



Dom Maklerski BDM S.A.

ORBIS

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 102,5 PLN

13 KWIECIEŃ 2018, 10:54 CEST

Zakładamy, że Orbis w bieżącym roku będzie korzystał na dobrej sytuacji w branży hotelarskiej w regionie CEE, co pozwoli na wprowadzanie kolejnych podwyżek cennikowych. Dostrzegamy także zmiany w strukturze organizacji Accor oraz wypowiedzi przedstawicieli tego podmiotu wskazujące na dalszy potencjał budowy dla nich wartości przez Orbis. Na 2018 rok przyjmujemy, że EBITDA wzrośnie do 478,3 mln PLN (traktujemy to jako założenie zachowawcze). W kolejnych dwóch latach (bez uwzględnienia nowych potencjalnych projektów akwizycyjnych) dostrzegamy perspektywę dla EBITDA do przekroczenia pułapu 500 mln PLN. Dlatego zdecydowaliśmy się utrzymać zalecenie Akumuluj dla akcji Orbisu i na podstawie naszych symulacji podnieśliśmy cenę docelową do 102,5 PLN/akcję. Przy sugerowanej cenie docelowej Orbis będzie handlowany na mnożniku EV/EBITDA w latach 2018-2019 na poziomie odpowiednio 9,5x i 8,9x.

Dane za 4Q'17 oceniamy neutralnie i zgodnie z wcześniejszymi oczekiwaniami wskazały na utrzymanie mocnych trendów na rynku hotelarskim w regionie CEE (wysokie obłożenie obiektów oraz wprowadzane efektywne podwyżki cennikowe). Przychody w samym 4Q'17 wzrosły o niemal 3% r/r. Frekwencja w ostatnim kwartale 2017 roku uległa dalszej poprawie o 1,9 pkt % do poziomu 72%. Średnia cena za pokój wzrosła w tym okresie do 245 PLN, tym samym wskaźnik RevPAR w 4Q'17 wyniósł 176,6 PLN (w 4Q'16 było to 161,4 PLN). Na poziomie kosztów dostrzegamy większą presję związaną z kosztami osobowymi. Sama pozycja wynagrodzenia wzrosła o 6% r/r, a w całym 2017 roku koszty wynagrodzeń były wyższe o 4,7% r/r (mamy świadomość, że koszty osobowe wpływają też na poziom usług obcych). Ogółem koszty operacyjne w 4Q'17 wyniosły 299,4 mln PLN. Tym samym Orbis zaraportował EBITDAR w 4Q'17 na poziomie 116,2 mln PLN. Po uwzględnieniu czynszów EBITDA w omawianym kwartale wyniosła 101,6 mln PLN (+17% r/r).

W porównaniu do raportu z 25 kwietnia 2017 roku podwyższyliśmy cenniki w hotelach Orbisu oraz wydłużyliśmy okres utrzymania w tym okresie wysokiej frekwencji (choć uwzględniamy już symboliczny jej spadek począwszy od 2018 roku). Ogółem podwyższyliśmy oczekiwania dotyczące EBITDA na lata 2018-2020 w przedziale 5,1-6,4% w porównaniu z założeniami zawartymi w raporcie analitycznym z kwietnia'17.

Przypominamy, że wprowadzenie zmian w ujęciu leasingu obiektów hotelowych (efekt MSSF 16) wpłynie na przyszłe sprawozdania finansowe Orbisu. Generalnie MSSF 16 eliminuje rozróżnianie leasingu na finansowy i operacyjny (pierwszy jest ujmowany w bilansie leasingobiorcy, a drugi jest ujmowany pozabilansowo). Obecnie koszty leasingu operacyjnego obiektów hotelowych prezentowane są przez Orbis głównie jako koszty wynajmu nieruchomości. Docelowo spółka będzie prawdopodobnie prezentowała te wartości jako koszty amortyzacji i koszty odsetek (w naszych symulacjach posługujemy się wciąż sposobem raportowania wyników przed zmianami).

