



Dom Maklerski BDM S.A.

ORBIS

RAPORT ANALITYCZNY

Z uwagi na wzrost kursu Orbisu (jest powyżej ceny docelowej wyznaczonej w raporcie z maja'15) zdecydowaliśmy się na korektę naszego zalecenia z Akumuluj do Trzymaj. Jednocześnie podnieśliśmy cenę docelową do poziomu 60 PLN/akcję (w majowym raporcie było to 59.3 PLN). Uwzględniając nasze założenia i cenę docelową na poziomie 60 PLN, Orbis będzie handlowany przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2015-2016 na poziomie 8.1x i 7.6x. Uważamy, że są to wartości odpowiednie zważywszy na zaawansowany proces odbudowy wyników (bardzo wysoka frekwencja; pole do wyższej rentowności postawiają cenniki) i oczekiwaną dynamikę wzrostu EBITDA w roku 2016 na poziomie niespełna 4% r/r.

Dane za 3Q'15 oceniamy pozytywnie. Spółka w tym kwartale zwiększyła przychody do prawie 363 mln PLN, czyli o 78% r/r, co jest efektem konsolidacji przejętych aktywów od Accor. W 3Q'15 grupa wykazała znaczny wzrost frekwencji, bo aż do poziomu 82% (wzrost r/r we wszystkich krajach operacyjnych). Średnia cena za pokój wyniosła 218.4 PLN, z kolei RevPar wzrósł do 179 PLN. Wraz z pojawieniem się na w aktywach hotelowych obiektów w leasingu, istotną pozycję odgrywa od 1Q'15 pozycja koszty wynajmu (co upodabnia strukturę wynikową do innych grup hotelowych) i dlatego w analizie uwzględniamy poziom wyniku EBITDAR (EBITDA + koszty wynajmu). W 3Q'15 zysk EBITDAR wyniósł 146.2 mln PLN. Na poziomie netto Orbis w 3Q'15 wykazał zysk na poziomie 75.8 mln PLN.

Orbis korzysta na poprawiającej się sytuacji makro w obszarze Europy Środkowej. Na wszystkich rynkach operacyjnych spółka notuje bardzo wysoką frekwencję oraz potrafi wdrażać efektywne podwyżki cennikowe (co widać dobrze po raporcie za 3Q'15). W porównaniu do raportu z maja 2015 roku podwyższyliśmy oczekiwaną średnią cenę w hotelach Orbisu i dostrzegamy pole do dalszej poprawy średnich cen sprzedaży na 2016-2017. Dane o frekwencji traktujemy jako pułapy wysokie i liczymy się z tym, że spółce będzie trudno utrzymać takie odczyty w najbliższych kwartałach. Biorąc pod uwagę wypracowany poziom EBITDA za 1-3Q'15, zakładamy że oczekiwany przez zarząd spółki pułap 310-320 mln PLN EBITDA za cały 2015 rok, zostanie przekroczony. Szacujemy, że spółka powinna wykazać EBITDA za 2015 rok na poziomie ok. 331 mln PLN. Dzięki lepszym cennikom w kolejnych dwóch latach spodziewamy się wzrostu EBITDA do poziomu odpowiednio 343.8-353 mln PLN. W średnim terminie dodatkowym czynnikiem, który będzie miał znaczenie dla wyników grupy może być odkup wybranych obiektów (szczególnie na Węgrzech), co może przynieść pozytywne skutki dla rentowności EBITDA szczególnie przy obecnym niskim koszcie finansowania zewnętrznego.

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody [mln PLN]	709.2	682.6	707.8	1 259.6	1 255.8	1 270.0
EBITDAR [mln PLN]				433.5	446.1	455.6
EBITDA [mln PLN]	195.5	196.2	212.5	331.4	343.8	353.0
EBIT [mln PLN]	83.2	81.9	101.1	192.8	199.6	207.8
Wynik netto [mln PLN]	112.9	66.2	89.2	154.0	155.9	164.9
P/BV	1.4x	1.4x	1.4x	1.6x	1.5x	1.4x
P/E	40.7x	42.5x	31.0x	17.9x	17.7x	16.8x
EV/EBITDA	13.4x	13.1x	11.9x	8.1x	7.6x	7.0x
EV/EBIT	31.4x	31.4x	25.0x	13.9x	13.0x	11.9x
DPS	1.4	1.4	1.5	1.5	1.8	1.8

TRZYMAJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 60 PLN

09 LISTOPAD 2015

Wycena końcowa [PLN]	60.0
Potencjał do wzrostu / spadku	-1.9 %

Cena rynkowa [PLN]	61.13
Kapitalizacja [mln PLN]	2 816
Ilość akcji [mln. szt.]	46.1

Kurs maksymalny za 6 mc [PLN]	65.69
Kurs minimalny za 6 mc [PLN]	51.0

Stopa zwrotu za 3 mc	-2%
Stopa zwrotu za 6 mc	11%
Stopa zwrotu za 9 mc	50%

Akcjonariat (% głosów):	
Accor	52.7%
Aviva OFE	9.9%
ING PTE	5.2%
Amplico PTE	5.1%

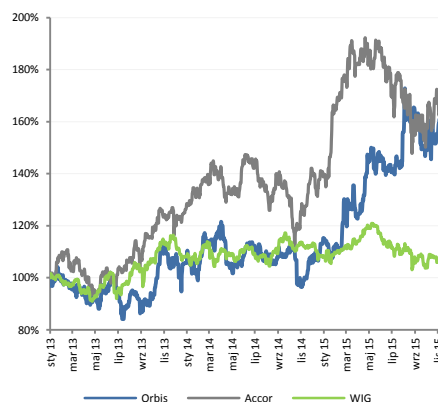
Maciej Bobrowski

bobrowski@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-12

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



SPIS TREŚCI:

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

WYCENA I PODSUMOWANIE

Z uwagi na wzrost kursu Orbisu (jest powyżej ceny docelowej wyznaczonej w raporcie z maja'15) zdecydowaliśmy się na korektę naszego zalecenia z Akumuluj do Trzymaj. Jednocześnie podnieśliśmy cenę docelową do poziomu 60 PLN/akcję (w majowym raporcie było to 59.3 PLN). Uwzględniając nasze założenia i cenę docelową na poziomie 60 PLN, Orbis będzie handlowany przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2015-2016 na poziomie 8.1x i 7.6x. Uważamy, że są to wartości odpowiednie zważywszy na zaawansowany proces odbudowy wyników (bardzo wysoka frekwencja; pole do wyższej rentowności postawiają cenniki) i oczekiwaną dynamikę wzrostu EBITDA w roku 2016 na poziomie niespełna 4% r/r.

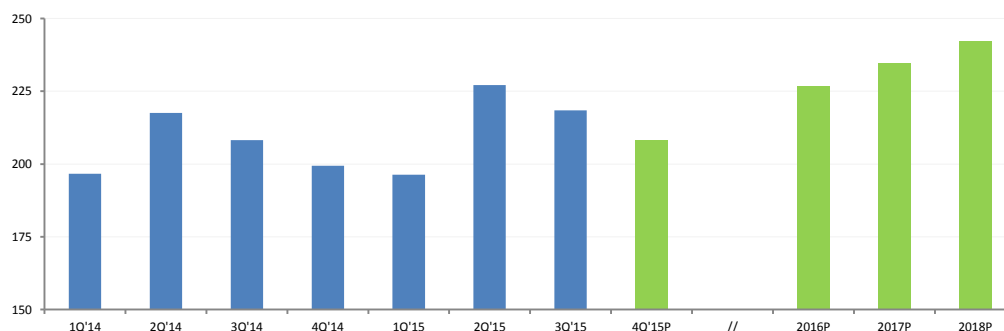
Orbis korzysta na poprawiającej się sytuacji makro w obszarze Europy Środkowej. Na wszystkich rynkach operacyjnych spółka notuje bardzo wysoką frekwencję oraz potrafi wdrażać efektywne podwyżki cennikowe (co widać dobrze po raporcie za 3Q'15). W porównaniu do raportu z maja 2015 roku podwyższyliśmy oczekiwane średnie ceny w hotelach Orbisu i dostrzegamy pole do dalszej poprawy średnich cen sprzedaży na 2016-2017. Dane o frekwencji traktujemy jako pułapy wysokie i liczymy się z tym, że spółce będzie trudno utrzymać takie odczyty w najbliższych kwartałach. Biorąc pod uwagę wypracowany poziom EBITDA za 1-3Q'15, zakładamy że oczekiwany przez zarząd spółki pułap 310-320 mln PLN EBITDA za cały 2015 rok, zostanie przekroczony. Szacujemy, że spółka powinna wykazać EBITDA za 2015 rok na poziomie ok. 331 mln PLN. Dzięki lepszym cennikom w kolejnych dwóch latach spodziewamy się wzrostu EBITDA do poziomu odpowiednio 343.8-353 mln PLN. W średnim terminie dodatkowym czynnikiem, który będzie miał znaczenie dla wyników grupy może być odkup wybranych obiektów (szczególnie na Węgrzech), co może przynieść pozytywne skutki dla rentowności EBITDA szczególnie przy obecnym niskim koszcie finansowania zewnętrznego.

