



Dom Maklerski BDM S.A.

ORBIS

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 90,65 PLN

25 KWIECIEŃ 2017, 11:39 CEST

Utrzymujemy zalecenie Akumuluj dla akcji Orbisu i jednocześnie podnosimy naszą cenę docelową do 90,65 PLN/akcję. Przy sugerowanej cenie docelowej Orbis będzie handlowany na mnożniku EV/EBITDA w latach 2018-2019 na poziomie odpowiednio 9,1x i 8,4x. Liczymy na dobre odczyty wynikowe w 2017 roku, co będzie wynikało z utrzymania pozytywnych trendów widocznych już w minionych kwartałach (wysoka frekwencja oraz rosnące cenniki).

Orbis pokazał mocne wyniki operacyjne za 4Q'16 i cały miniony 2016 rok. Przychody w samym 4Q'16 wzrosły o 12,5% r/r. Frekwencja w ostatnim kwartale zeszłego roku wzrosła o 4,8 pkt % do poziomu 70,1%. Średnia cena za pokój wzrosła w tym okresie do 230,3 PLN, czyli o 6,4% r/r. Tym samym wskaźnik RevPAR w 4Q'16 wyniósł 161,4 PLN (+14,2% r/r). Na poziomie kosztów najwyższą dynamikę wzrostu r/r w 4Q'16 zanotowała pozycja usługi obce (+16,4%). Wartość kosztów wynagrodzeń w 4Q'16 wzrosła tylko o 2,7% r/r (w całym 2016 roku było to +6,5% r/r). Ogółem koszty operacyjne w 4Q'16 wyniosły 297,1 mln PLN. Tym samym Orbis zaraportował EBITDAR w 4Q'16 na poziomie 112,3 mln PLN (w 2016 roku = 489,2 mln PLN). Po uwzględnieniu czynszów EBITDA w 4Q'16 wyniosła 86,8 mln PLN (w 2016 roku = 389,6 mln PLN).

W porównaniu do raportu z 21 listopada 2016 roku podwyższyliśmy oczekiwane średnie ceny w hotelach Orbisu oraz wydłużyliśmy okres utrzymania w najbliższych trzech latach wysokiej frekwencji. Dlatego podwyższyliśmy oczekiwania dotyczące EBITDA na lata 2017-2019 w przedziale 6-9% w porównaniu z listopadowym raportem. W skali całego 2017 roku prognozujemy zatem, że EBITDAR osiągnie próg 517,5 mln PLN. Z kolei EBITDA może być na poziomie ponad 444 mln PLN. W latach 2018-2019 EBITDA w naszym modelu rośnie do pułapu 451-466 mln PLN.

W modelu nie uwzględniamy przejęć kolejnych obiektów. Po transakcji sprzedaży hotelu Sofitel Budapest Chain Bridge z umową o docelowe zarządzanie, według nas, Orbis będzie chciał przyspieszyć proces ekspansji na południu swojego obszaru działania (władze spółki sygnalizowały m.in. rozwój na Bałkanach). Zatem liczymy, że w przyszłości będziemy mogli dokonać korekty posiadanej bazy hotelowej (własnej i w leasingu).

W kwietniu'17 pojawiła się deklaracja zarządu dot. wypłaty dywidendy w kwocie 1,6 PLN/akcję (proponowany dzień dywidendy to 18 lipiec 2017 roku; wypłata w dniu 3 sierpnia 2017 roku). Poziom dywidendy jest bliski naszym oczekiwaniom i większe znaczenie kładziemy na właściwe wykorzystanie opcji dalszej ekspansji sieci.

Zwracamy też uwagę na trwający proces podziału spółki matki (sprzedaż/wydzielenie segmentu z aktywami trwałymi/budynkami). Tym samym w obszarze korporacyjnym w kolejnych miesiącach może dojść do odczuwalnych zmian w Accor.

Wycena końcowa [PLN]	90,65
Potencjał do wzrostu / spadku	+10%

Cena rynkowa [PLN]	83,15
Kapitalizacja [mln PLN]	3 831
Ilość akcji [mln. szt.]	46,1

Kurs maksymalny za 6 mc [PLN]	84,7
Kurs minimalny za 6 mc [PLN]	63,6

Stopa zwrotu za 3 mc	+13%
Stopa zwrotu za 6 mc	+11%
Stopa zwrotu za 9 mc	+37%

Akcjonariat (% głosów):

Accor	52,69%
Aviva PTE	9,94%
Amplico PTE	5,12%
NN PTE	5,19%

Maciej Bobrowski

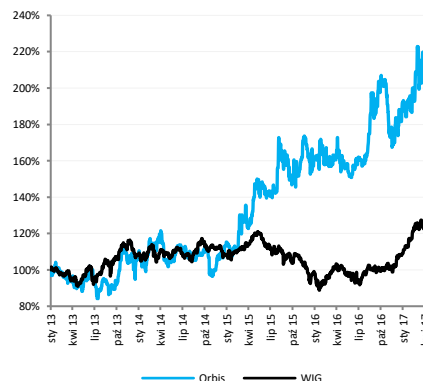
bobrowski@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	707,8	1 262,7	1 382,9	1 452,7	1 484,4	1 549,6
EBITDAR [mln PLN]		431,4	489,2	517,5	524,5	539,7
EBITDA [mln PLN]	207,8	329,3	389,6	444,2	451,2	466,4
EBIT [mln PLN]	96,4	190,0	241,4	288,3	300,7	316,5
Wynik netto [mln PLN]	89,2	181,6	207,1	225,0	237,9	253,5
P/BV	2,0x	2,1x	2,0x	1,8x	1,7x	1,6x
P/E	43,0x	21,1x	18,5x	17,0x	16,1x	15,1x
EV/EBITDA	17,3x	12,2x	10,0x	8,8x	8,3x	7,7x
EV/EBIT	37,2x	21,2x	16,2x	13,5x	12,4x	11,3x
DPS	1,5	1,5	1,5	1,6	2,0	2,3



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA	3
WYCENA DCF	3
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
WYNIKI FINANSOWE ZA 4Q'16	8
KONIUNKTURA W BRANŻY ZAKWATEROWANIA W POLSCE	13
PROGNOZA NA 2017 I KOLEJNE OKRESY	14
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	18

WYCENA I PODSUMOWANIE

Utrzymujemy zalecenie Akumuluj dla akcji Orbisu i jednocześnie podnosimy naszą cenę docelową do 90,65 PLN/akcję. Przy sugerowanej cenie docelowej Orbis będzie handlowany na mnożniku EV/EBITDA w latach 2018-2019 na poziomie odpowiednio 9,1x i 8,4x.

Podsumowanie wyceny

		mld PLN	PLN/akcję
A	Wycena DCF	4 179	90,70
B	Wycena porównawcza	4 175	90,61
C	Wycena końcowa (A*50%+B*50%)	4 177	90,65

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

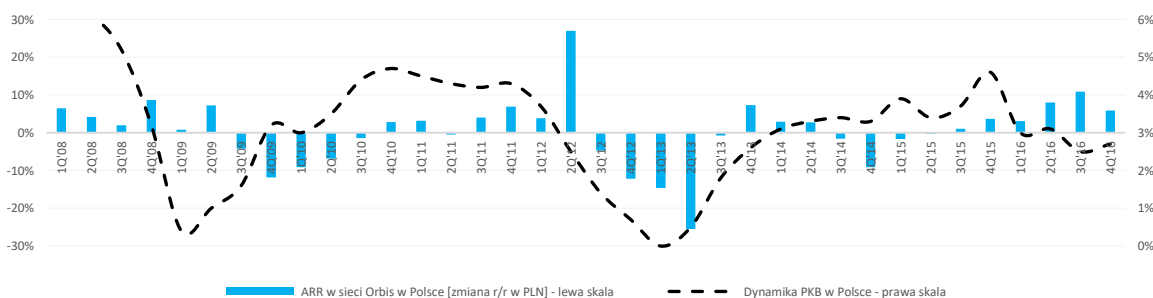
Liczymy na dobre odczyty wynikowe w 2017 roku, co będzie wynikało z utrzymania pozytywnych trendów widocznych już w minionych kwartałach (wysoka frekwencja oraz rosnące cenniki). W porównaniu do raportu z 21 listopada 2016 roku podwyższyliśmy oczekiwane średnie ceny w hotelach Orbisu oraz wydłużyliśmy okres utrzymania w tym okresie wysokiej frekwencji. Ogółem podwyższyliśmy oczekiwania dotyczące EBITDA na lata 2017-2019 w przedziale 6-9% w porównaniu z listopadowym raportem. W skali całego 2017 roku prognozujemy zatem, że EBITDAR osiągnie próg 517,5 mln PLN. Z kolei EBITDA może być na poziomie ponad 444 mln PLN. W latach 2018-2019 EBITDA w naszym modelu rośnie do pułapu 451-466 mln PLN.

W modelu nie uwzględniamy przejęć kolejnych obiektów. Po transakcji sprzedaży hotelu Sofitel Budapest Chain Bridge w zarządzanie zwrotnym, według nas, Orbis będzie chciał przyspieszyć proces ekspansji na południu swojego obszaru działania (władze spółki sygnalizowały m.in. rozwój na Bałkanach). Zatem liczymy, że w przyszłości będziemy mogli dokonać korekty posiadanej bazy hotelowej (własnej i w leasingu).

W kwietniu'17 pojawiła się deklaracja zarządu dot. wypłaty dywidendy w kwocie 1,6 PLN/akcję (proponowany dzień dywidendy to 18 lipiec 2017 roku; wypłata w dniu 3 sierpnia 2017 roku). Poziom dywidendy jest bliski naszym oczekiwaniom i większe znaczenie kładziemy na właściwe wykorzystanie opcji dalszej ekspansji sieci hoteli.

Zwracamy też uwagę na trwający proces podziału spółki matki (sprzedaż/wydzielenie segmentu z aktywami trwałymi/budynkami). Tym samym w obszarze korporacyjnym w kolejnych miesiącach może dojść do odczuwalnych zmian w Accor.

Dynamika średnich cen za pokój w sieci Orbis w Polsce na tle zachowania PKB



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

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 wybranych rynkach lokalnych CEE jest zobowiązana na uiszczania opłat na rzecz Accoru. Poziom ponoszonych kosztów jest silnie skorelowany z przychodami w segmencie hotelowym. Od 2015 roku obowiązuje nowa umowa, która była istotnym elementem oceny transakcji przejęcia aktywów od Accor (umowa ma obowiązywać przez 20 lat, czyli do 2035 roku). Jednocześnie zwracamy uwagę na trwający proces podziału Accor (wydzielenie jednego z segmentów), co docelowo może wpłynąć także na działalność operacyjną samego Orbisu.