Wycena końcowa [PLN] 102,5
Potencjał do wzrostu / spadku +7%

Cena rynkowa [PLN] 96,0
Kapitalizacja [mln PLN] 4 423
Ilość akcji [mln. szt.] 46,1

Kurs maksymalny za 6 mc [PLN] 104,0
Kurs minimalny za 6 mc [PLN] 84,4

Stopa zwrotu za 3 mc -1%
Stopa zwrotu za 6 mc +7%
Stopa zwrotu za 9 mc +12%

Akcjonariat (% głosów):

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

Maciej Bobrowski

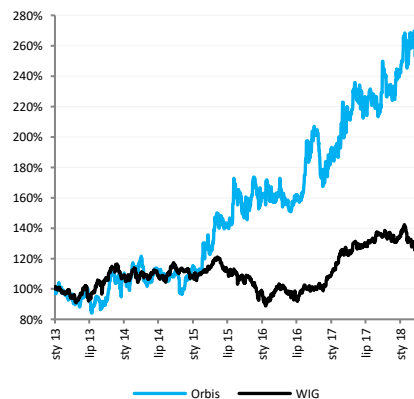
bobrowski@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	1 262,7	1 382,9	1 458,1	1 500,3	1 574,5	1 655,1
EBITDAR [mln PLN]	431,4	489,2	532,4	537,1	549,5	562,2
EBITDA [mln PLN]	329,3	389,6	468,3	478,3	490,1	502,2
EBIT [mln PLN]	190,0	241,4	304,3	315,0	322,9	337,3
Wynik netto [mln PLN]	181,6	207,1	232,4	249,0	261,3	276,2
P/BV	2,5x	2,3x	2,1x	1,8x	1,7x	1,6x
P/E	24,4x	21,4x	19,0x	17,8x	16,9x	16,0x
EV/EBITDA	14,0x	11,6x	10,1x	8,8x	8,3x	7,7x
EV/EBIT	24,3x	18,7x	15,6x	13,4x	12,5x	11,5x
DPS	1,5	1,5	1,6	1,6	2,4	2,8



Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w całości lub części niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	3
WYCENA DCF.....	3
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	6
WYNIKI FINANSOWE ZA 4Q'17.....	8
KONIUNKTURA W BRANŻY ZAKWATEROWANIA W POLSCE	12
PRZYSZŁE ZMIANY MSSF 16	13
PROGNOZA NA 2018 I KOLEJNE OKRESY (BEZ EFEKTU ZMIAN W UJĘCIU LEASINGU).....	13
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	16

WYCENA I PODSUMOWANIE

Zdecydowaliśmy się utrzymać zalecenie Akumuluj dla akcji Orbisu i na podstawie naszych symulacji podnieśliśmy cenę docelową do 102,5 PLN/akcję. Przy sugerowanej cenie docelowej Orbis będzie handlowany na mnożniku EV/EBITDA w latach 2018-2019 na poziomie odpowiednio 9,5x i 8,9x.

Podsumowanie wyceny

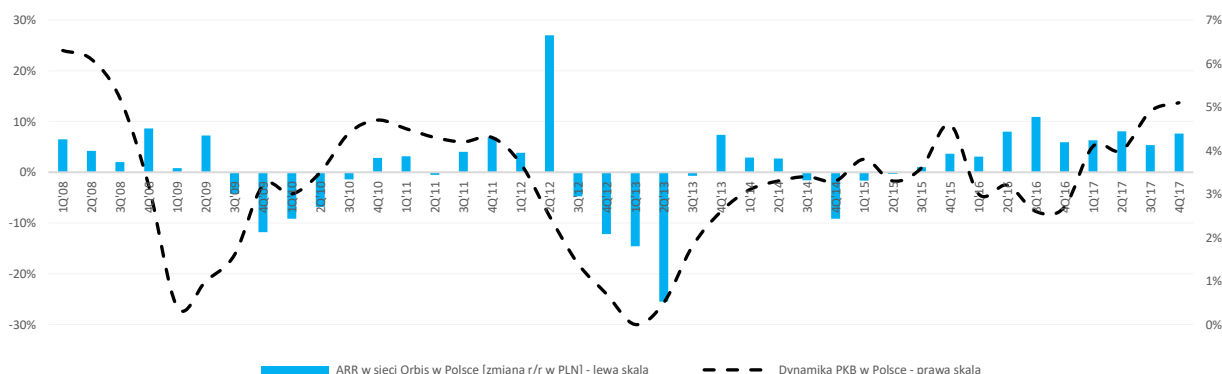
		mld PLN	PLN/akcję
A	Wycena DCF	4 652	101,0
B	Wycena porównawcza	4 791	104,0
C	Wycena końcowa (A*50%+B*50%)	4 721	102,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zakładamy, że Orbis w bieżącym roku będzie korzystał na dobrej sytuacji w branży hotelarskiej w regionie CEE, co pozwoli na wprowadzanie kolejnych podwyżek cennikowych. Dostrzegamy także zmiany w strukturze organizacji Accor oraz wypowiedzi przedstawicieli tego podmiotu wskazujące na dalszy potencjał budowy dla nich wartości przez Orbis. Na 2018 rok przyjmujemy, że EBITDA wzrośnie do 478,3 mln PLN (traktujemy to jako założenie zachowawcze). W kolejnych dwóch latach (bez uwzględnienia nowych potencjalnych projektów akwizycyjnych) dostrzegamy perspektywę dla EBITDA do przekroczenia pułapu 500 mln PLN.