Podsumowanie wyceny

		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena DCF	2.7	58.5
B	Wycena porównawcza	2.8	61.4
C	Wycena końcowa (A*50%+B*50%)	2.76	60.0

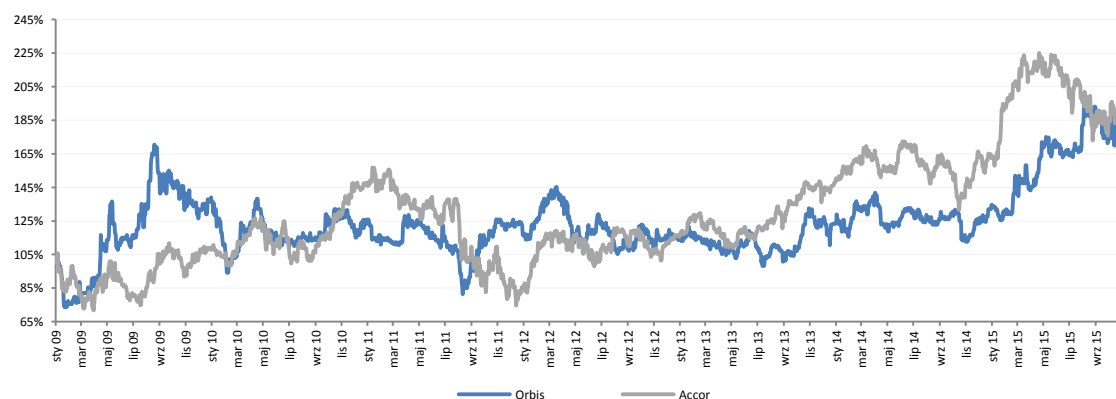
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Oczekiwana ścieżka wzrostu ARR [PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dynamika kursu Orbis na tle Accor (od początku 2009 roku)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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 zakwaterowaniu. 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 uiszczenia 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, a w 2014 roku koszty te wyniosły 34.79 mln PLN. Było to zatem odpowiednio ponad 17%, 18.2% i 16.3% całorocznego wyniku EBITDA. Poziom ponoszonych kosztów jest silnie skorelowany z przychodami w segmencie hotelowym. Od 2015 roku obowiązuje 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. W 1-3Q'15 opłaty poniesione na rzecz Accor wyniosły ok. 32.4 mln PLN (w 1-3Q'14 było to 26.9 mln PLN).

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 / zmiany w modelu (szczegóły założeń znajdują się w osobnych rozdziałach):

- W porównaniu do raportu z maja 2015 roku podwyższyliśmy oczekiwane średnie ceny w hotelach Orbisu. Jesteśmy zadowoleni z wyników za 1-3Q'15. Dostrzegamy pole do poprawy średnich cen sprzedaży na 2016-2017. Dane o frekwencji traktujemy jako pułapy wysokie i liczymy się z tym, że spółce będzie trudno utrzymać takie odczyty w najbliższych kwartałach. Biorąc pod uwagę wypracowany poziom EBITDA za 1-3Q'15, oczekujemy że oczekiwany przez zarząd spółki pułap 310-320 mln PLN EBITDA za cały 2015 rok, zostanie przekroczony. Szacujemy, że spółka powinna wykazać EBITDA za 2015 rok na poziomie ok. 331 mln PLN. Dzięki lepszym cennikom w kolejnych dwóch latach spodziewamy się wzrostu EBITDA do poziomu odpowiednio 343.8-353 mln PLN
- Obniżyliśm poziom Capex na lata 2015-2016. Podczas konferencji wynikowej za 3Q'15 władze spółki zakomunikowały o udanym wdrożeniu szeregu oszczędnościach w planowanych wydatkach rozwojowych. Na rok 2015 obniżyliśm Capex z 121 do 111 mln PLN (jest niskie wykonanie po 1-3Q'15), a na 2016 rok zrewidowaliśmy z 143 mln PLN do 132 mln PLN. W latach 2015-2016 uwzględniamy budowę hotelu Mercure w Krakowie (otwarcie w końcówce 2016 roku)
- Dług netto uwzględnia saldo na koniec 2014 roku oraz efekt wypłaty dywidendy w 2015 roku.

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2024.
- Wycena została sporządzona na dzień 30.12.2015 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 2.7 mld PLN, czyli ok. 58.5 PLN/akcję.

Model DCF

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 260	1 256	1 270	1 288	1 307	1 330	1 362	1 394	1 427	1 462
EBIT [mln PLN]	192.8	199.6	207.8	217.8	223.8	231.4	244.9	258.4	271.9	285.5
Stopa podatkowa	19.6%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	37.8	37.9	39.5	41.4	42.5	44.0	46.5	49.1	51.7	54.2
NOPLAT [mln PLN]	155.0	161.7	168.3	176.4	181.3	187.5	198.4	209.3	220.2	231.2
Amortyzacja [mln PLN]	138.6	144.2	145.2	142.8	140.6	138.7	137.2	135.9	135.0	134.4
CAPEX [mln PLN]	-111.1	-131.9	-111.1	-112.7	-114.3	-116.4	-119.2	-122.0	-124.9	-127.9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-16.3	-3.5	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-563.64									
FCF [mln PLN]	-397.5	170.6	202.3	206.4	207.4	209.6	216.2	223.0	230.1	237.5
DFCF [mln PLN]	-397.3	156.8	171.0	160.3	148.0	137.3	129.9	123.0	116.4	110.1
Suma DFCF [mln PLN]	855.3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	3 605.8		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2.5%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 671.8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	2 527.2									
Dług netto [mln PLN]	-170.4									
Wartość kapitału [mln PLN]	2 698									
Ilość akcji [mln szt.]	46.1									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	58.5									

Przychody zmiana r/r	84.5%	-0.3%	1.1%	1.4%	1.5%	1.8%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
EBIT zmiana r/r	135.4%	3.5%	4.1%	4.8%	2.8%	3.4%	5.8%	5.5%	5.2%	5.0%
Marża EBITDA	26.3%	27.4%	27.8%	28.0%	27.9%	27.8%	28.1%	28.3%	28.5%	28.7%
Marża EBIT	15.3%	15.9%	16.4%	16.9%	17.1%	17.4%	18.0%	18.5%	19.0%	19.5%
Marża NOPLAT	12.3%	12.9%	13.3%	13.7%	13.9%	14.1%	14.6%	15.0%	15.4%	15.8%
CAPEX / Przychody	-8.8%	-10.5%	-8.8%	-8.8%	-8.8%	-8.8%	-8.8%	-8.8%	-8.8%	-8.8%
CAPEX / Amortyzacja	-80%	-91%	-77%	-79%	-81%	-84%	-87%	-90%	-93%	-95%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
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	93%	94%	95%	96%	97%	98%	99%	100%	101%	102%
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	7.1%	6.0%	4.9%	3.8%	2.8%	1.9%	1.0%	0.0%	-0.9%	-1.7%
WACC	8.7%	8.7%	8.8%	8.8%	8.9%	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%	9.1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
	0.7	51.0	54.5	58.9	64.6	72.4	77.4	83.6	91.2	101.1
	0.8	48.0	51.0	54.8	59.6	65.9	70.0	74.8	80.7	88.1
	0.9	45.3	47.9	51.1	55.2	60.5	63.8	67.7	72.3	78.0
	1.0	42.9	45.1	47.9	51.4	55.8	58.5	61.7	65.5	69.9
	1.1	40.6	42.6	45.0	48.0	51.8	54.1	56.7	59.7	63.3
	1.2	38.6	40.3	42.5	45.0	48.2	50.2	52.4	54.9	57.8
	1.3	36.7	38.3	40.1	42.4	45.1	46.8	48.6	50.7	53.2
	1.4	35.0	36.4	38.0	40.0	42.3	43.8	45.3	47.1	49.1
	1.5	33.4	34.6	36.1	37.8	39.9	41.1	42.4	44.0	45.7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

		premia za ryzyko								
beta		3.50%	4.00%	4.50%	4.75%	5.00%	5.25%	5.50%	6.00%	6.50%
	0.7	99.2	90.8	83.6	80.4	77.4	74.7	72.1	67.4	63.2
	0.8	90.8	82.6	75.8	72.8	70.0	67.4	64.9	60.5	56.7
	0.9	83.6	75.8	69.3	66.4	63.8	61.3	59.0	54.9	51.3
	1.0	77.4	70.0	63.8	61.1	58.5	56.2	54.1	50.2	46.8
	1.1	72.1	64.9	59.0	56.4	54.1	51.8	49.8	46.1	42.9
	1.2	67.4	60.5	54.9	52.4	50.2	48.1	46.1	42.6	39.6
	1.3	63.2	56.7	51.3	48.9	46.8	44.8	42.9	39.6	36.7
	1.4	59.5	53.2	48.1	45.8	43.8	41.8	40.1	36.9	34.2
	1.5	56.2	50.2	45.2	43.1	41.1	39.3	37.6	34.6	32.0

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								
premia za ryzyko		-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
	3.0%	54.4	58.4	63.6	70.5	80.1	86.5	94.5	104.7	118.4
	3.5%	51.0	54.5	58.9	64.6	72.4	77.4	83.6	91.2	101.1
	4.0%	48.0	51.0	54.8	59.6	65.9	70.0	74.8	80.7	88.1
	4.5%	45.3	47.9	51.1	55.2	60.5	63.8	67.7	72.3	78.0
	5.0%	42.9	45.1	47.9	51.4	55.8	58.5	61.7	65.5	69.9
	5.5%	40.6	42.6	45.0	48.0	51.8	54.1	56.7	59.7	63.3
	6.0%	38.6	40.3	42.5	45.0	48.2	50.2	52.4	54.9	57.8
	6.5%	36.7	38.3	40.1	42.4	45.1	46.8	48.6	50.7	53.2
	7.0%	35.0	36.4	38.0	40.0	42.3	43.8	45.3	47.1	49.1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Tak jak w poprzednich już raportach, 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. 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).