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 21 listopada 2016 roku podwyższyliśmy oczekiwane średnie ceny w hotelach Orbisu oraz wydłużyliśmy okres utrzymania w tym okresie wysokiej frekwencji. Z drugiej strony ogłoszona sprzedaż z zarządzaniem zwrotnym Sofitel Budapesz powoduje, że w systemie obiektów własnych i leasingowych spada liczba pokoi o 357 szt.). Dodatkowo uwzględniliśmy zakomunikowany odkup obiektów z leasingu, co wpłynęło na obniżenie płaconych czynszów już od 1Q'17. Ogółem podwyższyliśmy oczekiwania dotyczące EBITDA na lata 2017-2019 w przedziale 6-9% w porównaniu z listopadowym raportem. W skali całego 2017 roku prognozujemy zatem, że EBITDAR osiągnie próg 517,5 mln PLN. Z kolei EBITDA może być na poziomie ponad 444 mln PLN. W latach 2018-2019 EBITDA w naszym modelu rośnie do pułapu 451-466 mln PLN.
- Poziom inwestycji netto w 2017 roku uwzględnia zakomunikowane projekty odkupu z leasingu i sprzedaży z zarządzaniem zwrotnym. Tym samym inwestycje netto w naszym modelu w 2017 roku szacujemy na ok 270 mln PLN. W kolejnych latach Capex mieści się w przedziale 8,0%-9,5% przychodów.
- W modelu nie uwzględniamy prawdopodobnych dalszych przejęć (władze spółki sygnalizowały chęć szybszej ekspansji m.in. na Bałkanach).
- Wzrost w okresie rezydualnym pozostawiamy na poziomie 2,5%.
- Dług netto uwzględnia saldo na koniec 2016 roku.

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2026.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.08.2017 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 4,179 mld PLN, czyli 90,7 PLN/akcję.

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 453	1 484	1 550	1 606	1 657	1 704	1 758	1 814	1 870	1 927
EBIT [mln PLN]	288,3	300,7	316,5	323,1	324,8	331,2	345,0	359,8	373,6	386,5
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	54,8	57,1	60,1	61,4	61,7	62,9	65,6	68,4	71,0	73,4
NOPLAT [mln PLN]	233,5	243,5	256,4	261,7	263,1	268,2	279,5	291,4	302,6	313,1
Amortyzacja [mln PLN]	155,9	150,6	149,9	148,8	147,6	146,7	146,3	146,5	147,3	148,8
CAPEX [mln PLN]	-269,2	-141,0	-139,5	-128,5	-132,6	-136,3	-145,0	-154,2	-163,6	-173,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-23,1	0,6	1,3	1,1	1,0	0,9	1,0	1,1	1,1	1,1
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	97,2	253,7	268,1	283,1	279,1	279,5	281,7	284,9	287,5	289,5
DFCF [mln PLN]	94,0	227,1	221,8	216,4	196,9	182,0	169,2	157,8	146,8	136,2
Suma DFCF [mln PLN]	1 748,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	5 344,5		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2.5%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	2 514,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	4 262,8									
Dług netto [mln PLN]	83,6									
Wartość kapitału [mln PLN]	4 179									
Ilość akcji [mln szt.]	46,1									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	90,7									

Przychody zmiana r/r	5,0%	2,2%	4,4%	3,7%	3,2%	2,8%	3,2%	3,2%	3,1%	3,0%
Frekwencja w hotelach własnych	74,1%	73,6%	73,1%	72,4%	71,6%	71,1%	71,1%	71,1%	71,1%	71,1%
ARR w otelach własnych [PLN]	242,8	251,7	260,5	267,6	274,3	280,5	286,8	293,3	299,7	306,2
FCF zmiana	17,0%	161,2%	5,7%	5,6%	-1,4%	0,2%	0,8%	1,1%	0,9%	0,7%
FCF zmiana [mln PLN]	14,1	156,6	14,4	15,1	-4,1	0,4	2,2	3,1	2,6	2,1
Marża EBITDA	30,6%	30,4%	30,1%	29,4%	28,5%	28,0%	27,9%	27,9%	27,9%	27,8%
Marża EBIT	19,8%	20,3%	20,4%	20,1%	19,6%	19,4%	19,6%	19,8%	20,0%	20,1%
Marża NOPLAT	16,1%	16,4%	16,5%	16,3%	15,9%	15,7%	15,9%	16,1%	16,2%	16,2%
CAPEX / Przychody	-18,5%	-9,5%	-9,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,3%	-8,5%	-8,8%	-9,0%
CAPEX / Amortyzacja	-173%	-94%	-93%	-86%	-90%	-93%	-99%	-105%	-111%	-117%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
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	79%	81%	82%	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	20,8%	19,1%	17,6%	16,3%	15,1%	14,1%	13,1%	12,2%	11,3%	10,4%
WACC	8,1%	8,1%	8,2%	8,3%	8,3%	8,4%	8,4%	8,4%	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										
beta		-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
	0.7	76,6	81,7	88,3	96,9	108,9	116,8	126,7	139,2	155,6
	0.8	72,7	77,2	82,9	90,2	100,2	106,6	114,4	124,2	136,6
	0.9	69,2	73,1	78,0	84,3	92,7	98,0	104,4	112,1	121,7
	1.0	66,0	69,5	73,8	79,2	86,3	90,7	95,9	102,2	109,9
	1.1	63,1	66,1	69,9	74,6	80,7	84,4	88,8	93,9	100,1
	1.2	60,3	63,1	66,4	70,5	75,7	78,9	82,6	86,9	91,9
	1.3	57,8	60,3	63,2	66,8	71,4	74,1	77,2	80,8	85,0
	1.4	55,5	57,7	60,3	63,5	67,5	69,8	72,5	75,5	79,1
	1.5	53,4	55,4	57,7	60,5	64,0	66,0	68,3	70,9	73,9

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	146,3	135,0	125,3	120,9	116,8	113,0	109,5	103,0	97,2
	0.8	135,0	124,0	114,6	110,5	106,6	103,0	99,6	93,5	88,1
	0.9	125,3	114,6	105,7	101,7	98,0	94,6	91,4	85,6	80,5
	1.0	116,8	106,6	98,0	94,2	90,7	87,4	84,4	78,9	74,1
	1.1	109,5	99,6	91,4	87,7	84,4	81,3	78,4	73,2	68,6
	1.2	103,0	93,5	85,6	82,1	78,9	75,9	73,2	68,2	63,9
	1.3	97,2	88,1	80,5	77,1	74,1	71,3	68,6	63,9	59,8
	1.4	92,1	83,2	75,9	72,7	69,8	67,1	64,6	60,1	56,2
	1.5	87,4	78,9	71,9	68,8	66,0	63,4	61,0	56,7	53,0

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%	80,9	86,8	94,4	104,7	119,3	129,3	141,8	158,3	180,8
	3.5%	76,6	81,7	88,3	96,9	108,9	116,8	126,7	139,2	155,6
	4.0%	72,7	77,2	82,9	90,2	100,2	106,6	114,4	124,2	136,6
	4.5%	69,2	73,1	78,0	84,3	92,7	98,0	104,4	112,1	121,7
	5.0%	66,0	69,5	73,8	79,2	86,3	90,7	95,9	102,2	109,9
	5.5%	63,1	66,1	69,9	74,6	80,7	84,4	88,8	93,9	100,1
	6.0%	60,3	63,1	66,4	70,5	75,7	78,9	82,6	86,9	91,9
	6.5%	57,8	60,3	63,2	66,8	71,4	74,1	77,2	80,8	85,0
	7.0%	55,5	57,7	60,3	63,5	67,5	69,8	72,5	75,5	79,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycenę Orbisu metodą wskaźnikową oparliśmy o mnożnik EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny średni poziom EV/EBITDA na lata 2017-2019 w wysokości 9,0x (z dyskontem wobec Accor). Takie podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie 4,175 mld PLN, czyli 90,6 PLN/akcję. Poprzednio stosowaliśmy mnożnik 8,0x. W obecnej sytuacji zmiana wynika z utrwalenia pozytywnych tendencji wynikowych oraz zbliżającej się perspektywie zmian korporacyjnych w Accor (wydzielenie segmentów).

Wycena mnożnikowa Orbis (w oparciu o docelowy pułap EV/EBITDA)

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2017-2019					
	7,5	8,0	8,5	9,0	9,5	10,0
Cena docelowa [PLN/akcję]	75,8	80,8	85,7	90,6	95,5	100,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

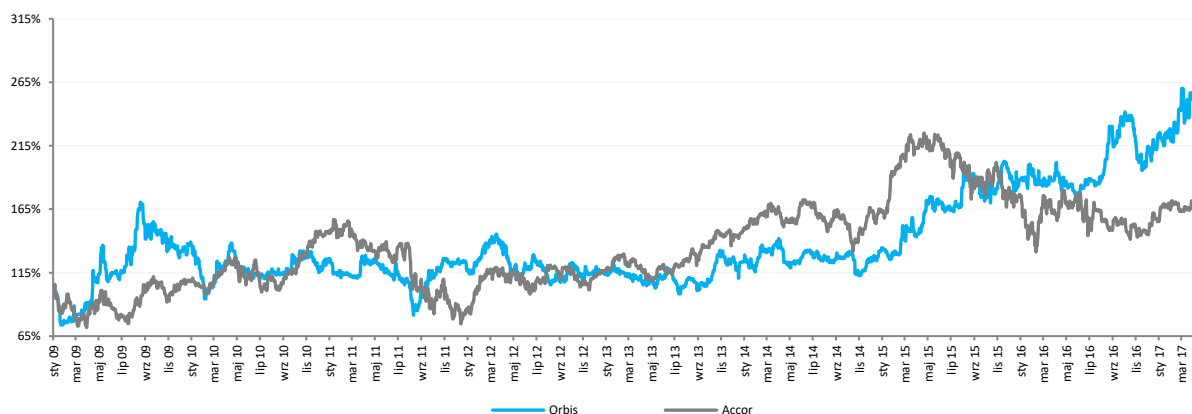
Bezpośrednie porównanie Orbisu do mnożników rynkowych P/E oraz EV/EBITDA Accoru na lata 2017-2019 wskazuje na wycenę spółki na poziomie ok. 108,9 PLN/akcję. Uwzględniając 10% dyskonto do Accoru wycena Orbisu mieściłaby się w okolicy 98 PLN. Z kolei porównanie do szerszej grupy podmiotów hotelowych z ekspozycją na Europę sugeruje wartość Orbisu na poziomie 87 PLN/akcję (uwzględniając 10% dyskonto).