Przypominamy, że wprowadzenie zmian w ujęciu leasingu obiektów hotelowych (efekt MSSF 16) wpłynie na przyszłe sprawozdania finansowe Orbisu. Generalnie MSSF 16 eliminuje rozróżnianie leasingu na finansowy i operacyjny (pierwszy jest ujmowany w bilansie leasingobiorcy, a drugi jest ujmowany pozabilansowo). Obecnie koszty leasingu operacyjnego obiektów hotelowych prezentowane są przez Orbis głównie jako koszty wynajmu nieruchomości. Docelowo spółka będzie prawdopodobnie prezentowała te wartości jako koszty amortyzacji i koszty odsetek (w naszych symulacjach posługujemy się wciąż sposobem raportowania wyników przed zmianami).

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 sektorze zakwaterowania. W sytuacji poprawy dynamiki PKB w krajowej gospodarce, historycznie widać pozytywne przełożenie na wzrost popytu na usługi hotelarzy. Biorąc pod uwagę specyfikę dość sztywnej podaży usług w branży (liczba pokoi w danym okresie) występuje też powiązanie dynamiki cen od frekwencji (spadek frekwencji wpływa na większą skłonność do obniżki cen przez hotelarzy). Dodatkowo inwestorzy powinni mieć świadomość, że istotny wpływ na frekwencję w hotelach na poszczególnych rynkach lokalnych mają wydarzenia atmosferyczne, polityczne, kulturalne czy biznesowe.

Orbis i Accor wiąże szereg umów handlowych. Spółka korzystając z marek Accoru oraz posiadając wyłączność na operowanie na 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 zmiany w strukturze Accor (wydzielenie jednego z segmentów), co docelowo może także wpłynąć 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 25 kwietnia 2017 roku podwyższyliśmy cenniki w hotelach Orbisu oraz wydłużyliśmy okres utrzymania w tym okresie wysokiej frekwencji (choć uwzględniamy już symboliczny jej spadek począwszy od 2018 roku). Ogółem podwyższyliśmy oczekiwania dotyczące EBITDA na lata 2018-2020 w przedziale 5,1-6,4% w porównaniu z założeniami zawartymi w raporcie analitycznym z kwietnia'17.
- W kolejnych latach Capex mieści się w przedziale 8,0%-9,% przychodów.
- W modelu nie uwzględniamy prawdopodobnych dalszych przejęć (władze spółki sygnalizowały chęć szybszej ekspansji m.in. na Bałkanach). Jednocześnie uwzględniamy sprzedaż obiektu Sofitel Budapeszt.
- Wzrost w okresie rezydualnym pozostawiamy na poziomie 2,5%.
- Dług netto uwzględnia saldo na koniec 2017 roku.

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2027.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.07.2018 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 4,65 mld PLN, czyli 101 PLN/akcję.

Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 500	1 574	1 655	1 708	1 757	1 813	1 871	1 929	1 988	2 048
EBIT [mln PLN]	315,0	322,9	337,3	340,5	348,4	363,7	379,8	394,9	408,9	422,0
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	59,9	61,4	64,1	64,7	66,2	69,1	72,2	75,0	77,7	80,2
NOPLAT [mln PLN]	255,2	261,6	273,2	275,8	282,2	294,6	307,7	319,9	331,2	341,8
Amortyzacja [mln PLN]	163,3	167,2	165,0	162,7	161,0	159,8	159,4	159,7	160,8	162,3
CAPEX [mln PLN]	-127,5	-141,7	-132,4	-136,6	-140,6	-149,6	-159,0	-168,8	-178,9	-184,3
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-1,1	1,2	-1,6	-2,1	0,2	0,2	-0,1	0,4	0,7	0,7
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	320,72									
FCF [mln PLN]	97,2	253,7	268,1	283,1	279,1	279,5	281,7	284,9	287,5	289,5
DCCF [mln PLN]	94,0	227,1	221,8	216,4	196,9	182,0	169,2	157,8	146,8	136,2
Suma DCCF [mln PLN]	2 422,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	5 494,3									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	2 557,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	4 979,9									
Dług netto [mln PLN]	327,9									
Wartość kapitału [mln PLN]	4 652									
Ilość akcji [mln szt.]	46,1									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	101,0									