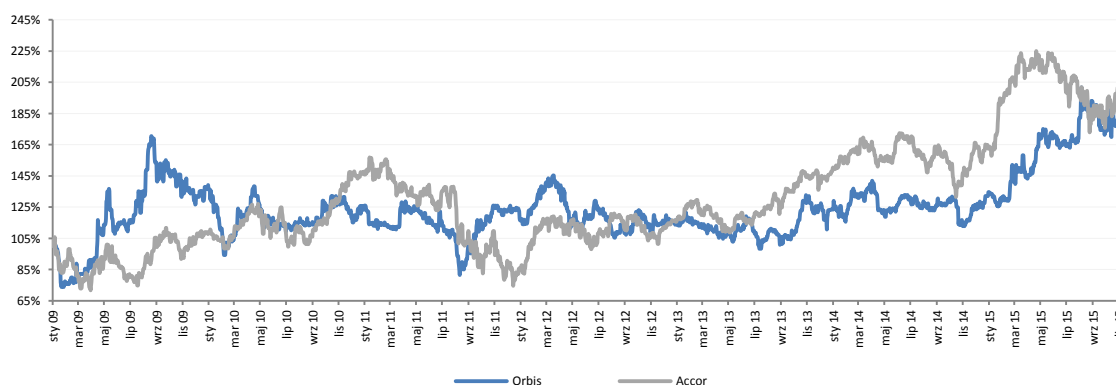
Bezpośrednie porównanie Orbisu do mnożników rynkowych P/E oraz EV/EBITDA Accoru na lata 2015-2017 wskazuje na wycenę spółki na poziomie ok. 72 PLN/akcję. Uwzględniając 10% dyskonto do Accoru wycena Orbisu mieściłaby się w okolicy 64 PLN. Z kolei porównanie do szerszej grupy podmiotów hotelowych z ekspozycją na Europę sugeruje wartość Orbisu na poziomie 61.4 PLN/akcję (uwzględniając 10% dyskonto).

Mnożniki rynkowe wybranych operatorów hotelowych

	Kurs	Waluta	Mkt Cap [mln]	P/E			EV/EBITDA		
				2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
ACCOR	43.58	EUR	10 254	24.6	21.0	18.7	10.3	9.4	8.6
INTERCONTINENTAL HOTELS	2631	GBp	6 212	15.1	13.9	12.8	9.0	8.5	7.8
WHITBREAD	4762	GBp	8 689	20.1	17.9	16.1	12.5	11.2	10.2
MILLENNIUM & COPTHORNE HOTEL	478.9	GBp	1 555	15.9	15.6	15.3	9.0	8.6	8.0
MELIA HOTELS INTERNATIONAL	12.77	EUR	2 542	41.8	30.5	23.8	12.0	11.2	9.9
NH HOTELES	5.515	EUR	1 932	---	47.1	29.8	16.9	13.4	11.2
REZIDOR HOTEL GROUP	35.3	SEK	6 156	19.0	13.0	11.6	6.6	5.3	4.9
Mediana (ekspozycja na Europę)	---	---	---	19.6	17.9	16.1	10.3	9.4	8.6
MARRIOTT INTERNATIONAL	77.02	USD	19 804	23.2	20.4	18.6	13.9	12.7	11.5
CHOICE HOTELS INTL	53.83	USD	3 101	24.5	22.2	20.4	15.5	14.2	13.3
HYATT HOTELS	50.35	USD	6 990	52.6	33.8	28.9	10.6	9.8	9.1
WYNDHAM WORLDWIDE	81.38	USD	9 449	15.6	14.7	13.7	9.4	8.7	8.1
Mediana (pozostałe sieci międzynarodowe)	---	---	---	23.9	21.3	19.5	12.2	11.3	10.3
Orbis	61.13	PLN	2 817	18.3	18.1	17.1	8.3	7.7	7.2

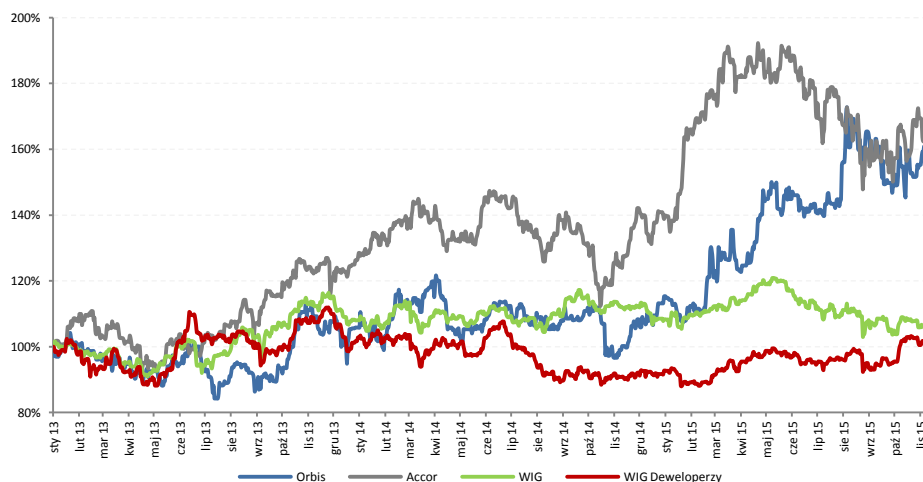
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Dynamika kursu Orbis na tle Accor (od początku 2009 roku)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

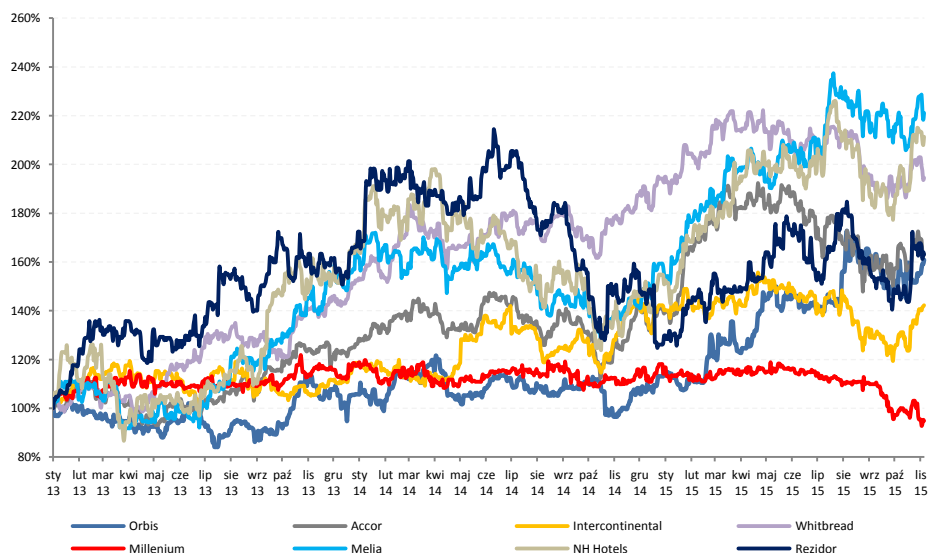
Zachowanie kursu Orbisu od 2013 roku na tle kursu Accor oraz WIG i WIG Deweloperzy



Kurs Orbisu od przejęcia aktywów od Accor, po chwilowym spadku, zachowuje się ciągle znacznie silniej niż w poprzednich okresach (m.in. wyższa dynamika wzrostu niż spółki matki Accor).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



Kursy większości operatorów hotelowych w 1H'15 notowały wzrosty z uwagi na poprawiające się wyniki. Ostatnie miesiące przyniosły płaskie odczyty, co tłumaczymy niepewną perspektywą makro na świecie (poszczególne rynki lokalne mogą zmagać się z pogorszeniem sytuacji).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE ZA 3Q 2015

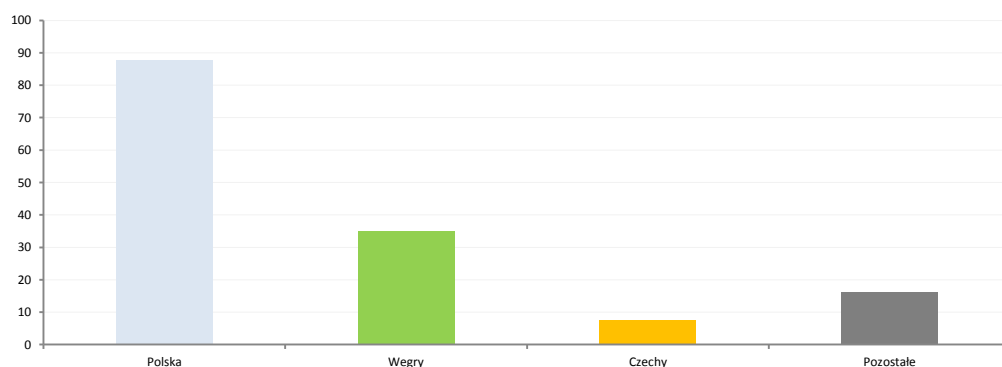
Dane za 3Q'15 oceniamy pozytywnie. Spółka w omawianym okresie zwiększyła przychody do prawie 363 mln PLN, czyli o 78% r/r, co jest efektem konsolidacji przejętych aktywów od Accor. W 3Q'15 grupa wykazała znaczny wzrost frekwencji, bo aż do poziomu 82% (wzrost r/r we wszystkich krajach operacyjnych). Średnia cena za pokój wyniosła 218.4 PLN, z kolei RevPar wzrósł do 179 PLN. Wraz z pojawieniem się na w aktywach hotelowych obiektów w leasingu, istotną pozycję odgrywa od 1Q'15 pozycja koszty wynajmu (co upodabnia strukturę wynikową do innych grup hotelowych) i dlatego w analizie uwzględniamy poziom wyniku EBITDAR (EBITDA + koszty wynajmu). W 3Q'15 zysk EBITDAR wyniósł 146.2 mln PLN. Na poziomie netto Orbis w 3Q'15 wykazał zysk na poziomie 75.8 mln PLN.