Mnożniki rynkowe wybranych operatorów hotelowych

	Kurs	Waluta	Mkt Cap [mln]	P/E			EV/EBITDA		
				2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
ACCOR	41,94	EUR	11 954	23,4	20,7	18,9	11,8	10,8	10,2
INTERCONTINENTAL HOTELS	3993	GBp	7 923	17,2	16,2	15,4	11,3	10,5	9,5
WHITBREAD	4257	GBp	7 806	18,3	17,3	16,0	11,1	10,5	9,8
MILLENNIUM & COPTHORNE HOTEL	456,2	GBp	1 481	15,8	14,9	13,7	9,6	9,4	8,6
MELIA HOTELS INTERNATIONAL	13,29	EUR	3 053	26,0	22,6	21,2	11,3	10,1	9,2
NH HOTELES	4,655	EUR	1 631	33,5	21,8	17,3	10,4	8,7	7,7
REZIDOR HOTEL GROUP	33,4	SEK	5 825	14,8	12,5	12,0	6,5	6,2	5,9
Mediana (ekspozycja na Europę)	---	---	---	18,3	17,3	16,0	11,1	10,1	9,2
MARRIOTT INTERNATIONAL	92,47	USD	35 362	23,5	21,3	20,0	13,8	13,0	12,3
CHOICE HOTELS INTL	62,95	USD	3 547	22,3	20,4	19,8	14,1	12,9	12,5
HYATT HOTELS	55,09	USD	6 912	45,9	39,9	37,3	10,6	10,1	9,6
WYNDHAM WORLDWIDE	89,72	USD	9 397	14,5	13,7	13,7	8,8	8,3	8,0
Mediana (pozostałe sieci międzynarodowe)	---	---	---	22,9	20,9	19,9	12,2	11,5	11,0
Orbis	83,15	PLN	3 831	17,0	16,1	15,1	8,8	8,3	7,7

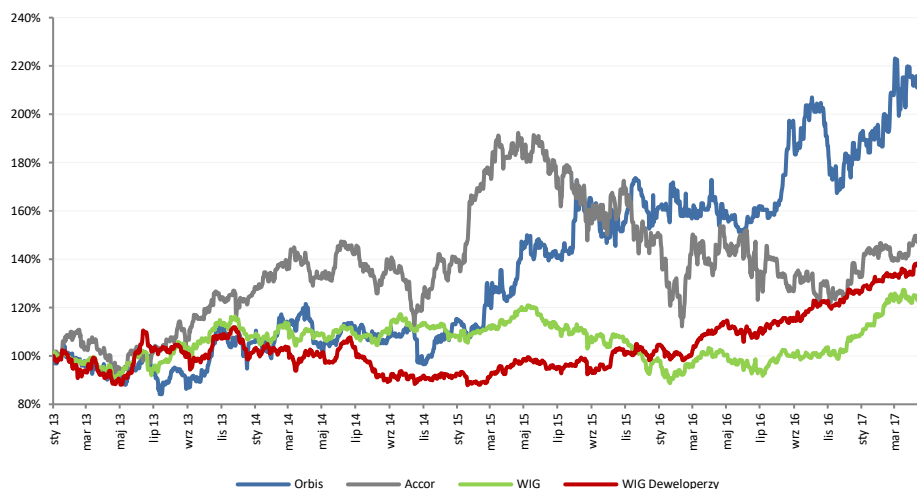
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

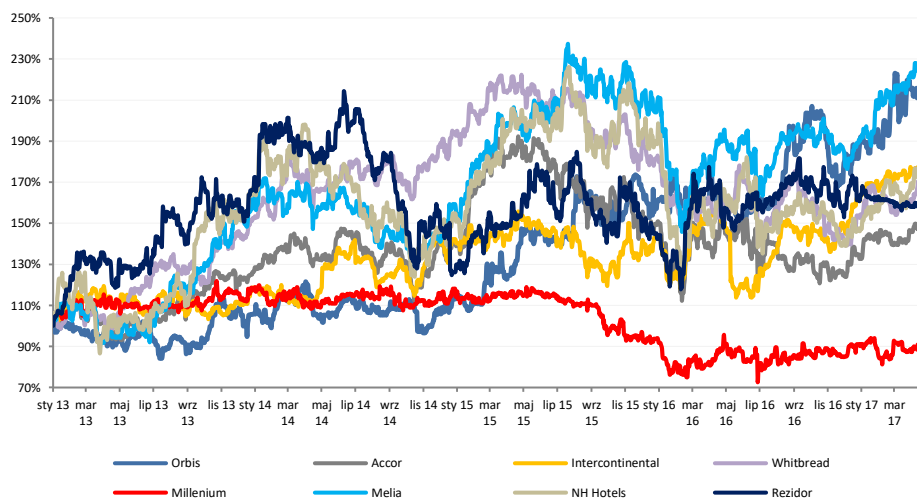
Zachowanie kursu Orbisu od 2013 roku na tle kursu Accor oraz WIG i WIG Deweloperzy



Kurs Orbisu od przejęcia aktywów od Accor, po chwilowym spadku, zachowuje się ciągle znacznie silniej niż w poprzednich okresach (ciągle otwarta perspektywa wysokiej dynamiki wzrostu EBITDA).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



Kursy większości operatorów hotelowych w ostatnich miesiącach poruszały się w trendzie bocznym. Jednym z podstawowych czynników ryzyka było ryzyko pogorszenia perspektyw działania na rynkach lokalnych w zachodniej części UE.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE ZA 4Q'16

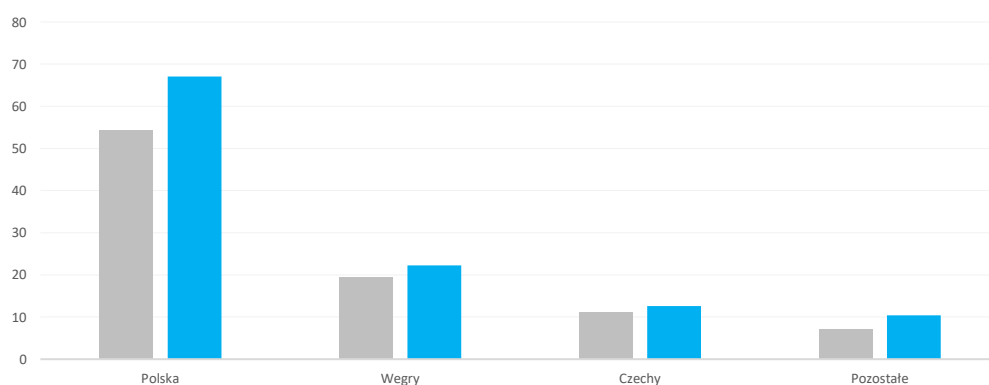
Orbis pokazał mocne wyniki operacyjne za 4Q'16 i cały miniony 2016 rok. Przychody w samym 4Q'16 wzrosły o 12,5% r/r. Frekwencja w ostatnim kwartale zeszłego roku wzrosła o 4,8 pkt % do poziomu 70,1%. Średnia cena za pokój wzrosła w tym okresie do 230,3 PLN, czyli o 6,4% r/r. Tym samym wskaźnik RevPAR w 4Q'16 wyniósł 161,4 PLN (+14,2% r/r). Na poziomie kosztów najwyższą dynamikę wzrostu r/r w 4Q'16 zanotowała pozycja usługi obce (+16,4%). Wartość kosztów wynagrodzeń w 4Q'16 wzrosła tylko o 2,7% r/r (w całym 2016 roku było to +6,5% r/r). Ogółem koszty operacyjne w 4Q'16 wyniosły 297,1 mln PLN. Tym samym Orbis zaraportował EBITDAR w 4Q'16 na poziomie 112,3 mln PLN (w 2016 roku = 489,2 mln PLN). Po uwzględnieniu czynszów EBITDA w 4Q'16 wyniosła 86,8 mln PLN (w 2016 roku = 389,6 mln PLN).

Wyniki skonsolidowane za 4Q'16

	4Q'15	4Q'16	zmiana r/r	2015	2016	zmiana r/r
Przychody	308,2	346,6	12,5%	1 262,7	1 382,9	9,5%
Koszty operacyjne	276,4	297,1	7,5%	1 074,5	1 141,5	6,2%
Koszty wynajmu nieruchomości	26,1	25,5	-2,1%	102,1	99,6	-2,5%
Amortyzacja	35,4	38,4	8,5%	139,3	148,2	6,4%
Usługi obce	68,4	79,6	16,4%	261,9	296,9	13,4%
Koszty pracownicze	83,6	85,8	2,7%	318,4	339,1	6,5%
Zużycie materiałów i energii	50,6	53,4	5,5%	194,2	200,9	3,4%
Podatki i opłaty	10,9	11,0	1,3%	43,3	42,4	-2,0%
Pozostałe koszty	2,1	2,7	28,6%	14,4	13,1	-9,4%
Saldo pozostałej dz. operacyjnej	-0,6	0,8	---	0,9	1,3	50,7%
EBITDAR	92,1	112,3	22,0%	431,4	489,2	13,4%
EBITDA	66,0	86,8	31,5%	329,3	389,6	18,3%
EBIT	30,7	48,4	58,0%	190,0	241,4	27,1%
Zdarzenia jednorazowe	24,3	24,8	1,9%	31,7	28,2	-11,2%
Saldo finansowe	-3,4	0,3	---	-9,4	-12,6	---
Wynik brutto	51,5	73,6	42,8%	212,2	257,2	21,2%
Wynik netto	52,5	55,7	6,1%	181,6	207,1	14,1%
marża EBITDAR	29,9%	32,4%		34,2%	35,4%	
marża EBITDA	21,4%	25,0%		26,1%	28,2%	

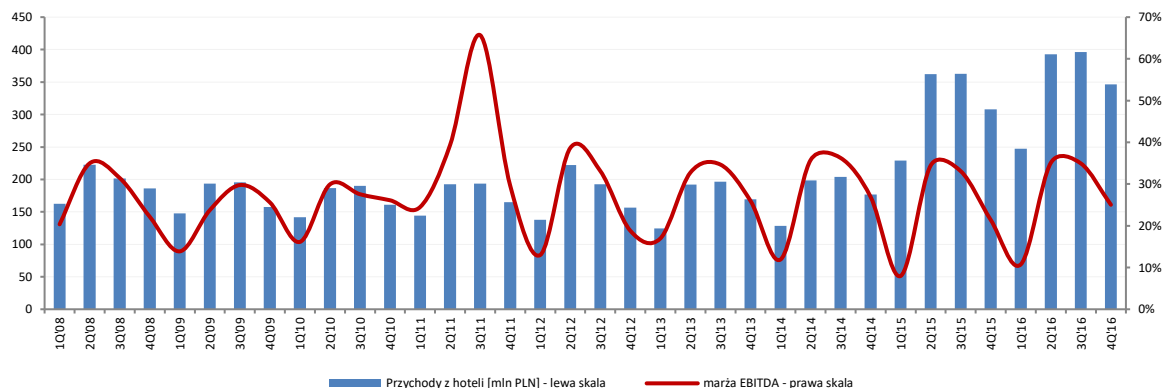
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Podział EBITDAR wg rynków operacyjnych w 4Q'15 i 4Q'16 [mln PLN]