Przychody zmiana r/r	2,9%	4,9%	5,1%	3,2%	2,9%	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%	3,0%
Frekwencja w hotelach własnych	74,5%	74,0%	73,3%	72,6%	71,8%	71,3%	71,3%	71,3%	71,3%	71,3%
ARR w hotelach własnych [PLN]	249,5	265,4	275,4	283,0	290,0	296,6	303,2	310,1	316,9	323,7
FCF zmiana	155,7%	-52,8%	5,5%	-1,4%	1,0%	0,8%	1,0%	1,1%	0,8%	2,1%
FCF zmiana [mln PLN]	371,8	-322,3	15,8	-4,3	2,9	2,3	3,0	3,3	2,5	6,7
Marża EBITDA	31,9%	31,1%	30,3%	29,5%	29,0%	28,9%	28,8%	28,8%	28,7%	28,5%
Marża EBIT	21,0%	20,5%	20,4%	19,9%	19,8%	20,1%	20,3%	20,5%	20,6%	20,6%
Marża NOPLAT	17,0%	16,6%	16,5%	16,1%	16,1%	16,2%	16,4%	16,6%	16,7%	16,7%
CAPEX / Przychody	-8,5%	-9,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,3%	-8,5%	-8,8%	-9,0%	-9,0%
CAPEX / Amortyzacja	-78%	-85%	-80%	-84%	-87%	-94%	-100%	-106%	-111%	-114%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
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	83%	85%	87%	89%	90%	92%	93%	95%	96%	98%
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	16,7%	14,7%	12,8%	11,1%	9,5%	8,0%	6,6%	5,2%	3,8%	2,4%
WACC	8,2%	8,3%	8,4%	8,5%	8,6%	8,6%	8,7%	8,8%	8,8%	8,9%

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	88,4	93,7	100,3	109,1	121,1	128,9	138,5	150,5	166,1
	0.8	84,1	88,6	94,4	101,7	111,6	117,9	125,5	134,8	146,5
	0.9	80,2	84,1	89,1	95,4	103,6	108,7	114,9	122,2	131,3
	1.0	76,6	80,1	84,4	89,8	96,7	101,0	106,0	111,9	119,0
	1.1	73,3	76,4	80,2	84,8	90,7	94,3	98,4	103,3	109,0
	1.2	70,4	73,1	76,4	80,4	85,4	88,5	92,0	96,0	100,7
	1.3	67,6	70,1	72,9	76,5	80,8	83,4	86,3	89,7	93,6
	1.4	65,1	67,3	69,8	72,9	76,7	78,9	81,4	84,3	87,5
	1.5	62,8	64,7	67,0	69,7	73,0	74,9	77,1	79,5	82,3

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	160,9	148,6	138,0	133,3	128,9	124,8	121,0	114,1	107,9
	0.8	148,6	136,6	126,6	122,1	117,9	114,1	110,5	103,9	98,2
	0.9	138,0	126,6	116,9	112,7	108,7	105,1	101,7	95,5	90,1
	1.0	128,9	117,9	108,7	104,7	101,0	97,5	94,3	88,5	83,4
	1.1	121,0	110,5	101,7	97,8	94,3	91,0	87,9	82,5	77,7
	1.2	114,1	103,9	95,5	91,9	88,5	85,4	82,5	77,3	72,7
	1.3	107,9	98,2	90,1	86,6	83,4	80,4	77,7	72,7	68,4
	1.4	102,4	93,1	85,4	82,0	78,9	76,1	73,4	68,7	64,6
	1.5	97,5	88,5	81,1	77,9	74,9	72,2	69,7	65,2	61,3