Wyniki skonsolidowane za 3Q'15

	1Q'14	1Q'15	zmiana r/r	1Q'14	1Q'15	zmiana r/r
Przychody	204.2	362.9	77.8%	530.9	954.5	79.8%
Koszty operacyjne	157.4	277.5	76.3%	455.2	798.1	75.3%
Koszty wynajmu nieruchomości	1.2	26.0	>100%	3.4	76.1	>100%
Amortyzacja	27.9	34.8	24.7%	83.2	103.9	24.9%
Usługi obce	42.0	70.4	67.5%	114.5	193.5	69.0%
Koszty pracownicze	47.7	78.7	64.7%	143.2	234.8	64.0%
Zużycie materiałów i energii	29.6	51.7	74.9%	82.5	143.6	74.1%
Podatki i opłaty	7.7	10.9	41.4%	23.1	32.4	40.2%
Pozostałe koszty	1.6	5.0	>100%	4.7	12.4	>100%
Saldo pozostałej dz. operacyjnej	-0.3	0.0	---	0.6	1.4	>100%
EBITDAR	75.2	146.2	94.4%	163.6	339.3	>100%
EBITDA	74.1	120.1	62.2%	160.2	263.3	64.3%
EBIT	46.2	85.4	84.9%	77.0	159.3	>100%
Zdarzenia jednorazowe	2.0	10.0	>100%	2.0	7.4	>100%
Saldo finansowe	1.4	-3.2	---	3.0	-6.0	---
Wynik brutto	49.6	92.3	85.9%	82.9	160.7	93.8%
Wynik netto	39.9	75.8	90.1%	66.2	129.1	95.1%
marża EBITDAR	36.8%	40.3%		30.8%	35.5%	
marża EBITDA	36.3%	33.1%		30.2%	27.6%	

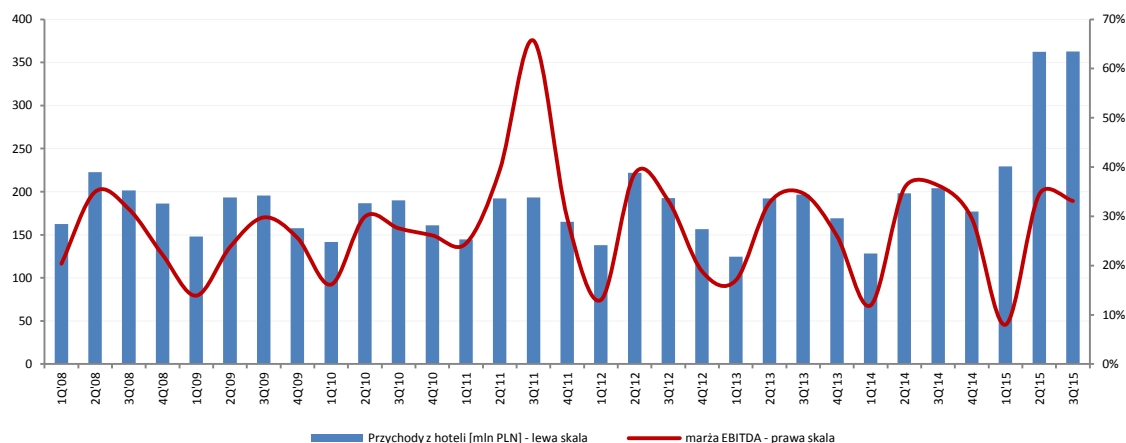
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Podział EBITDAR za 3Q'15 wg rynków operacyjnych [mln PLN]



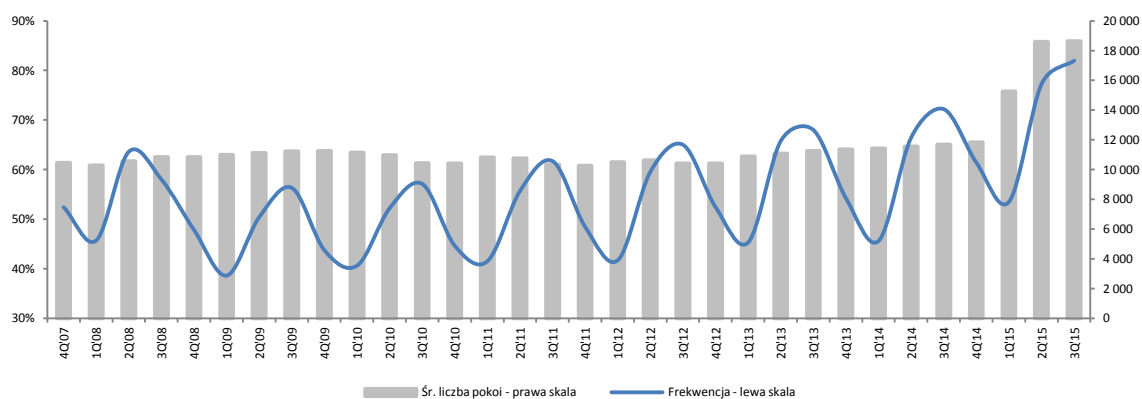
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody oraz marża EBITDA w ujęciu kwartalnym (segmentu hotelowego)



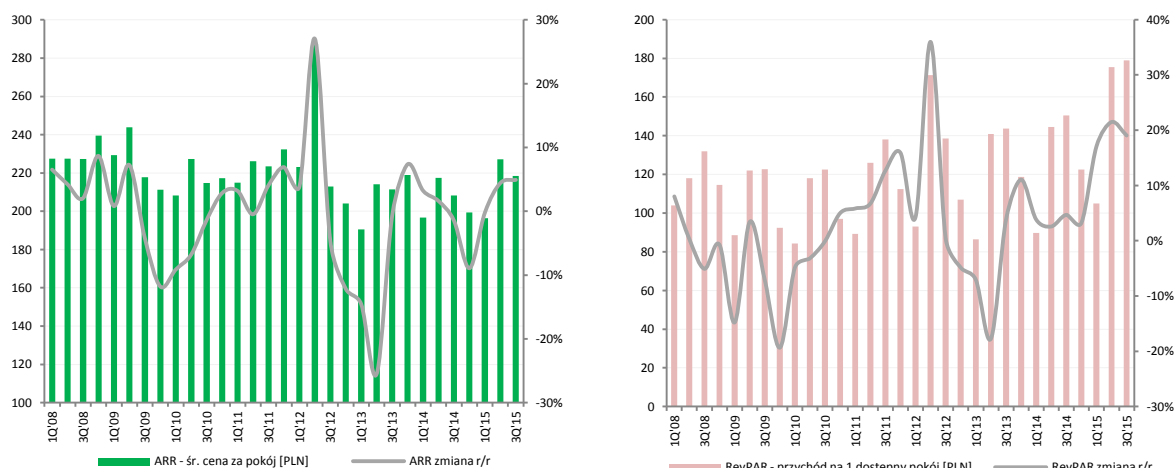
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Średnia liczba pokoi oraz frekwencja w ujęciu kwartalnym