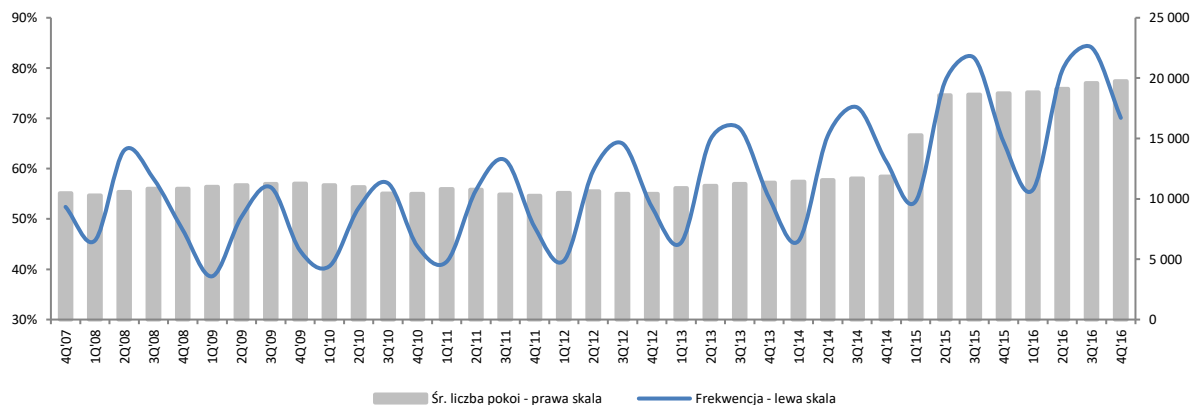
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody oraz marża EBITDA w ujęciu kwartalnym (segmentu hotelowego)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Średnia liczba pokoi oraz frekwencja w ujęciu kwartalnym



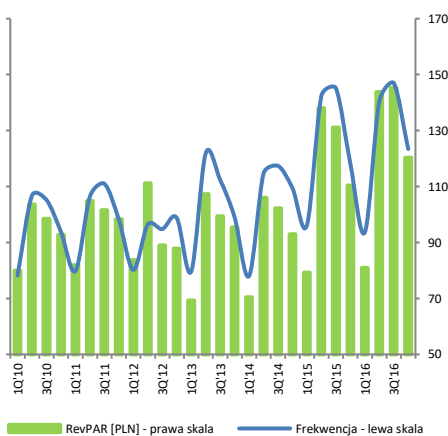
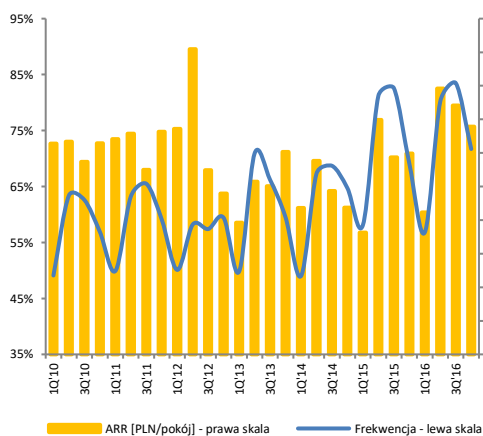
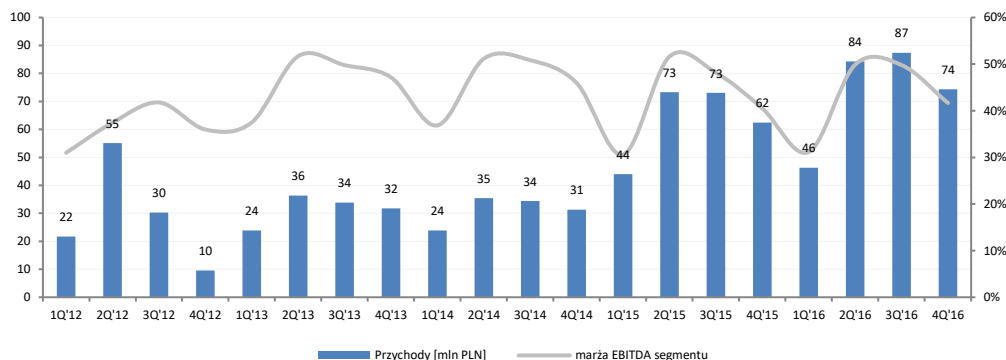
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ARR oraz RevPAR w ujęciu kwartalnym

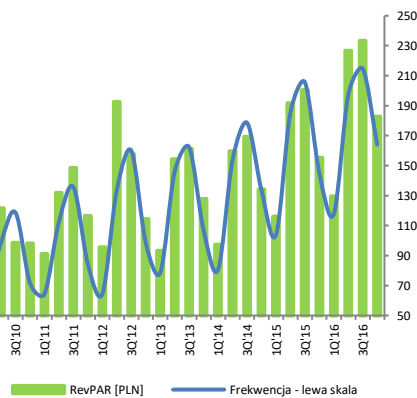
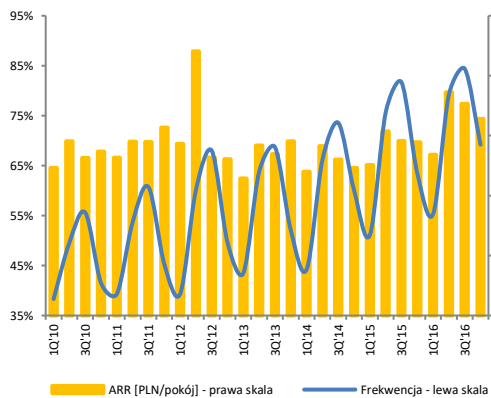
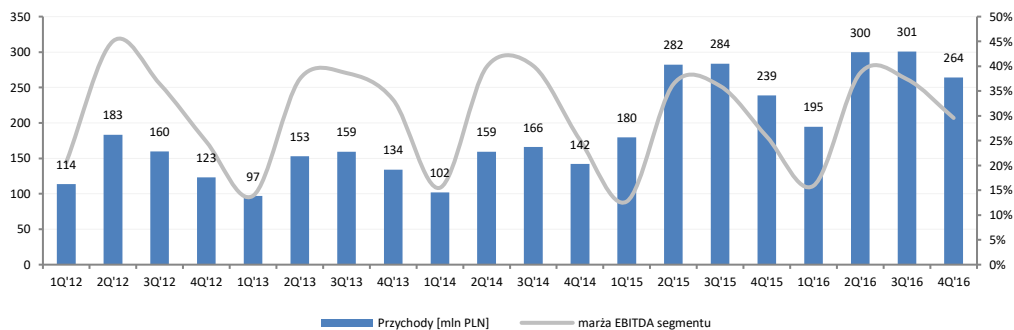


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dane operacyjne segmentu hotele ekonomiczne

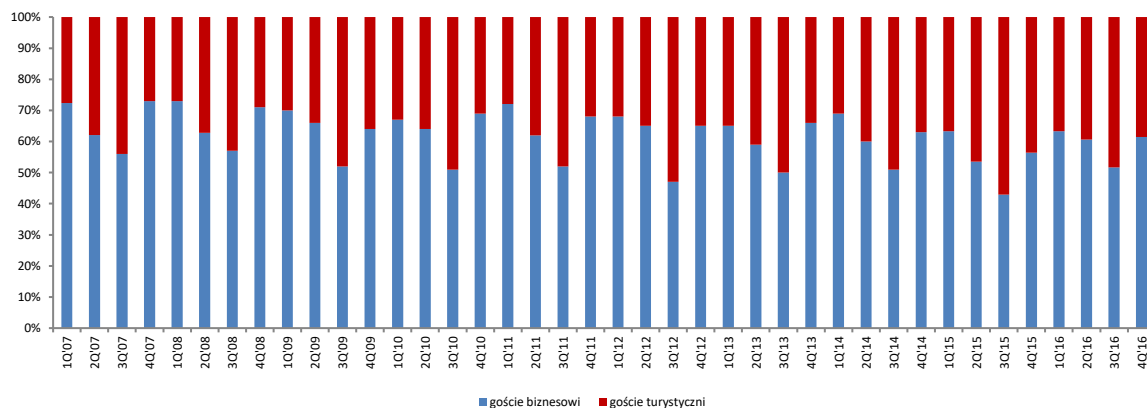


Dane operacyjne segmentu hotele up&midscale



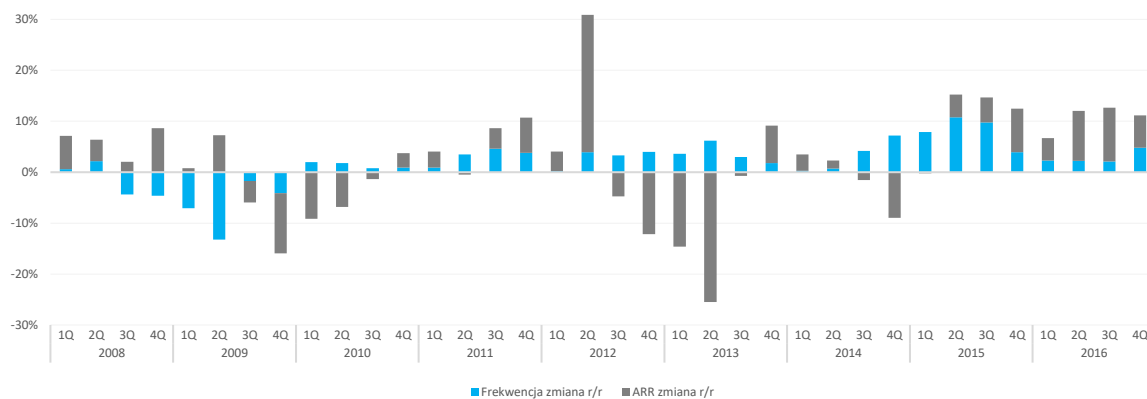
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura gości hotelowych w podziale na biznesowych i turystycznych w ujęciu kwartalnym