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%	93,2	99,3	107,2	117,7	132,4	142,3	154,7	170,7	192,1
	3.5%	88,4	93,7	100,3	109,1	121,1	128,9	138,5	150,5	166,1
	4.0%	84,1	88,6	94,4	101,7	111,6	117,9	125,5	134,8	146,5
	4.5%	80,2	84,1	89,1	95,4	103,6	108,7	114,9	122,2	131,3
	5.0%	76,6	80,1	84,4	89,8	96,7	101,0	106,0	111,9	119,0
	5.5%	73,3	76,4	80,2	84,8	90,7	94,3	98,4	103,3	109,0
	6.0%	70,4	73,1	76,4	80,4	85,4	88,5	92,0	96,0	100,7
	6.5%	67,6	70,1	72,9	76,5	80,8	83,4	86,3	89,7	93,6
	7.0%	65,1	67,3	69,8	72,9	76,7	78,9	81,4	84,3	87,5

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 2018-2020 w wysokości 9,0x (z dyskontem wobec Accor; poprzednio również stosowaliśmy mnożnik 9,0x). Takie podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie 4,79 mld PLN, czyli 104 PLN/akcję.

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2018-2020						
	7,5	8,0	8,5	9,0	9,5	10,0	10,5
Cena docelowa [PLN/akcję]	88,0	93,3	98,7	104,0	109,3	114,6	119,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Mnożniki rynkowe wybranych operatorów hotelowych

	Kurs	Waluta	Mkt Cap [mln]	P/E			EV/EBITDA		
				2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
ACCOR	43,8	EUR	12 722	31,6	25,0	22,6	15,3	14,0	13,1
INTERCONTINENTAL HOTELS	4245	GBp	8 094	14,7	13,7	12,6	10,7	9,7	9,2
WHITBREAD	3774	GBp	6 928	14,9	14,0	12,9	9,4	8,8	8,3
MILLENNIUM & COPTHORNE HOTEL	557	GBp	1 809	16,2	15,2	14,4	10,1	9,8	9,4
MELIA HOTELS INTERNATIONAL	11,44	EUR	2 628	19,1	17,0	16,4	9,3	8,4	7,8
NH HOTELES	6,47	EUR	2 266	25,0	22,4	19,6	10,4	9,4	8,4
REZIDOR HOTEL GROUP	23,2	SEK	4 046	14,9	13,2	12,9	7,0	6,9	6,6
Mediana (ekspozycja na Europę)	---	---	---	16,2	15,2	14,4	10,1	9,4	8,4
MARRIOTT INTERNATIONAL	132,9	USD	47 436	24,7	22,4	20,2	16,5	15,2	14,4
CHOICE HOTELS INTL	81,1	USD	4 616	22,6	20,1	18,1	15,8	14,1	13,6
HYATT HOTELS	76,45	USD	9 032	50,7	43,6	40,7	13,3	12,7	12,3
WYNDHAM WORLDWIDE	112,5	USD	11 236	15,1	13,6	13,2	11,2	10,1	9,6
EXTENDED STAY	19,91	USD	3 804	18,1	17,2	15,6	9,9	9,5	8,9
HILTON WORLDWIDE	80,36	USD	25 466	30,7	27,2	24,4	15,3	13,4	12,0
LA QUINTA	19,2	USD	2 253	53,7	43,1	38,5	11,3	10,3	10,0
Mediana (pozostałe sieci międzynarodowe)	---	---	---	24,7	22,4	20,2	13,3	12,7	12,0
Orbis	96,0	PLN	4 423	17,8	16,9	16,0	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

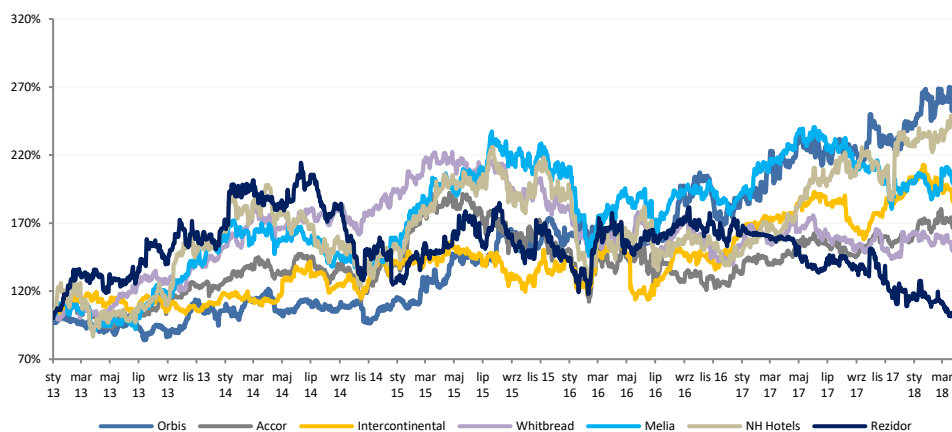
Zachowanie kursu Orbisu od 2013 roku na tle kursu Accor oraz WIG i WIG Deweloperzy