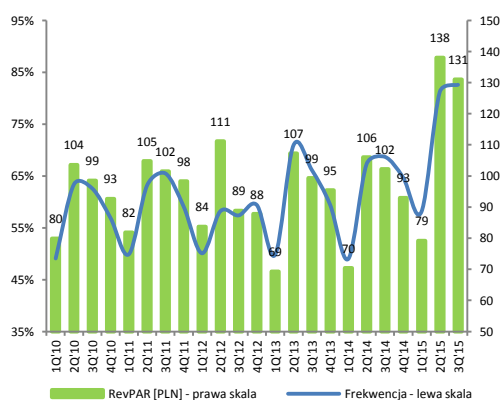
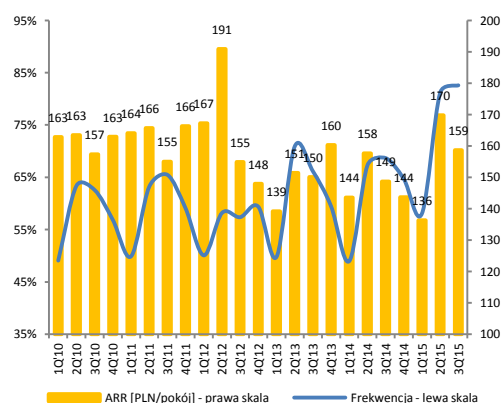
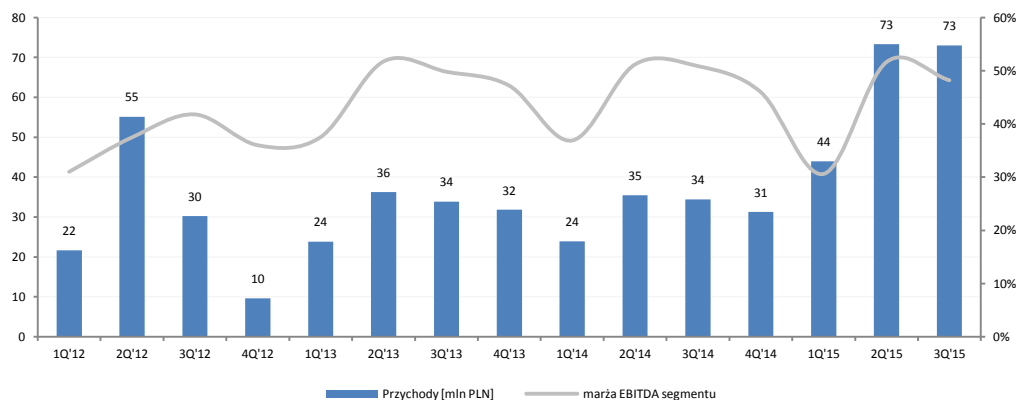
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ARR oraz RevPAR w ujęciu kwartalnym

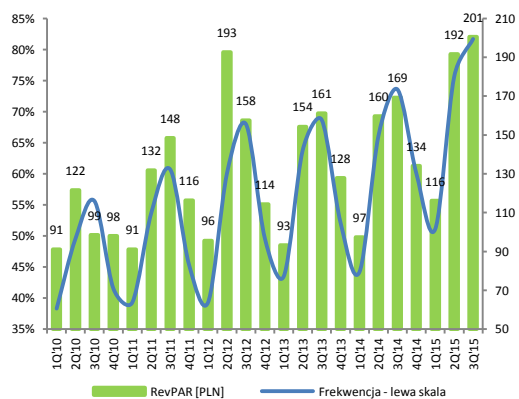
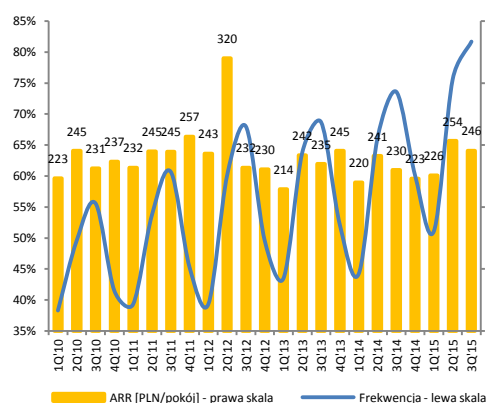
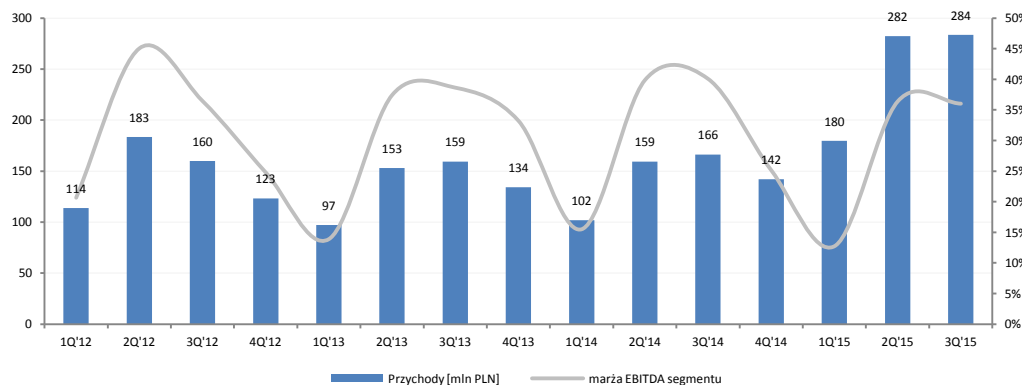


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dane operacyjne segmentu hotele ekonomiczne

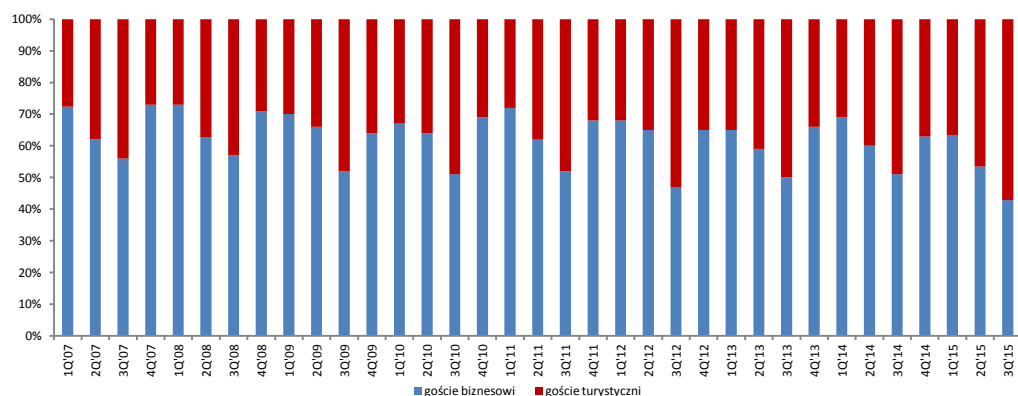


Dane operacyjne segmentu hotele up&midscale



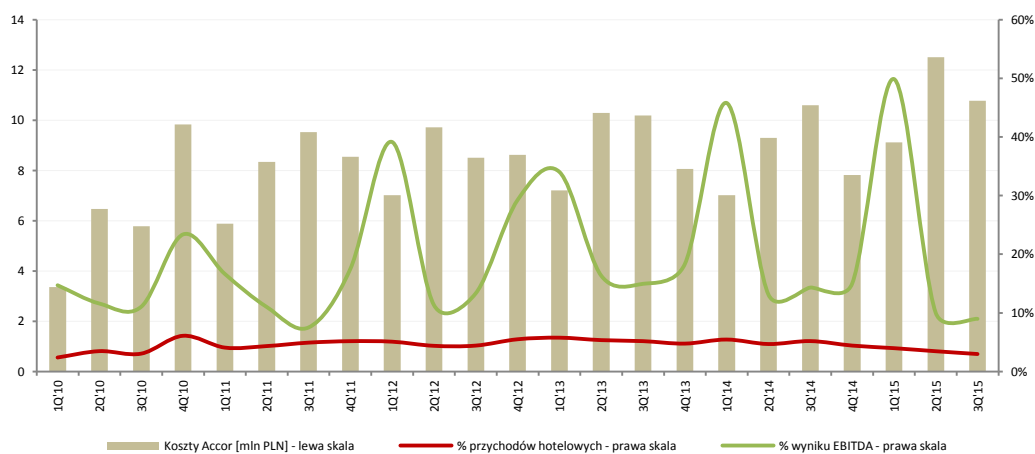
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura gości hotelowych w podziale na biznesowych i turystycznych 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'15]

	Obłożenie		ARR		RevPAR	
	%	zmiana r/r pkt %	EUR	zmiana r/r pkt %	EUR	zmiana r/r pkt %
Francja	74.1	0.4	79	0.9	58	1.4
Luxury&upscale	81.7	6.5	192	0.8	157	9.7
Midscale	75.3	1.6	103	-0.7	77	1.5
Economy	73.0	-0.6	58	0.5	42	-0.4
NCEE	80.4	2.5	81	3.4	66	6.7
Luxury&upscale	80.3	2.5	152	7.1	122	10.8
Midscale	78.8	2.6	85	3.3	67	6.7
Economy	82.1	2.3	68	2.5	56	5.4
MMEA	69.6	3.3	88	4.7	61	9.9
Luxury&upscale	65.6	2.3	159	7.2	104	11.3
Midscale	70.2	5.1	81	3.1	57	11.0
Economy	72.0	2.1	54	3.4	39	6.5
AsPac	69.4	2.0	76	1.9	53	4.9
Luxury&upscale	66.3	4.6	101	1.6	67	8.9
Midscale	72.9	1.1	80	1.7	58	3.3
Economy	69.0	0.1	45	0.0	31	0.1
Americas	65.4	-3.6	73	-1.2	48	-6.2
Luxury&upscale	67.4	-0.8	173	-1.4	117	-2.4
Midscale	64.7	-3.2	81	-5.9	52	-10.4
Economy	65.8	-5.1	42	0.6	28	-6.5
Razem Accor	73.2	1.3	79	2.0	58	3.8
Luxury&upscale	69.2	3.7	132	2.8	92	8.5
Midscale	74.4	1.8	87	0.8	65	3.3
Economy	73.7	0.0	57	1.4	42	1.4
Orbis	82.0	9.8	52.1	4.9	42.7	19.0
Luxury&upscale&midscale	81.7	8.1	58.6	6.7	47.9	18.4
Economy	82.6	13.9	37.9	6.7	31.3	28.2

W 3Q'15 średnie obłożenie w regionie NCEE w Accor wyniosło 80.4% i wzrosło o 2.5 pkt % r/r. W Orbisie w analogicznym okresie średnie obłożenie wyniosło 82%.