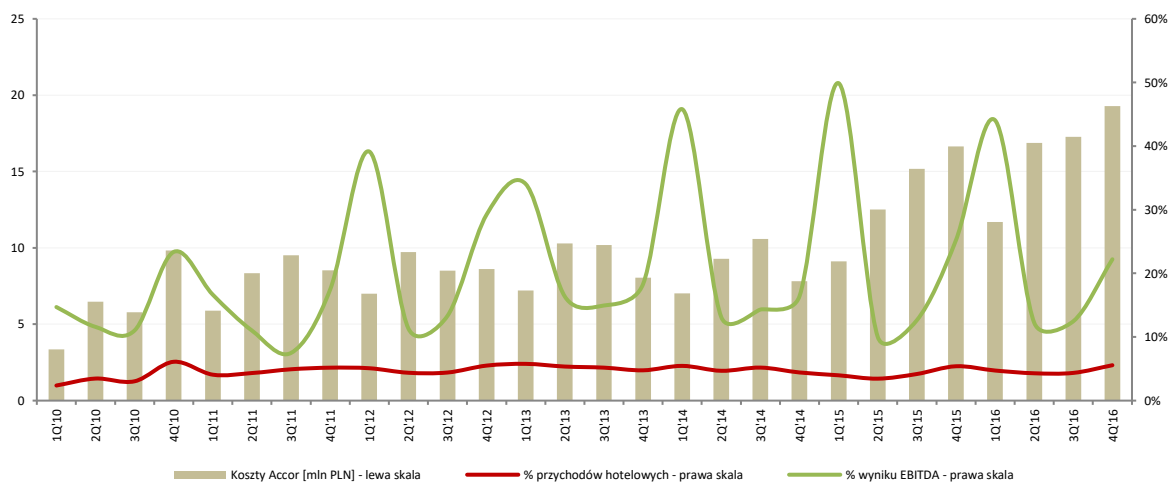
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczny wpływ frekwencji i średnich cen sprzedaży na RevPAR



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 4Q'16]

	Obłożenie		ARR		RevPAR	
	%	zmiana r/r pkt %	EUR	zmiana r/r w %	EUR	zmiana r/r w %
Francja	61,5	1,5	78	-2,6	48	-0,2
Luxury&upscale	64,4	2,8	184	-6,0	119	-1,8
Midscale	60,0	1,1	104	-2,6	62	-0,8
Economy	62,0	1,5	58	-1,8	36	0,7
NCEE	72,3	1,7	82	1,2	59	3,5
Luxury&upscale	69,1	1,5	154	0,9	106	3,0
Midscale	71,1	1,9	85	0,9	60	3,6
Economy	74,2	1,5	65	1,6	48	3,7
MMEA	62,9	1,3	100	-3,1	63	-1,0
Luxury&upscale	59,3	0,7	176	-0,1	104	1,1
Midscale	63,5	1,9	77	-3,4	49	-0,4
Economy	66,5	0,9	55	-6,2	37	-4,9
AsPac	68,9	1,3	88	0,7	60	2,7
Luxury&upscale	67,2	3,4	116	-0,5	78	4,7
Midscale	69,4	0,0	84	2,3	59	2,3
Economy	70,3	0,3	51	-1,1	36	-0,6
Americas	57,6	-3,6	126	3,1	73	-2,8
Luxury&upscale	60,6	-3,4	225	1,6	136	-3,7
Midscale	57,6	-2,4	88	0,1	51	-3,9
Economy	54,9	-4,5	47	1,9	26	-5,4
Razem Accor	65,6	1,0	90	-0,2	59	1,3
Luxury&upscale	64,4	2,2	156	-1,0	101	2,3
Midscale	66,1	0,9	88	-0,1	58	1,2
Economy	66,0	0,6	57	-0,4	38	0,6
Orbis	70,1%	4,8	52,6	3,6	36,9	11,2
Luxury&upscale&midscale	69,2%	5,7	60,3	5,2	41,7	14,6
Economy	71,7%	2,6	38,3	2,3	27,5	6,1

W 4Q'16 średnie obłożenie w regionie NCEE w Accor wyniosło 72,3%, czyli wzrosło o 1,7 pkt % r/r. W Orbisie w hotelach własnych w analogicznym okresie średnie obłożenie wyniosło 70,1% (+4,8 pkt % r/r).

Średnia cena pokoju w sieci Accor w regionie NCEE wykazała dodatnią dynamikę na poziomie +1,2%, z kolei w Orbis wykazał wzrost ARR wyrażony w EUR o 3,6% r/r. Odczyt RevPAR Accor w regionie NCEE zanotował wzrost o 3,5%, z kolei w Orbisie RevPAR był wyższy o 11,2%.

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

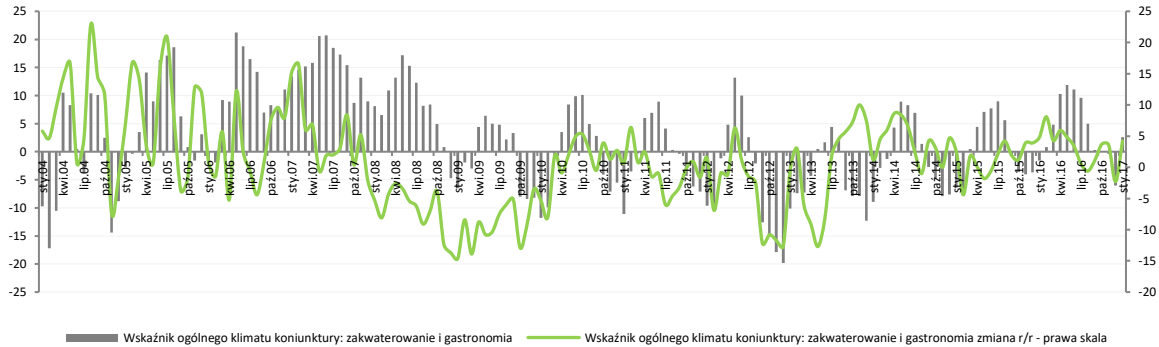
MMEA – Obszar Południowej Europy oraz Środkowy Wschód i Afryka

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

KONIUNKTURA W BRANŻY ZAKWATEROWANIA W POLSCE

Z danych GUS wynika, że w 4Q'16 sytuacja w branży zakwaterowania i gastronomii ulegała poprawie w relacji r/r (wysoka dynamika poprawy miała miejsce w październiku'16 i listopadzie '16, z kolei w grudniu zanotowano spadek). Optymistyczny odczyt miał miejsce za styczeń'17, kiedy to wskaźnik w branży wzrósł o 4,2 pkt r/r.

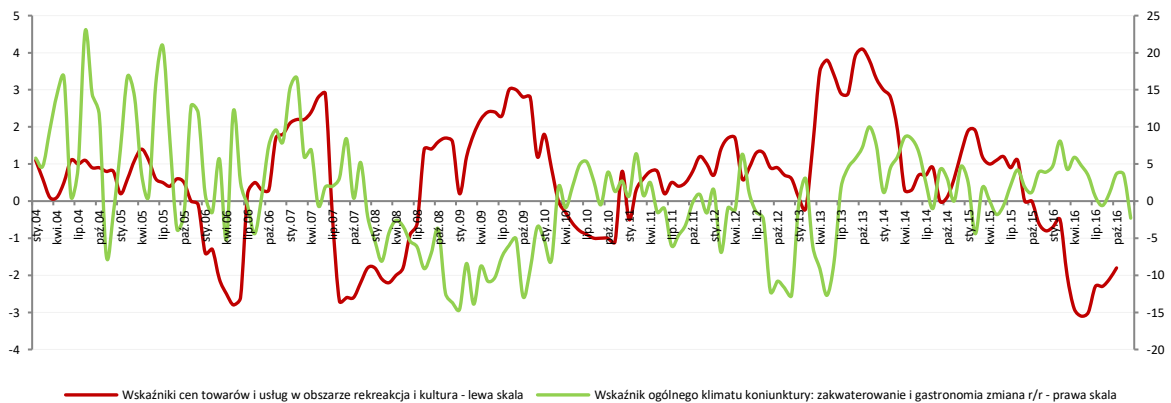
Wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury w branży zakwaterowania i gastronomii (ujęcie miesięczne)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

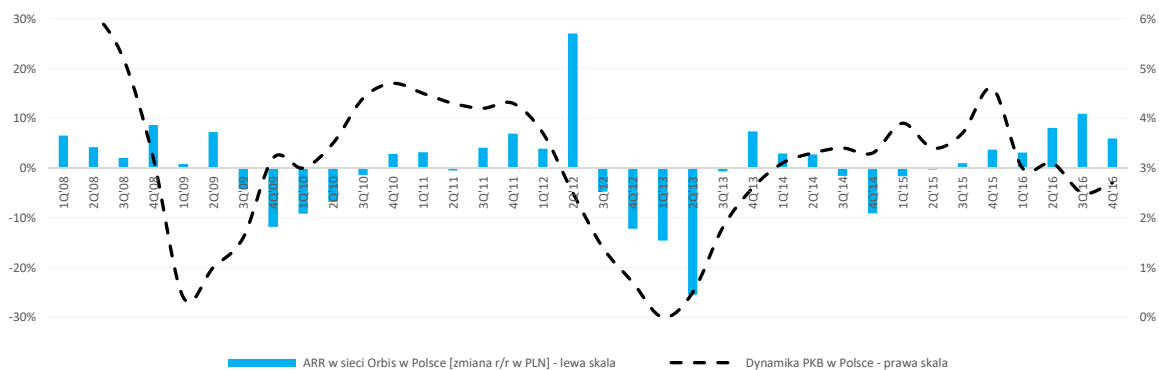
Z odczytów GUS w 2015 roku wynika, że dynamika wzrostu cen w ujęciu r/r w tej kategorii była ograniczona. Dane za 2016 rok wskazują, że dynamika cen była przez większość roku ujemna w porównaniu z 2015 rokiem. W 3Q'16 średni poziom cen raportowany przez GUS był na poziomie -2,2% (w 1Q'16 było to -1,1% a w 2Q'16 -3%). W samym 4Q'16 odczyt z GUS wyniósł -1,3%. Orbis podał, że w 4Q'16 ARR w hotelach własnych w Polsce wzrósł o 2,9%, a w całym 2016 roku o 7,4% 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