Kurs Orbisu od przejścia aktywów od Accor, zachowuje się ciągle silnie na tle grupy porównawczej (otwarta perspektywa wysokiej dynamiki wzrostu EBITDA w scenariuszu ekspansji w regionie CEE).

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.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE ZA 4Q'17

Dane za 4Q'17 oceniamy neutralnie i zgodnie z wcześniejszymi oczekiwaniami wskazały na utrzymanie mocnych trendów na rynku hotelarskim w regionie CEE (wysokie obłożenie obiektów oraz wprowadzane efektywne podwyżki cennikowe). Przychody w samym 4Q'17 wzrosły o niemal 3% r/r (w poprzednich kwartałach dynamika była wyższa). Frekwencja w ostatnim kwartale 2017 roku uległa dalszej poprawie o 1,9 pkt % do poziomu 72%. Średnia cena za pokój wzrosła w tym okresie do 245 PLN, tym samym wskaźnik RevPAR w 4Q'17 wyniósł 176,6 PLN (w 4Q'16 było to 161,4 PLN).

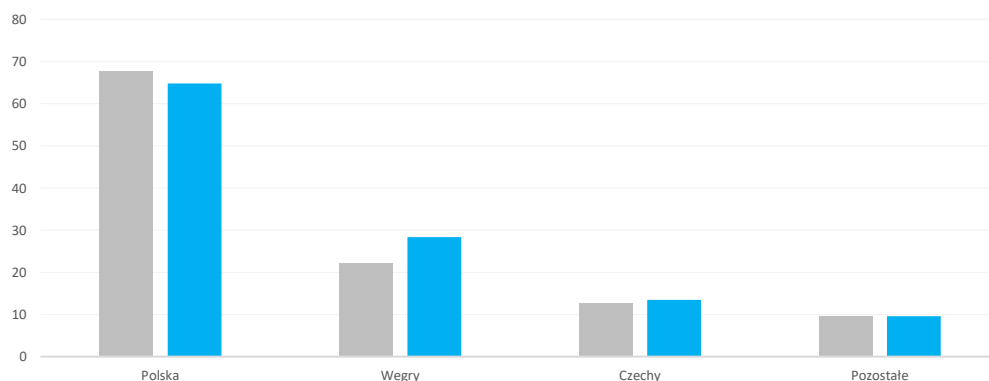
Na poziomie kosztów dostrzegamy większą presję związaną z kosztami osobowymi. Sama pozycja wynagrodzenia wzrosła o 6% r/r, a w całym 2017 roku koszty wynagrodzeń były wyższe o 4,7% r/r (mamy świadomość, że koszty osobowe wpływają też na poziom usług obcych). Ogółem koszty operacyjne w 4Q'17 wyniosły 299,4 mln PLN. Tym samym Orbis zaraportował EBITDAR w 4Q'17 na poziomie 116,2 mln PLN. Po uwzględnieniu czynszów EBITDA w omawianym kwartale wyniosła 101,6 mln PLN (+17% r/r).