W zakresie średnich cen ARR, Accor w regionie NCEE wykazał dodatnią dynamikę na poziomie +3.4%, z kolei w Orbis wykazał wzrost ARR o 4.9% r/r. Odczyt RevPAR Accor w regionie NCEE zanotował wzrost o 6.7%, z kolei w Orbisie RevPAR był wyższy aż o 19%.

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

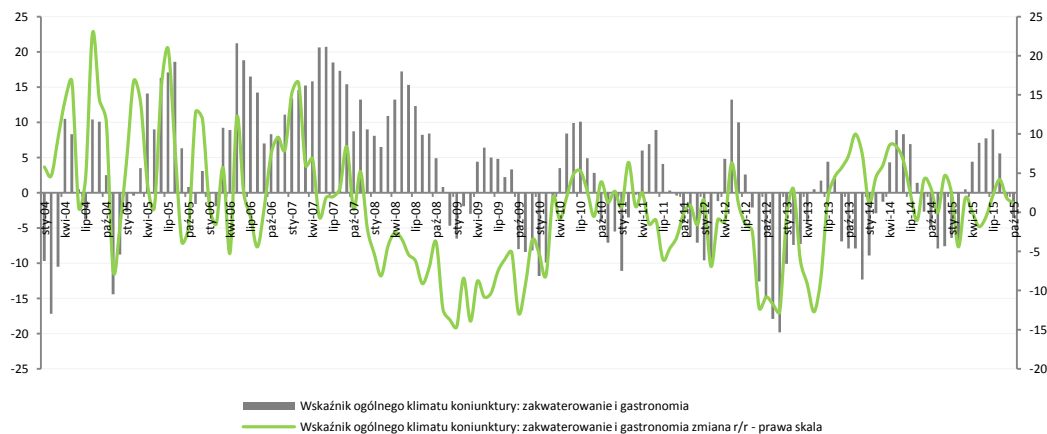
MMEA – Obszar Południowej Europy oraz Środkowy Wschód i Afryka

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

KONIUNKTURA W BRANŻY ZAKWATEROWANIA W POLSCE

Z danych GUS wynika, że w 3Q'15 sytuacja w branży zakwaterowania i gastronomii ulegała poprawie w relacji r/r. Z danych GUS wynika, że średni miesięczny wzrost tego wskaźnika wyniósł 2.7 pkt. w relacji r/r. Odczyt za październik'15 wynosi -3.6 pkt. i oznacza to wzrost o ok. 1.2 pkt.

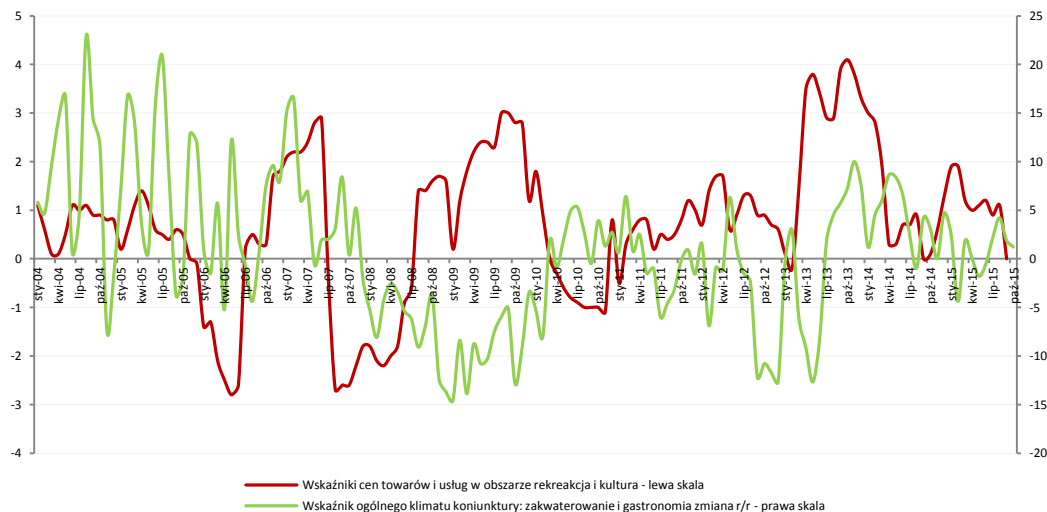
Wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury w branży zakwaterowania i gastronomii (ujęcie miesięczne)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Z odczytów GUS w 2014 roku wynika, że dynamika wzrostu cen w ujęciu r/r w tej kategorii była ograniczona i nadal odczuwalna była presja cenowa na oferowane usługi w hotelarstwie. W 2Q'15 średni poziom cen raportowany przez GUS był na poziomie 1.1%, a w 3Q'15 było to 0.7%. Orbis podał, że w 2Q'15 ARR w hotelach własnych w Polsce spadł o 0.3% r/r, a w 3Q'15 wzrósł o 1% r/r.

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

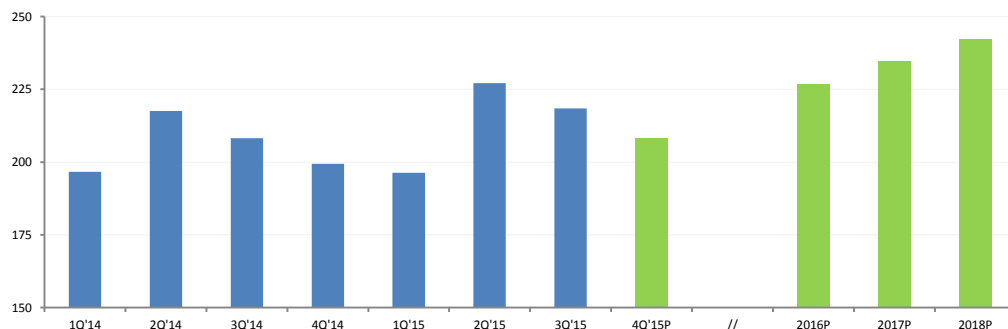


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

PROGNOZA NA 2015 I KOLEJNE OKRESY

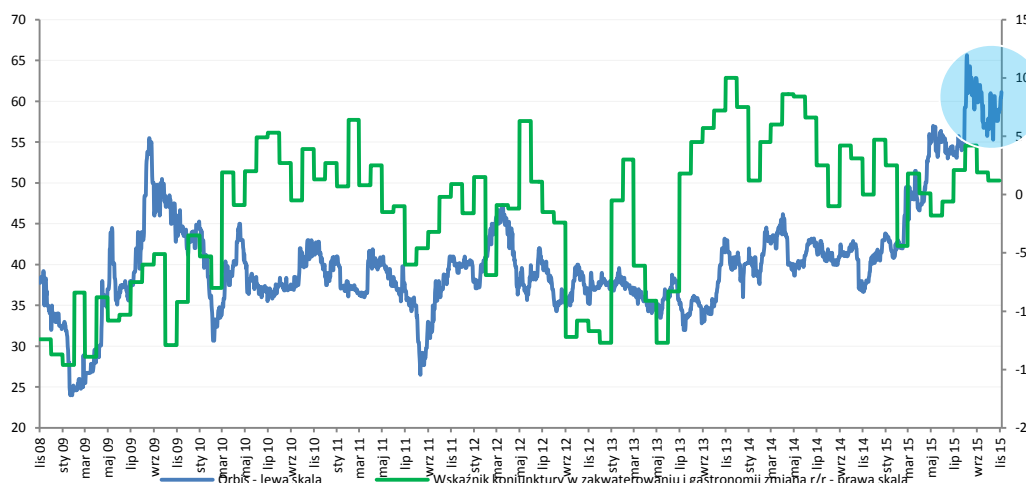
Spółka pokazała bardzo dobre rezultaty w okresie 1-3Q'15. Widać wzrost frekwencji oraz od przełomu 2/3Q'15 poprawę cenników. W naszych założeniach średnioterminowych nie oczekujemy już dalszej poprawy frekwencji w 2016 roku względem bieżącego 2015 roku (przyjęliśmy spadek o 2.5 pk. %). Impulsem do dalszej poprawy rezultatów powinny być z kolei wyższe ceny (uwzględniamy wzrost ARR w latach 2016-2017 odpowiednio o 5.5% i 3.5%).

Oczekiwana ścieżka wzrostu ARR [PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Odczyty GUS dotyczące koniunktury w zakwaterowaniu i gastronomii w Polsce sugerują poprawę koniunktury w 1Q'15, 2Q'15 i 3Q'15. Okres 4Q'15 powinien być również dobry, jednak będzie porównywany z wysoką bazą.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Spodziewamy się, że w 2015 roku spółka zwiększy przychody r/r o ponad 550 mln PLN do 1.26 mld PLN i jest to nie tylko efekt konsolidacji ale i wzrostu frekwencji i cenników na wszystkich rynkach lokalnych. Ogółem na cały 2015 rok przyjęliśmy, że frekwencja w hotelach spółki wyniesie ok. 68.5% i tym samym Orbis sprzeda 3.85 mln pokojonocy. Średni poziom ARR na 2015 rok uwzględniamy na pułapie 214.7 PLN, a RevPAR powinien wg naszych założeń wynieść 147 PLN. Z uwagi na strukturę przejmowanej hoteli (obiekt w leasingu stałym i o zmiennej stopie) w kosztach operacyjnych 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 433.5 mln PLN, a EBITDA zwiększy się do 331.4 mln PLN. Zgodnie z naszymi założeniami spodziewamy się, że wynik netto będzie na poziomie 154 mln PLN.