Dynamika średnich cen za pokój w sieci Orbis w Polsce na tle zachowania PKB



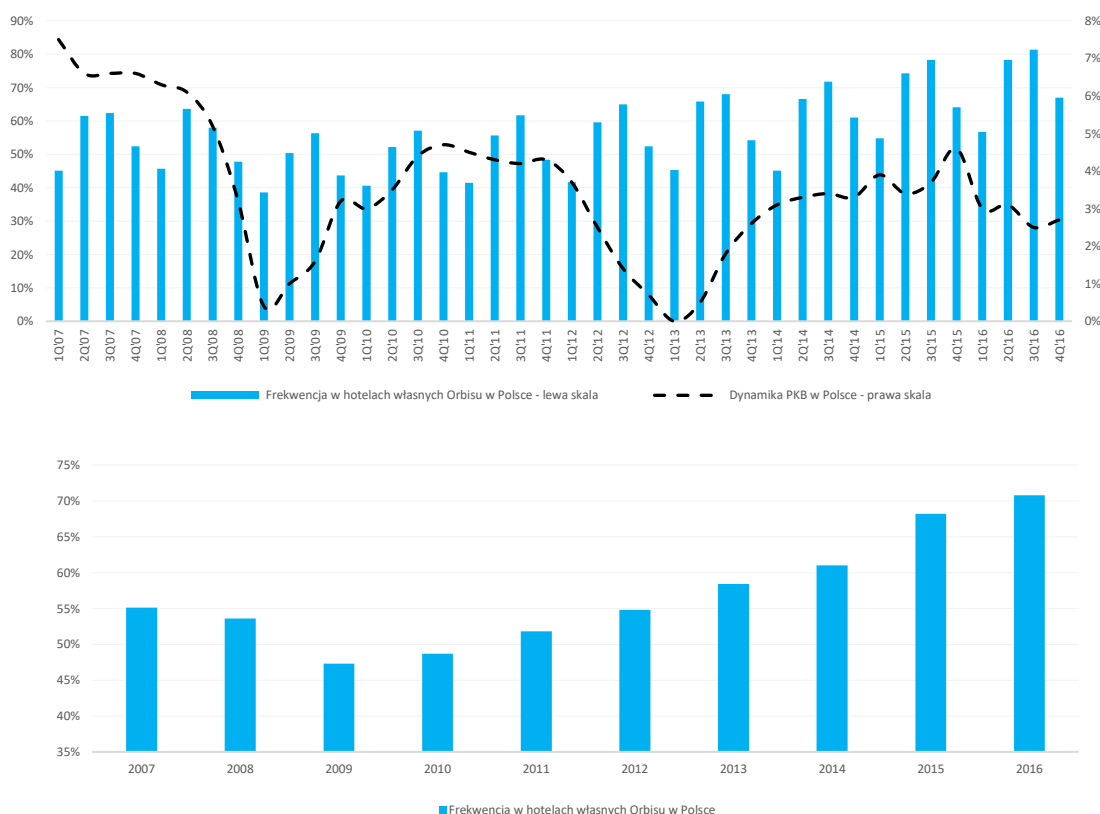
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, spółka

PROGNOZA NA 2017 I KOLEJNE OKRESY

Spółka przedstawiła prognozę EBITDA na rok 2016 na poziomie 360-370 mln PLN. Końcowy rezultat za miniony rok to EBITDA równa 389,6 mln PLN. Bardzo dobrze zachowująca się linia przychodowa ma istotny wpływ na poprawę wyników Orbisu. Zwracamy uwagę, że w ostatnim okresie kluczowe znaczenie na raportowaną poprawę wpływów ze sprzedaży mają wyższe średnie ceny za pokój (frekwencja w 2016 roku poprawiła się o 72,4%, czyli o 2,8 pkt % r/r).

Oceniamy, że w ostatnich dwóch latach Orbis znacząco poprawił obłożenie hoteli, na co wpływ miała lepsza koniunktura na rynku hotelarskim oraz optymalizacja bazy obiektów (spółka konsekwentnie rezygnowała z „trudnych” obiektów). Dlatego nie oczekujemy już istotnej poprawy frekwencji w kolejnych okresach.

Dynamika średnich cen za pokój w sieci Orbis w Polsce na tle zachowania PKB



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

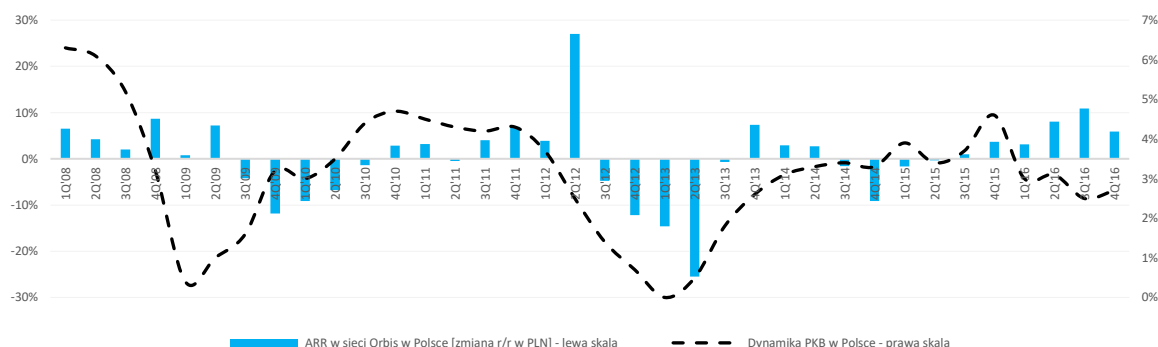
Kluczowe znaczenie dla dalszej budowy wyników spółki powinny mieć wyższe cenniki. Oceniamy, że wszystkie główne rynki lokalne działania w CEE będą cechować się korzystnymi tendencjami (dobre odczyty makro; napływ turystów zagranicznych także kosztem krajów z innych regionów UE). W 2016 roku średnia raportowana w PLN cena za pokój w sieci hotelowej spółki wzrosła o 8,1% względem 2015 roku.

Zmiana ARR r/r w poszczególnych krajach działania Orbisu [odczyty wyrażone w PLN]

	2015	2016
Polska	1,1%	7,4%
Węgry	4,4%	8,2%
Czechy	4,0%	10,8%
Pozostałe kraje	10,9%	10,3%

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

Dynamika średnich cen za pokój w sieci Orbis w Polsce na tle zachowania PKB



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

Przypominamy, że w 2016 roku Orbis otworzył dwa nowe obiekty własne. W sierpniu'16 do sieci dołączył obiekt ibis Gdańsk Stare Miasto (120 pokoi; Capex ok 27 mln PLN, czyli 225 tys. PLN/pokój). We wrześniu'16 otwarto z kolei hotel Mercure Kraków Stare Miasto (198 pokoi; Capex ok 85 mln PLN, czyli ponad 429 tys. PLN/pokój). Dodatkowo spółka kontynuowała optymalizację bazy posiadanych już obiektów oraz kontynuowała ekspansję modelu asset light (co było widać po przyroście obiektów w modelu franczyzy o ponad 46% r/r).

Baza hoteli Orbisu na koniec 2015 i 2016 roku

	2015	2016	zmiana r/r [szt.]	zmiana r/r [%]
Liczba hoteli	108	116	8	7%
własne i leasingowe	79	80	1	1%
w zarządzaniu	10	10	0	0%
franczyzowe	19	26	7	37%
Liczba pokoi	18 824	19 741	917	5%
własne i leasingowe	15 298	15 312	14	0%
w zarządzaniu	1 570	1 571	1	0%
franczyzowe	1 956	2 858	902	46%

Źródło: spółka

Spółka pod koniec grudnia'16 uzgodniła z Erste Group warunki nabycia zwrotnego (buy back) hoteli, które były dotąd prowadzone przez grupę pod markami Accor na podstawie umów leasingowych. Chodzi o 5 obiektów:

- Mercure Budapest Korona
- Ibis Styles Budapest Center
- Ibis Budapest City
- Ibis Budapest Centrum
- Mercure Budapest Buda.

Wartość transakcji ma ostatecznie wynieść 65,9 mln EUR (pierwotnie mowa była o kwocie 64,1 milionów EUR). Zamknięcie transakcji jak podaje spółka nastąpiło na początku stycznia'17. Z naszych szacunków wynika, że Orbis odkupił ok 1 150 pokoi. Średnia cena odkupu to ponad 57 tys. EUR/pokój. Zakładamy, że ustalona kwota nabycia jest optymalna dla spółki i w średnim i dłuższym okresie przyniesie wartość dodaną dla akcjonariuszy mniejszościowych poprzez wyeliminowanie kosztów czynszu.

Szczegóły odkupu 5 obiektów na Węgrzech

	liczba pokoi	
1 ibis Budapest City	84	} <u>śr. cena za pokój to 57,3 tys. EUR czyli 247 tys. PLN</u>
2 Mercure Budapest Buda	390	
3 Mercure Budapest Korona	420	
4 ibis Budapest Centrum	126	
6 ibis Styles Budapest Center	130	
Razem odkupiona liczba pokoi [szt.]	1 150	

Źródło: symulacja Dom Maklerski BDM S.A.

Pod koniec stycznia '17 Orbis poinformował, że odkupi także hotel Sofitel Budapest Chain Bridge za kwotę nie wyższą niż 44 mln EUR (ok 530 tys. PLN za pokój). W kwietniu '17 z kolei Orbis podał komunikat, że wspomniany obiekt po nabyciu 31 maja 2017 roku prawa własności zostanie sprzedany z umową zarządzania zwrotnego. Hotel ma być wyceniony wstępnie na 76 mln EUR (dopiero zostanie przeprowadzony proces due diligence). Wspomniana kwota sugeruje, że jeden pokój w tym obiekcie będzie warty ok 212 tys. EUR (915 tys. PLN).

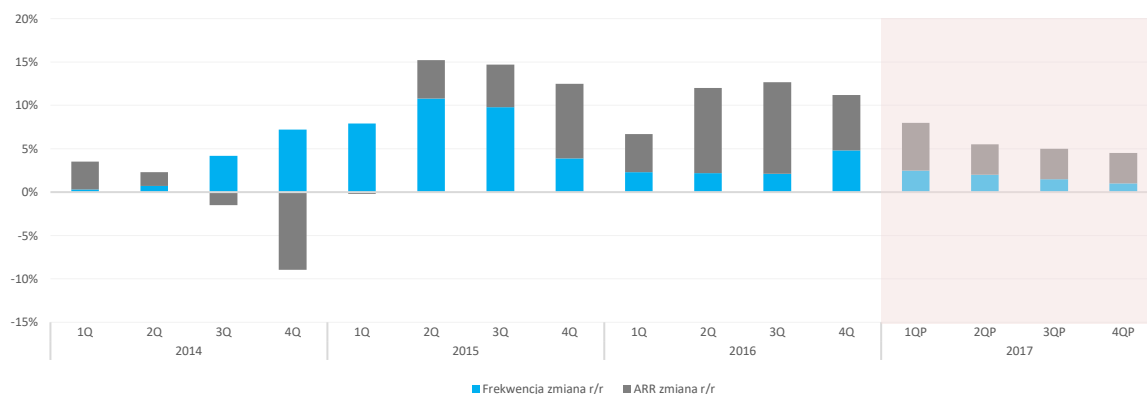
W lutym '17 spółka podała, że zawarła przedwstępną umowę sprzedaży Mercure Jelenia Góra (188 pokoi) oraz Mercure Karpacz Resort (149 pokoi) za cenę 26,5 mln PLN (szacujemy, że jest to ok 79 tys. PLN/pokój). Dodatkowo zostały zawarte długoterminowe umowy franczyzy, na podstawie których przedmiotowe obiekty będą kontynuowały działalność pod marką Mercure. W modelu zakładamy, że spółka rozpozna zysk na tej transakcji.