Wyniki skonsolidowane za 4Q'17

	4Q'16	4Q'17	zmiana r/r	1Q'16-4Q'16	1Q'17-4Q'17	zmiana r/r
Przychody	346,6	356,6	2,9%	1 382,9	1 458,1	5,4%
Koszty operacyjne	294,5	299,4	1,6%	1 138,9	1 162,0	2,0%
Koszty wynajmu nieruchomości	25,5	14,7	-42,5%	99,6	64,0	-35,7%
Amortyzacja	38,4	40,8	6,2%	148,2	164,1	10,7%
Usługi obce	79,6	82,0	3,0%	296,9	316,1	6,5%
Koszty pracownicze	85,8	91,0	6,0%	339,1	354,9	4,7%
Zużycie materiałów i energii	53,4	54,2	1,5%	200,9	202,1	0,6%
Podatki i opłaty	11,0	11,7	6,4%	42,4	42,9	1,2%
Pozostałe koszty	2,7	3,3	24,7%	13,1	13,8	5,5%
Saldo pozostałej dz. operacyjnej	-1,8	1,8	---	-1,3	4,1	---
EBITDAR	112,3	116,2	3,5%	489,2	532,4	8,8%
EBITDA	86,8	101,6	17,0%	389,6	468,3	20,2%
EBIT	48,4	60,8	25,5%	241,4	304,3	26,0%
Zdarzenia jednorazowe	24,8	4,7	-81,0%	28,2	11,4	-59,6%
Saldo finansowe	0,3	-10,8	---	-12,6	-29,1	---
Wynik brutto	73,6	54,8	-25,6%	257,2	286,6	11,4%
Wynik netto	55,7	43,8	-21,4%	207,1	231,9	12,0%
marża EBITDAR	32,4%	32,6%		35,4%	36,5%	
marża EBITDA	25,0%	28,5%		28,2%	32,1%	

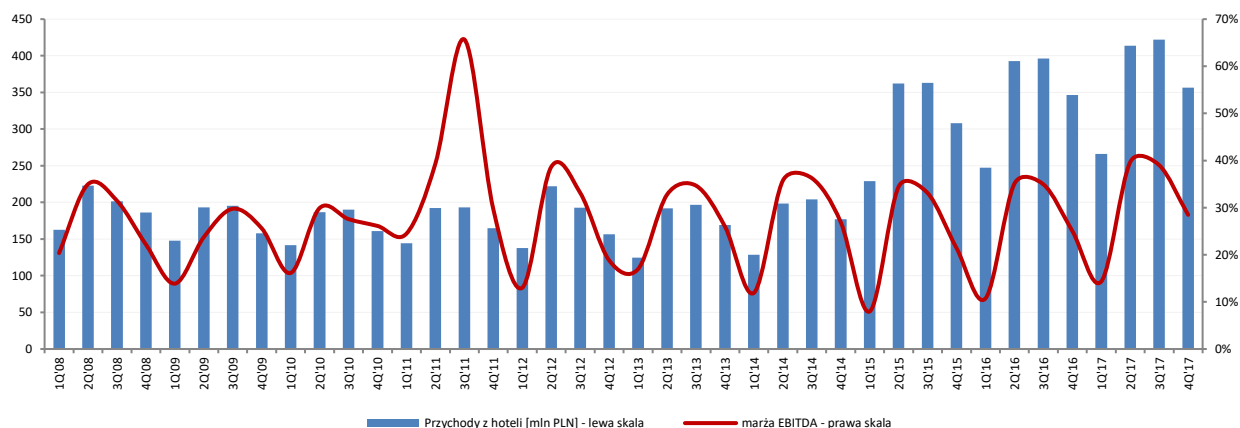
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Podział EBITDAR wg rynków operacyjnych w 4Q'16 i 4Q'17 [mln PLN]



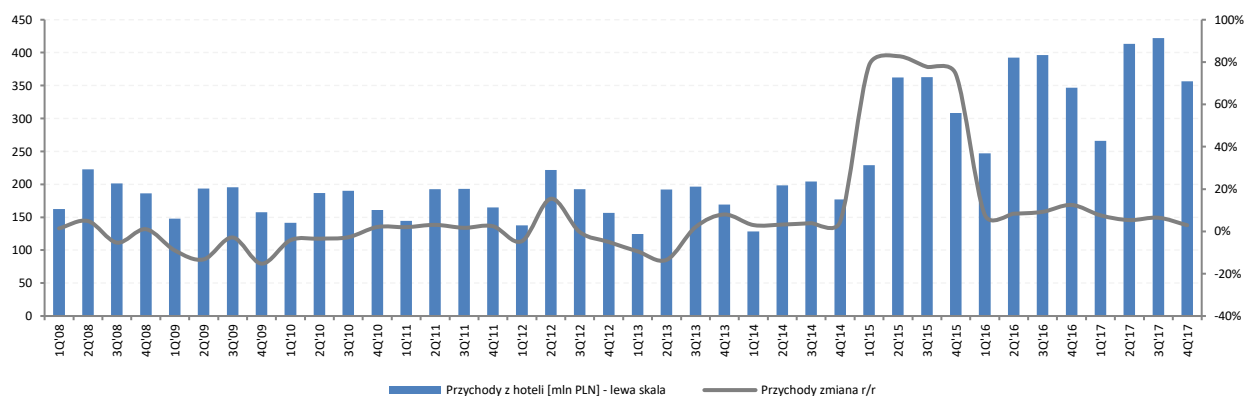
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody oraz marża EBITDA w ujęciu kwartalnym (segmentu hotelowego)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Średnia liczba pokoi oraz frekwencja w ujęciu kwartalnym