W kolejnych dwóch latach prognozy, czyli w latach 2016-2017 oczekujemy dalszej umiarkowanej już poprawy wyników Orbisu. Spodziewamy się, że będzie to okres optymalizacji przejmowanej struktury (w modelu nie uwzględniamy zmian). Ogółem liczymy, że spółce uda się w 2016 roku zwiększyć EBITDAR do 446 mln PLN, w a 2017 roku wynik ten już powinien przekroczyć 455 mln PLN. Na poziomie EBITDA w 2016 roku założymy wzrost zysku do prawie 343.8 mln PLN, z perspektywą osiągnięcia 353 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'15	2Q'15	3Q'1P	4Q'15P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody	229.2	362.4	362.9	305.8	1259.6	1255.8	1270.0	1287.6	1306.5	1330.0
Koszty operacyjne	247.1	273.5	277.5	270.6	1068.7	1058.1	1064.1	1071.7	1084.7	1100.5
Koszty wynajmu nieruchomości*	24.6	25.4	26.0	26.0	102.1	102.3	102.6	103.6	105.2	106.7
Amortyzacja	34.3	34.9	34.8	34.7	138.6	144.2	145.2	142.8	140.6	138.7
Usługi obce	53.7	69.4	70.4	62.5	256.0	236.3	232.7	232.7	236.1	240.3
Koszty pracownicze	76.9	79.3	78.7	78.6	313.4	326.0	337.3	345.4	352.3	359.3
Zużycie materiałów i energii	42.6	49.2	51.7	51.8	195.4	187.4	184.2	184.3	186.6	190.4
Podatki i opłaty	10.1	11.4	10.9	12.9	45.3	45.2	45.7	46.3	47.0	47.8
Pozostałe koszty	3.9	3.5	5.0	4.6	16.9	15.6	15.5	15.7	15.9	16.2
Saldo pozostałej dz. operacyjnej	0.9	0.5	0.0	-0.5	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
EBITDAR	42.9	150.3	146.2	94.9	433.5	446.1	455.6	464.2	469.6	476.9
EBITDA	18.3	124.8	120.1	68.9	331.4	343.8	353.0	360.6	364.4	370.1
EBIT	-16.1	90.0	85.4	34.2	192.8	199.6	207.8	217.8	223.8	231.4
Zdarzenia jednorazowe	-2.5	-0.1	10.0	0.0	7.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Saldo finansowe	-3.6	0.8	-3.2	-2.5	-8.5	-7.1	-4.2	-1.2	1.4	3.7
Wynik brutto	-22.2	90.6	92.3	31.7	191.6	192.5	203.6	216.6	225.2	235.1
Wynik netto	-22.3	75.6	75.8	25.7	154.0	155.9	164.9	175.5	182.4	190.5
marża EBITDAR	18.7%	41.5%	40.3%	31.0%	34.4%	35.5%	35.9%	36.0%	35.9%	35.9%
marżaEBITDA	8.0%	34.4%	33.1%	22.5%	26.3%	27.4%	27.8%	28.0%	27.9%	27.8%
Liczba hoteli	106	106	107	106	106	113	119	124	129	132
własne i leasingowe	81	81	79	79	79	81	82	82	82	82
w zarządzaniu	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
franczyzowe	15	15	18	17	17	22	27	32	37	40
Liczba pokoi eop	18 585	18 587	18 679	18 653	18 653	19 348	19 868	20 268	20 668	20 908
własne i leasingowe	15 460	15 462	15 298	15 296	15 296	15 616	15 736	15 736	15 736	15 736
Frekwencja	53.5%	77.3%	82.0%	68.2%	68.5%	66.0%	63.5%	62.0%	61.0%	60.5%
zmiana r/r [pkt %]	7.9	10.8	9.8	6.8	7.0	-2.5	-2.5	-1.5	-1.0	-0.5
Sprzedane pokojo noc [tys.]	624	1 100	1 160	959	3 843	3 721	3 631	3 559	3 501	3 473
zmiana r/r	53.6%	83.4%	76.2%	71.3%	72.8%	-3.2%	-2.4%	-2.0%	-1.6%	-0.8%
ARR [PLN]	196.3	227.1	218.4	208.2	214.7	226.6	234.5	242.2	249.5	255.7
zmiana r/r	-0.2%	4.4%	4.9%	4.4%	4.0%	5.5%	3.5%	3.3%	3.0%	2.5%
RevPAR [PLN]	105.0	175.5	179.0	141.9	147.0	149.4	148.8	150.1	152.1	154.6
zmiana r/r	17.1%	21.5%	19.0%	15.8%	15.8%	1.6%	-0.4%	0.9%	1.3%	1.7%

*- należy mieć świadomość, że intencją władz spółki jest odkup poszczególnych obiektów na Węgrzech, co będzie skutkowało obniżeniem kosztów wynajmu

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

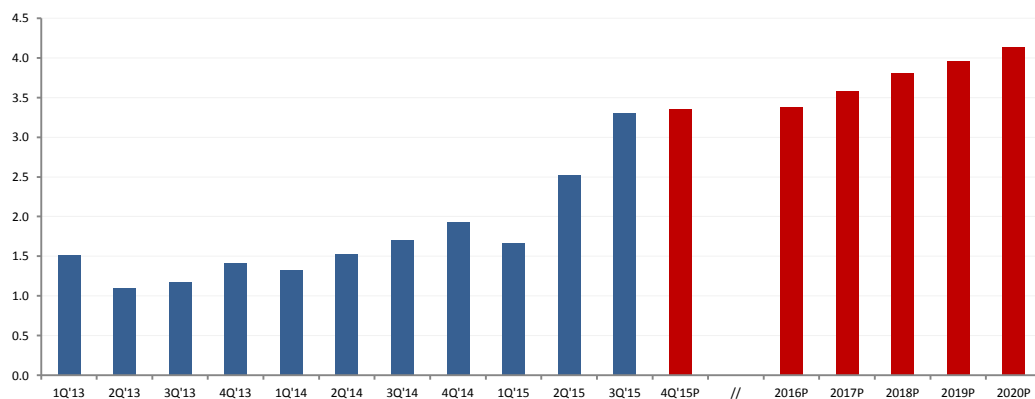
W porównaniu do raportu z maja 2015 roku podwyższyliśmy oczekiwane średnie ceny w hotelach Orbisu. Jesteśmy zadowoleni z wyników za 1-3Q'15. Dostrzegamy pole do poprawy średnich cen sprzedaży na 2016-2017. Dane o frekwencji traktujemy jako pułapy wysokie i liczymy się z tym, że spółce będzie trudno utrzymać takie odczyty w najbliższych kwartałach. Biorąc pod uwagę wypracowany poziom EBITDA za 1-3Q'15, oczekujemy że oczekiwany przez zarząd spółki pułap 310-320 mln PLN EBITDA za cały 2015 rok, zostanie przekroczony. Szacujemy, że spółka powinna wykazać EBITDA za 2015 rok na poziomie ok. 331 mln PLN. Dzięki lepszym cennikom w kolejnych dwóch latach spodziewamy się wzrostu EBITDA do poziomu odpowiednio 343.8-353 mln PLN

Zmiana założeń modelu w porównaniu do raportu z 20.05.2015 roku

	2015 stare	2015 nowe	zmiana	2016 stare	2016 nowe	zmiana	2017 stare	2017 nowe	zmiana
Przychody [mln PLN]	1190.4	1260	5.8%	1248.2	1256	0.6%	1285.8	1270	-1.2%
EBITDAR [mln PLN]	400.6	433	8.2%	433.8	446	2.8%	448.1	456	1.7%
EBITDA [mln PLN]	301	331	10.1%	332.7	344	3.3%	345.5	353	2.2%
EBIT [mln PLN]	167.1	193	15.4%	196.4	200	1.6%	209.8	208	-1.0%
Wynik netto [mln PLN]	117.4	154	31.2%	147	156	6.1%	160.5	165	2.7%
Frekwencja	65.0%	68.5%	5.3 pkt%	66.0%	66.0%	-0.1 pkt%	65.5%	63.5%	-3.1%
ARR [PLN]	211.3	214.7	1.6%	217.2	226.6	4.3%	223.7	234.5	4.8%
RevPAR [PLN]	137.4	147.0	7.0%	143.3	149.4	4.3%	146.5	148.8	1.6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Projekcja EPS (dane zannualizowane) dla Orbisu



