4	147.6	151.0	154.4	157.8
Liczba sprzedanych pokojonocy [tys.]	1 967	1 994	2 099	2 149	3 443	3 456	3 466	3 455	3 444	3 444	3 444	3 444	3 444
Capex [mln PLN]	-56.4	-215.2	-94.5	-96.0	-125.9	-136.4	-106.8	-109.3	-111.5	-114.2	-116.9	-119.7	-122.5

Bilans	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Aktywa trwałe	1 805	1 833	1 807	1 780	2 302	2 287	2 244	2 207	2 174	2 146	2 123	2 103	2 088
RZAT + WNiP	1 774	1 804	1 770	1 757	2 279	2 264	2 221	2 183	2 151	2 123	2 099	2 080	2 065
Inne aktywa finansowe	0	0	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Nieruchomości inwestycyjne	30	27	25	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Inne aktywa długoterminowe	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Aktywa obrotowe	**272**	**211**	**234**	**288**	**359**	**399**	**448**	**491**	**526**	**561**	**592**	**619**	**644**
Zapasy	4	4	4	4	11	12	12	12	12	13	13	13	14
Należności handlowe	26	26	23	35	112	109	112	114	117	120	122	125	128
Należności krótkoterminowe inne	21	41	13	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	217	139	191	235	222	264	310	350	383	414	442	466	488
Aktywa do sprzedaży	64	76	13	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14
Aktywa Razem	**2 141**	**2 120**	**2 054**	**2 083**	**2 675**	**2 700**	**2 706**	**2 712**	**2 715**	**2 721**	**2 728**	**2 737**	**2 747**
Kapitał własny	**1 929**	**1 932**	**1 932**	**1 943**	**1 979**	**2 025**	**2 054**	**2 082**	**2 108**	**2 136**	**2 166**	**2 197**	**2 229**
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	1 292	1 328	1 374	1 403	1 431	1 457	1 485	1 515	1 546	1 578
Zobowiązania długoterminowe	**36**	**38**	**32**	**28**	**528**	**503**	**478**	**453**	**428**	**403**	**378**	**353**	**328**
Kredyty i pożyczki	0	0	0	0	500	475	450	425	400	375	350	325	300
Rezerwa z tytułu podatku dochodowego	19	13	8	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
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**	**112**	**169**	**172**	**175**	**177**	**179**	**182**	**184**	**187**	**190**
Kredyty i pożyczki	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania handlowe	70	68	39	39	96	99	102	104	106	109	111	114	117
Zobowiązania krótkoterminowe inne	74	49	46	62	62	62	62	62	62	62	62	62	62
Rezerwy oraz inne zobowiązania	12	8	5	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Pasywa Razem	**2 141**	**2 120**	**2 054**	**2 083**	**2 675**	**2 700**	**2 706**	**2 712**	**2 715**	**2 721**	**2 728**	**2 737**	**2 747**

CF	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
CF operacyjny	176.4	118.8	158.5	191.7	279.4	275.1	276.7	281.7	283.6	288.0	292.7	297.5	302.5
CF inwestycyjny	224.4	-147.5	-51.3	-78.7	-735.0	-150.2	-117.7	-117.0	-117.1	-117.7	-118.5	-119.4	-120.5
CF finansowy	-247.6	-47.6	-58.8	-69.1	442.4	-82.6	-113.4	-124.4	-133.6	-139.1	-146.4	-153.6	-160.6
Zmiana stanu środków pieniężnych	153.2	-76.0	48.4	43.9	-13.1	42.3	45.6	40.3	32.9	31.2	27.8	24.5	21.4
Środki pieniężne sop	65.2	218.4	142.4	190.8	234.7	221.6	263.9	309.5	349.9	382.8	414.0	441.8	466.2
Środki pieniężne eop	218.4	142.4	190.8	234.7	221.6	263.9	309.5	349.9	382.8	414.0	441.8	466.2	487.7

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Cena [PLN]	40.56	40.56	40.56	40.56	40.56	40.56	40.56	40.56	40.56	40.56	40.56	40.56	40.56
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]	1 868.9	1 868.9	1 868.9	1 868.9	1 868.9	1 868.9	1 868.9	1 868.9	1 868.9	1 868.9	1 868.9	1 868.9	1 868.9
BVPS	41.9	41.9	41.9	42.2	42.9	44.0	44.6	45.2	45.7	46.4	47.0	47.7	48.4
EPS	2.6	1.5	1.4	1.7	2.0	2.3	2.5	2.8	2.9	3.1	3.3	3.5	3.6
CEPS	5.2	3.9	3.9	4.1	5.3	5.5	5.8	6.0	6.0	6.2	6.3	6.5	6.6
P/E	15.7	27.5	28.8	23.4	20.0	18.0	16.0	14.6	13.9	13.1	12.4	11.7	11.2
EV/EBITDA	5.8	8.8	8.6	7.9	7.6	7.1	6.6	6.2	6.0	5.7	5.4	5.1	4.9
EV/EBIT	10.2	20.7	20.5	17.2	16.2	14.6	12.9	11.7	11.0	10.2	9.4	8.8	8.2
P/BV	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
Dywidenda [mln PLN]	0.0	64.5	64.5	69.1	57.6	57.6	88.4	99.4	108.6	114.1	121.4	128.6	135.6
DPS [PLN]	0.0	1.6	1.6	1.7	1.4	1.4	2.2	2.4	2.7	2.8	3.0	3.2	3.3
DYield	0.0%	3.9%	3.9%	4.2%	3.5%	3.5%	5.4%	6.0%	6.6%	6.9%	7.4%	7.8%	8.2%
EV [mln PLN]	1 652.0	1 729.5	1 678.1	1 634.2	2 147.3	2 080.0	2 009.3	1 944.0	1 886.1	1 829.9	1 777.1	1 727.6	1 681.2
Dług netto [mln PLN]	-216.9	-139.4	-190.8	-234.7	278.4	211.1	140.5	75.1	17.2	-39.0	-91.8	-141.2	-187.7
Dług % [mln PLN]	0.0	0.0	0.0	0.0	500.0	475.0	450.0	425.0	400.0	375.0	350.0	325.0	300.0

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	44.9	akumuluj	44.1 (45.6 PLN-1.5 PLN wypłaconej dywidendy)	09.12.2014	40.55	53 480
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 4Q'14:

Kupuj	2	18%
Akumuluj	4	36%
Trzymaj	3	27%
Redukuj	2	18%
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

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).

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.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport jest skierowany do wszystkich klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: 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. 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.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 09.12.2014 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 12.12.2014 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto 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 się sprawdzą.

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 nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niemniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. 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 i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

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

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A." Zaznaczamy, że na dzień 09.12.2014 roku:

- BDM nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisje inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą 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. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.