Od 4Q'17 uwzględniamy w modelu nowy obiekt ibis w Gdańsku (76 pokoi). Zatem na koniec 2017 roku w zbiorze hoteli własnych i leasingowanych uwzględniamy 79 obiektów (14 824 pokoi). Spółka podczas konferencji wynikowej za 4Q'16 zaprezentowała plan dalszego zwiększania sieci hoteli o 31 obiekty w ramach grupy Orbis:

- 4 hotele własne,
- 13 hoteli w zarządzaniu,
- 14 obiektów w systemie franczyzy.

W naszych prognozach spodziewamy się, że w 2017 roku ARR w hotelach własnych Orbisu może wzrosnąć o ponad 3,8% r/r. Tym samym przy symbolicznie wyższym obłożeniu w porównaniu z 2016 rokiem, spółka powinna zwiększyć przychody o niemal 70 mln PLN.

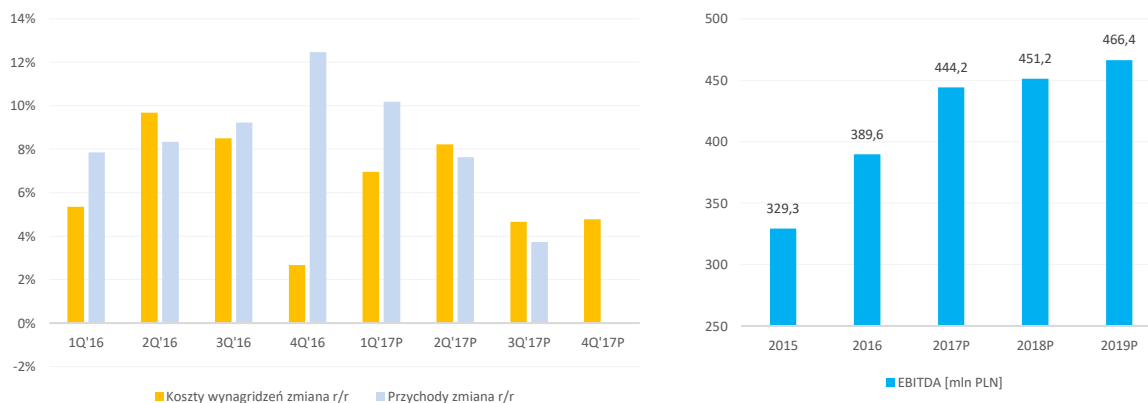
Historyczny wpływ na RevPAR oraz przyjęta w modelu projekcja na 2017 rok



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W strukturze kosztów rodzajowych w 2017 roku będziemy z uwagą śledzić zachowanie kosztów wynagrodzeń. Presja na podwyżki płac są widoczne już od kilku kwartałów, jednak ich dynamika w 2017 roku może być bardziej odczuwalna. W naszym modelu założyliśmy wzrost kosztów pracowniczych o 21 mln PLN r/r. Zwracamy uwagę, że ta pozycja może być obciążona ryzykiem niedoszacowania.

Porównanie dynamiki wzrostu przychodów i kosztów wynagrodzeń na kolejne kwartały oraz oczekiwana ścieżka wzrostu EBITDA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane szczegółowe założenia do modelu

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17P	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody	247,2	392,7	396,4	346,6	272,4	422,6	411,1	346,6	1262,7	1382,9	1452,7	1484,4	1549,6	1606,2
Koszty operacyjne	258,5	291,4	294,5	297,1	273,1	303,5	294,4	289,4	1074,5	1141,5	1160,4	1179,8	1228,9	1278,8
Koszty wynajmu nieruchomości	24,9	24,2	25,0	25,5	19,2	19,0	17,5	17,5	102,1	99,6	73,3	73,3	73,3	74,0
Amortyzacja	35,6	37,3	37,0	38,4	39,7	40,0	38,8	37,5	139,3	148,2	155,9	150,6	149,9	148,8
Usługi obce	58,5	78,3	80,6	79,6	64,4	84,2	83,6	79,6	261,9	296,9	311,8	315,0	328,8	340,8
Koszty pracownicze	81,0	87,0	85,3	85,8	86,6	94,1	89,3	89,9	318,4	339,1	360,0	380,0	407,5	435,6
Zużycie materiałów i energii	44,2	51,1	52,1	53,4	49,1	52,0	51,0	52,1	194,2	200,9	204,2	204,4	210,4	218,4
Podatki i opłaty	9,7	10,8	10,8	11,0	10,7	11,2	10,8	10,7	43,3	42,4	43,4	44,4	46,3	48,0
Pozostałe koszty	3,5	3,2	3,7	2,7	3,8	3,5	3,8	2,7	14,4	13,1	13,8	14,1	14,7	15,3
Saldo pozostałej dz. operacyjnej	1,1	-0,4	-0,2	0,8	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,9	1,3	-2,0	-2,0	-2,1	-2,2
EBITDAR	51,4	161,9	163,6	112,3	57,2	177,1	172,0	111,2	431,4	489,2	517,5	524,5	539,7	545,9
EBITDA	26,5	137,7	138,5	86,8	38,0	158,1	154,5	93,7	329,3	389,6	444,2	451,2	466,4	471,9
EBIT	-9,0	100,5	101,5	48,4	-1,7	118,1	115,7	56,2	190,0	241,4	288,3	300,7	316,5	323,1
Zdarzenia jednorazowe	-0,1	0,2	3,3	24,8	2,5	0,0	0,0	0,0	31,7	28,2	2,5	0,0	0,0	0,0
Saldo finansowe	-6,2	-0,4	-6,3	0,3	-3,2	-3,7	-3,0	-2,5	-9,4	-12,6	-12,4	-6,9	-3,5	-0,1
Wynik brutto	-15,5	100,4	98,7	73,6	-2,4	114,4	112,7	53,7	212,2	257,2	278,3	293,7	313,0	323,0
Wynik netto	-13,4	84,8	80,0	55,7	-2,4	92,7	91,3	43,5	181,6	207,1	225,0	237,9	253,5	261,6
marża EBITDAR	20,8%	41,2%	41,3%	32,4%	21,0%	41,9%	41,8%	32,1%	34,2%	35,4%	35,6%	35,3%	34,8%	34,0%
marża EBITDA	10,7%	35,1%	34,9%	25,0%	13,9%	37,4%	37,6%	27,0%	26,1%	28,2%	30,6%	30,4%	30,1%	29,4%
Liczba hoteli	108	114	117	116	118	120	122	125	108	116	125	130	136	141
własne i leasingowe	78	79	81	80	79	79	78	79	79	80	79	80	82	84
w zarządzaniu	10	10	10	10	10	10	11	11	10	10	11	11	11	11
franczyzowe	20	25	26	26	29	31	33	35	19	26	35	39	43	46
Liczba pokoi eoP	18 837	19 403	19 779	19 741	19 901	20 061	20 221	20 457	18 824	19 741	20 457	20 897	21 517	21 997
własne i leasingowe	15 083	15 092	15 412	15 312	15 124	15 124	14 748	14 824	15 298	15 312	14 824	14 944	15 244	15 484
Frekwencja	55,8%	79,5%	84,1%	70,1%	58,3%	81,5%	85,6%	71,1%	67,2%	72,4%	74,1%	73,6%	73,1%	72,4%
zmiana r/r [pkt %]	2,3	2,2	2,1	4,8	2,5	2,0	1,5	1,0	5,7	5,2	1,8	-0,5	-0,5	-0,8
Sprzedane pokojo noc [tys.]	780	1 103	1 180	991	807	1 134	1 176	957	3 803	4 054	4 074	4 011	4 040	4 070
zmiana r/r	24,9%	0,4%	1,7%	7,8%	3,5%	2,8%	-0,3%	-3,4%	71,0%	6,6%	0,5%	-1,5%	0,7%	0,7%
ARR [PLN]	204,9	249,4	241,5	230,3	216,2	258,1	250,0	238,4	216,3	233,8	242,8	251,7	260,5	267,6
zmiana r/r	4,4%	9,8%	10,6%	6,4%	5,5%	3,5%	3,5%	3,5%	4,8%	8,1%	3,9%	3,7%	3,5%	2,8%
RevPAR [PLN]	114,3	198,3	203,2	161,4	126,0	210,4	214,0	169,5	145,3	169,2	180,0	185,3	190,5	193,7
zmiana r/r	8,9%	13,0%	13,5%	14,2%	10,3%	6,1%	5,3%	5,0%	14,5%	16,4%	6,4%	3,0%	2,8%	1,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W porównaniu do raportu z 21 listopada 2016 roku podwyższyliśmy oczekiwane średnie ceny w hotelach Orbisu oraz wydłużyliśmy okres utrzymania w tym okresie wysokiej frekwencji. Z drugiej strony ogłoszona sprzedaż z zarządzaniem zwrotnym Sofitel Budapesz powoduje, że w systemie obiektów własnych i leasingowych spada liczba pokoi o 357 szt.). Dodatkowo uwzględniliśmy zakomunikowany odkup obiektów z leasingu, co wpłynęło na obniżenie płaconych czynszów już od 1Q'17. Ogółem podwyższyliśmy oczekiwania dotyczące EBITDA na lata 2017-2019 w przedziale 6-9% w porównaniu z listopadowym raportem.