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	707.8	1259.6	1255.8	1270.0	1287.6	1306.5	1330.0	1361.7	1394.2	1427.5
Koszty operacyjne	534.1	626.0	600.7	606.7	1066.9	1056.3	1062.3	1069.8	1082.7	1098.6	1116.8	1135.9	1155.6
Amortyzacja	121.5	112.3	114.3	111.4	138.6	144.2	145.2	142.8	140.6	138.7	137.2	135.9	135.0
Czynsze					102.1	102.3	102.6	103.6	105.2	106.7	108.3	110.0	111.6
Zużycie mat i energii	114.4	114.6	110.8	111.6	195.4	187.4	184.2	184.3	186.6	190.4	194.2	198.1	202.0
Usługi obce	138.0	138.4	136.2	148.8	256.0	236.3	232.7	232.7	236.1	240.3	246.1	251.9	257.9
Koszty zatrudnienia	196.2	198.4	187.4	191.4	313.4	326.0	337.3	345.4	352.3	359.3	366.5	373.8	381.3
Inne	-36.1	62.3	52.0	43.4	61.3	59.9	60.3	61.1	62.0	63.1	64.6	66.1	67.7
EBITDAR					433.5	446.1	455.6	464.2	469.6	476.9	490.4	504.3	518.5
EBITDA	282.6	195.5	196.2	212.5	331.4	343.8	353.0	360.6	364.4	370.1	382.0	394.3	406.9
EBIT	161.1	83.2	81.9	101.1	192.8	199.6	207.8	217.8	223.8	231.4	244.9	258.4	271.9
Wynik netto	133.2	112.9	66.2	89.2	154.0	155.9	164.9	175.5	182.4	190.5	203.0	215.4	227.6
przychody zmiana r/r	2.3%	2.0%	-3.8%	3.7%	78.0%	-0.3%	1.1%	1.4%	1.5%	1.8%	2.4%	2.4%	2.4%
marża EBITDA	41%	28%	29%	30%	26%	27%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	29%
marża EBIT	23%	12%	12%	14%	15%	16%	16%	17%	17%	17%	18%	19%	19%
marża netto	19%	16%	10%	13%	12%	12%	13%	14%	14%	14%	15%	15%	16%
Dane operacyjne													
Liczba hoteli	55	57	63	69	106	113	119	124	129	132	134	136	138
własne i leasingowe	52	52	53	53	79	81	82	82	82	82	82	82	82
w zarządzaniu	3	3	3	3	10	10	10	10	10	10	10	10	10
franczyzowe	0	2	7	13	17	22	27	32	37	40	42	44	46
Liczba pokoi eop	10 485	10 778	11 373	11 946	18 653	19 348	19 868	20 268	20 668	20 908	21 068	21 228	21 388
własne i leasingowe	9 947	9 741	9 904	9 902	15 296	15 616	15 736	15 736	15 736	15 736	15 736	15 736	15 736
ARR [PLN]	224.5	232.8	210.0	206.4	214.7	226.6	234.5	242.2	249.5	255.7	261.5	267.4	273.4
RevPAR [PLN]	116.2	127.5	122.7	126.9	147.0	149.4	148.8	150.1	152.1	154.6	158.1	161.7	165.3
Liczba sprzedanych pokojonocy [tys.]	1 967	1 994	2 099	2 224	3 843	3 721	3 631	3 559	3 501	3 473	3 473	3 473	3 473
Capex [mln PLN]	-56.4	-215.2	-94.5	-103.9	-111.1	-131.9	-111.1	-112.7	-114.3	-116.4	-119.2	-122.0	-124.9

Bilans	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Aktywa trwałe	1 805	1 833	1 807	1 796	2 071	2 058	2 024	1 994	1 968	1 946	1 928	1 914	1 904
RZAT + WNIP	1 774	1 804	1 770	1 775	2 031	2 019	1 985	1 955	1 928	1 906	1 888	1 874	1 864
Inne aktywa finansowe	0	0	11	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Nieruchomości inwestycyjne	30	27	25	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Inne aktywa długoterminowe	1	1	1	2	21	21	21	21	21	21	21	21	21
Aktywa obrotowe	272	211	234	291	399	462	556	631	694	747	793	827	860
Zapasy	4	4	4	4	9	9	9	9	9	9	9	10	10
Należności handlowe	26	26	23	25	102	105	106	107	109	111	113	116	119
Należności krótkoterminowe inne	21	41	13	16	32	32	32	32	32	32	32	32	32
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	217	139	191	240	257	317	410	483	544	595	638	670	699
Aktywa do sprzedaży	64	76	13	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Aktywa Razem	2 141	2 120	2 054	2 098	2 481	2 531	2 592	2 636	2 673	2 703	2 732	2 752	2 774
Kapitał własny	1 929	1 932	1 932	1 952	1 755	1 831	1 915	1 983	2 043	2 096	2 147	2 190	2 234
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	1 301	1 104	1 179	1 263	1 331	1 391	1 445	1 495	1 538	1 583
Zobowiązania długoterminowe	36	38	32	28	467	442	417	392	367	342	317	292	267
Kredyty i pożyczki	0	0	0	0	140	115	90	65	40	15	-10	-35	-60
Rezerwa z tytułu podatku dochodowego	19	13	8	4	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Zobowiązania długoterminowe inne	1	7	6	6	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Rezerwy oraz inne zobowiązania	16	18	17	18	321	321	321	321	321	321	321	321	321
Zobowiązania krótkoterminowe	156	125	90	117	259	259	260	261	263	265	268	270	273
Kredyty i pożyczki	0	0	0	0	36	36	36	36	36	36	36	36	36
Zobowiązania handlowe	70	68	39	41	105	105	106	107	109	111	113	116	119
Zobowiązania krótkoterminowe inne	74	49	46	40	67	67	67	67	67	67	67	67	67
Rezerwy oraz inne zobowiązania	12	8	5	37	51	51	51	51	51	51	51	51	51
Pasywa Razem	2 141	2 120	2 054	2 098	2 481	2 531	2 592	2 636	2 673	2 703	2 732	2 752	2 774

CF	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
CF operacyjny	176.4	118.8	158.5	192.3	277.1	303.8	314.2	319.3	321.5	325.3	334.2	343.5	353.3
CF inwestycyjny	224.4	-147.5	-51.3	-76.5	-652.6	-138.9	-115.3	-113.8	-112.9	-112.7	-113.4	-114.5	-115.8
CF finansowy	-247.6	-47.6	-58.8	-70.2	396.5	-105.6	-105.6	-132.2	-147.8	-161.8	-177.4	-197.6	-208.1
Zmiana stanu środków pieniężnych	153.2	-76.0	48.4	45.6	21.0	59.2	93.3	73.3	60.7	50.8	43.4	31.5	29.4
Środki pieniężne sop	65.2	218.4	142.4	190.8	239.5	257.4	316.6	409.9	483.1	543.9	594.7	638.2	669.7
Środki pieniężne eop	218.4	142.4	190.8	239.5	257.4	316.6	409.9	483.1	543.9	594.7	638.2	669.7	699.1

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Cena [PLN]	61.13	61.13	61.13	61.13	61.13	61.13	61.13	61.13	61.13	61.13	61.13	61.13	61.13
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]	2 816.7	2 816.7	2 816.7	2 816.7	2 816.7	2 816.7	2 816.7	2 816.7	2 816.7	2 816.7	2 816.7	2 816.7	2 816.7
BVPS	41.9	41.9	41.9	42.4	38.1	39.7	41.6	43.0	44.3	45.5	46.6	47.5	48.5
EPS	2.6	1.5	1.4	1.9	3.3	3.4	3.6	3.8	4.0	4.1	4.4	4.7	4.9
CEPS	5.2	3.9	3.9	4.4	6.4	6.5	6.7	6.9	7.0	7.1	7.4	7.6	7.9
P/E	23.7	41.5	43.3	31.6	18.3	18.1	17.1	16.1	15.4	14.8	13.9	13.1	12.4
EV/EBITDA	9.2	13.7	13.4	12.1	8.3	7.7	7.2	6.8	6.4	6.1	5.8	5.4	5.1
EV/EBIT	16.1	32.0	32.1	25.5	14.2	13.3	12.2	11.2	10.5	9.8	9.0	8.3	7.7
P/BV	1.5	1.5	1.5	1.4	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
Dywidenda [mln PLN]	0.0	64.5	64.5	69.1	69.1	80.6	80.6	107.2	122.8	136.8	152.4	172.6	183.1
DPS [PLN]	0.0	1.4	1.4	1.5	1.5	1.8	1.8	2.3	2.7	3.0	3.3	3.7	4.0
DYield	0.0%	2.3%	2.3%	2.5%	2.5%	2.9%	2.9%	3.8%	4.4%	4.9%	5.4%	6.1%	6.5%
EV [mln PLN]	2 599.8	2 677.3	2 625.9	2 577.2	2 735.4	2 651.2	2 532.9	2 434.7	2 348.9	2 273.1	2 204.7	2 148.1	2 093.7
Dług netto [mln PLN]	-216.9	-139.4	-190.8	-239.5	-81.3	-165.5	-283.7	-382.0	-467.8	-543.6	-612.0	-668.6	-723.0
Dług % [mln PLN]	0.0	0.0	0.0	0.0	176.1	151.1	126.1	101.1	76.1	51.1	26.1	1.1	-23.9

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 stala

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

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

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

Marek Jurzec
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

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
trzymaj	60.8	akumuluj	59.3 (60.8 PLN-1.5 PLN wyplaconej dywidendy)	09.11.2015	61.13	49 550
akumuluj	60.8	akumuluj	44.9	20.05.2015	53.1	56 925
akumuluj	44.9	akumuluj	44.1 (45.6 PLN-1.5 PLN wyplaconej 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'15:

Kupuj	3	38%
Akumuluj	0	0%
Trzymaj	4	50%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	1	13%

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 docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 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 docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa — teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową 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 (bazując także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek 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 09.11.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 13.11.2015 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 rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 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 niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i 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.

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 09.11.2015 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 subemisję 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 świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.