Zmiana założeń modelu (w porównaniu do raportu z 21.11.2016 roku)

	2017 stare	2017 nowe	zmiana	2018 stare	2018 nowe	zmiana	2019 stare	2019 nowe	zmiana
Przychody [mln PLN]	1 453,9	1 452,7	-0,1%	1 502,2	1 484,4	-1,2%	1 558,0	1 549,6	-0,5%
EBITDAR [mln PLN]	503,9	517,5	2,7%	522,9	524,5	0,3%	533,1	539,7	1,2%
EBITDA [mln PLN]	406,5	444,2	9,3%	425,5	451,2	6,0%	435,7	466,4	7,0%
EBIT [mln PLN]	257,8	288,3	11,8%	276,2	300,7	8,9%	286,6	316,5	10,4%
Wynik netto [mln PLN]	200	225,0	12,5%	217,9	237,9	9,2%	228,7	253,5	10,9%
ARR [PLN]	241,9	242,8	0,4%	250,4	251,7	0,5%	259,1	260,5	0,5%
RevPAR [PLN]	174,7	180,0	3,0%	179,6	185,3	3,2%	184,6	190,5	3,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZiS	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody	709,2	682,6	707,8	1 262,7	1 382,9	1 452,7	1 484,4	1 549,6	1 606,2	1 657,0	1 704,2	1 758,2	1 813,7
Koszty operacyjne	626,0	600,7	611,3	1 072,8	1 141,5	1 164,4	1 183,8	1 233,1	1 283,1	1 332,2	1 373,0	1 413,1	1 453,9
Amortyzacja	112,3	114,3	111,4	139,3	148,2	155,9	150,6	149,9	148,8	147,6	146,7	146,3	146,5
Czynsze				102,1	99,6	73,3	73,3	73,3	74,0	74,7	75,5	76,2	77,0
Zużycie mat i energii	114,6	110,8	111,6	194,2	200,9	204,2	204,4	210,4	218,4	226,3	233,5	240,0	246,6
Usługi obce	138,4	136,2	148,8	261,9	296,9	311,8	315,0	328,8	340,8	351,6	361,6	373,1	384,9
Koszty zatrudnienia	198,4	187,4	191,4	318,4	339,1	360,0	380,0	407,5	435,6	464,5	486,3	505,9	525,0
Inne	62,3	52,0	48,1	56,9	56,8	59,3	60,5	63,2	65,5	67,5	69,5	71,7	73,9
EBITDAR				431,4	489,2	517,5	524,5	539,7	545,9	547,1	553,3	567,5	583,3
EBITDA	195,5	196,2	207,8	329,3	389,6	444,2	451,2	466,4	471,9	472,3	477,8	491,3	506,3
EBIT	83,2	81,9	96,4	190,0	241,4	288,3	300,7	316,5	323,1	324,8	331,2	345,0	359,8
Wynik netto	112,9	66,2	89,2	181,6	207,1	225,0	237,9	253,5	261,6	265,6	273,0	286,1	299,7
przychody zmiana r/r	2,0%	-3,8%	3,7%	78,4%	9,5%	5,0%	2,2%	4,4%	3,7%	3,2%	2,8%	3,2%	3,2%
marża EBITDA	28%	29%	29%	26%	28%	31%	30%	30%	29%	29%	28%	28%	28%
marża EBIT	12%	12%	14%	15%	17%	20%	20%	20%	20%	20%	19%	20%	20%
marża netto	16%	10%	13%	14%	15%	15%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	17%
Dane operacyjne													
Liczba hoteli	57	63	69	108	116	125	130	136	141	145	148	151	154
własne i leasingowe	52	53	53	79	80	79	80	82	84	86	87	88	89
w zarządzaniu	3	3	3	10	10	11	11	11	11	11	11	11	11
franczyzowe	2	7	13	19	26	35	39	43	46	48	50	52	54
Liczba pokoi eop	10 778	11 373	11 946	18 824	19 741	20 457	20 897	21 517	21 997	22 397	22 677	22 957	23 237
własne i leasingowe	9 741	9 904	9 902	15 298	15 312	14 824	14 944	15 244	15 484	15 724	15 844	15 964	16 084
ARR [PLN]	232,8	210,0	206,4	216,3	233,8	242,8	251,7	260,5	267,6	274,3	280,5	286,8	293,3
RevPAR [PLN]	127,5	122,7	126,9	145,3	169,2	180,0	185,3	190,5	193,7	196,5	199,5	204,0	208,6
Liczba sprzedanych pokojonocy [tys.]	1 994	2 099	2 224	3 803	4 054	4 074	4 011	4 040	4 070	4 091	4 109	4 141	4 172
Capex [mln PLN]	-215,2	-94,5	-103,9	-113,4	-291,5	-269,2	-141,0	-139,5	-128,5	-132,6	-136,3	-145,0	-154,2
Bilans	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Aktywa trwałe	1 833	1 807	1 796	2 088	2 193	2 307	2 297	2 287	2 266	2 251	2 241	2 240	2 247
RZAT + WNIP	1 804	1 770	1 775	2 038	2 150	2 263	2 254	2 243	2 223	2 208	2 198	2 196	2 204
Inne aktywa finansowe	0	11	8	8	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nieruchomości inwestycyjne	27	25	11	10	9	9	9	9	9	9	9	9	9
Inne aktywa długoterminowe	1	1	2	32	35	35	35	35	35	35	35	35	35
Aktywa obrotowe	211	234	291	372	643	675	810	946	1 081	1 197	1 286	1 361	1 418
Zapasy	4	4	4	7	7	10	10	11	11	12	12	12	13
Należności handlowe	26	23	25	51	59	73	74	77	80	83	85	88	91
Należności krótkoterminowe inne	41	13	16	35	33	33	33	33	33	33	33	33	33
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	139	191	240	272	541	556	689	822	953	1 066	1 153	1 225	1 278
Aktywa do sprzedaży	76	13	11	23	24	24	24	24	24	24	24	24	24
Aktywa Razem	2 120	2 054	2 098	2 484	2 860	3 005	3 130	3 257	3 371	3 471	3 550	3 625	3 689
Kapitał własny	1 932	1 932	1 952	1 783	1 951	2 102	2 250	2 396	2 531	2 653	2 753	2 848	2 933
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	1 281	1 281	1 301	1 130	1 282	1 433	1 581	1 728	1 863	1 984	2 085	2 180	2 265
Zobowiązania długoterminowe	38	32	28	455	625	625	600	575	550	525	500	475	450
Kredyty i pożyczki	0	0	0	122	88	88	63	38	13	-12	-37	-62	-87
Rezerwa z tytułu podatku dochodowego	13	8	4	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania długoterminowe inne	7	6	6	3	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Rezerwy oraz inne zobowiązania	18	17	18	329	532	532	532	532	532	532	532	532	532
Zobowiązania krótkoterminowe	125	90	117	246	285	278	280	285	290	294	297	301	306
Kredyty i pożyczki	0	0	0	37	35	35	35	35	35	35	35	35	35
Zobowiązania handlowe	68	39	41	78	117	111	113	118	123	127	130	134	139
Zobowiązania krótkoterminowe inne	49	46	40	66	78	78	78	78	78	78	78	78	78
Rezerwy oraz inne zobowiązania	8	5	37	64	54	54	54	54	54	54	54	54	54
Pasywa Razem	2 120	2 054	2 098	2 484	2 860	3 005	3 130	3 257	3 371	3 471	3 550	3 625	3 689
CF	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
CF operacyjny	118,8	158,5	192,3	291,3	380,9	370,3	396,0	408,2	411,6	411,0	414,7	425,2	437,1
CF inwestycyjny	-147,5	-51,3	-76,5	-630,7	-212,0	-281,6	-147,9	-143,0	-128,6	-129,5	-130,5	-136,9	-144,0
CF finansowy	-47,6	-58,8	-70,2	374,6	97,6	-73,7	-115,0	-132,1	-151,8	-168,9	-197,6	-216,1	-239,6
Zmiana stanu środków pieniężnych	-76,0	48,4	45,6	35,1	266,5	14,9	133,1	133,2	131,3	112,7	86,6	72,3	53,5
Środki pieniężne sop	218,4	142,4	190,8	239,5	271,7	540,8	555,7	688,8	822,0	953,3	1 065,9	1 152,5	1 224,8
Środki pieniężne eop	142,4	190,8	239,5	271,7	540,8	555,7	688,8	822,0	953,3	1 065,9	1 152,5	1 224,8	1 278,3

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Cena [PLN]	83,15	83,15	83,15	83,15	83,15	83,15	83,15	83,15	83,15	83,15	83,15	83,15	83,15
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]	3 831,3	3 831,3	3 831,3	3 831,3	3 831,3	3 831,3	3 831,3	3 831,3	3 831,3	3 831,3	3 831,3	3 831,3	3 831,3
BVPS	41,9	41,9	42,4	38,7	42,3	45,6	48,8	52,0	54,9	57,6	59,8	61,8	63,7
EPS	1,5	1,4	1,9	3,9	4,5	4,9	5,2	5,5	5,7	5,8	5,9	6,2	6,5
CEPS	3,9	3,9	4,4	7,0	7,7	8,3	8,4	8,8	8,9	9,0	9,1	9,4	9,7
P/E	56,4	59,0	43,0	21,1	18,5	17,0	16,1	15,1	14,6	14,4	14,0	13,4	12,8
EV/EBITDA	18,8	18,6	17,3	12,2	10,0	8,8	8,3	7,7	7,3	7,0	6,7	6,3	5,9
EV/EBIT	44,1	44,5	37,2	21,2	16,2	13,5	12,4	11,3	10,6	10,1	9,6	8,9	8,3
P/BV	2,0	2,0	2,0	2,1	2,0	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3
Dywidenda [mln PLN]	64,5	64,5	69,1	69,1	69,1	73,7	90,0	107,1	126,8	143,9	172,6	191,1	214,6
DPS [PLN]	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,6	2,0	2,3	2,8	3,1	3,7	4,1	4,7
DYield	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	1,9%	2,3%	2,8%	3,3%	3,8%	4,5%	5,0%	5,6%
EV [mln PLN]	3 691,9	3 640,5	3 591,8	4 018,8	3 914,9	3 900,0	3 741,9	3 583,7	3 427,5	3 289,8	3 178,2	3 080,9	3 002,4
Diug netto [mln PLN]	-139,4	-190,8	-239,5	187,5	83,6	68,7	-89,4	-247,6	-403,8	-541,5	-653,1	-750,4	-828,9
Diug % [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	459,1	624,4	624,4	599,4	574,4	549,4	524,4	499,4	474,4	449,4

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/rozrywka, stal/węgiel

Krzysztof Pado
Zastępca Dyrektora Wydziału
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
deweloperzy, handel

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 publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
akumuluj	90,65	akumuluj	71,7	25.04.2017	11:39 CEST	83,15	60 574
akumuluj	71,7	trzymaj	60,8	21.11.2016	12:53 CEST	64,0	47 278
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 2Q'17:

Kupuj	1	33%
Akumuluj	1	33%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	1	33%
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 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 skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. 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.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona 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 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 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 25.04.2017 roku o godzinie 11:39 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 28.04.2017 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 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 25.04.2017 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.

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.