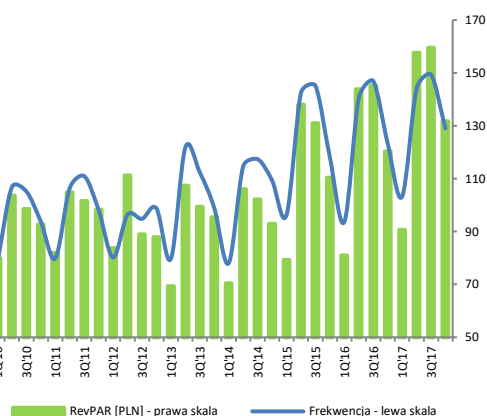
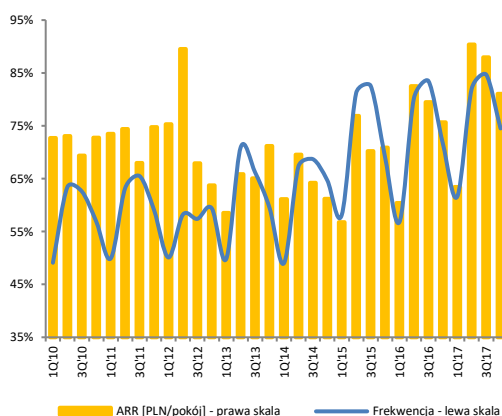
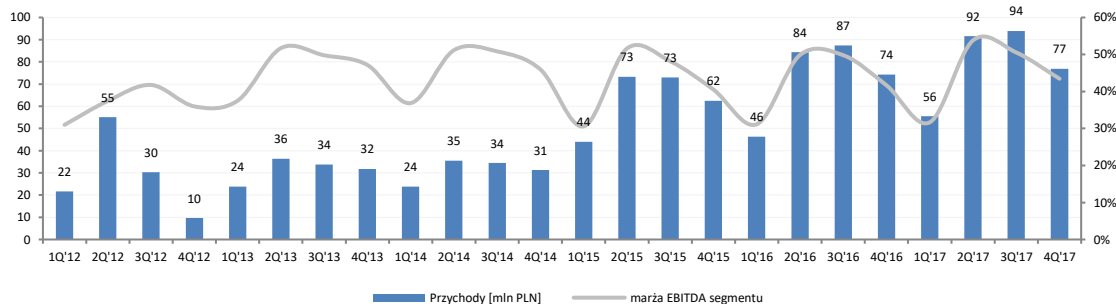
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ARR oraz RevPAR w ujęciu kwartalnym

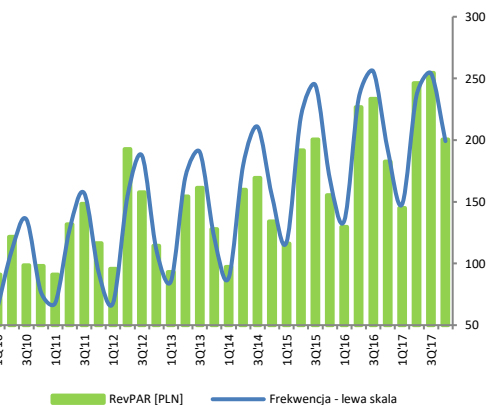
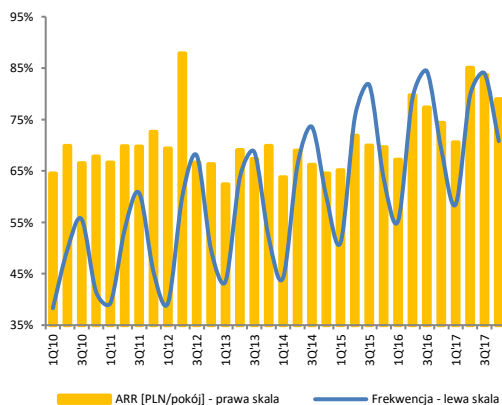
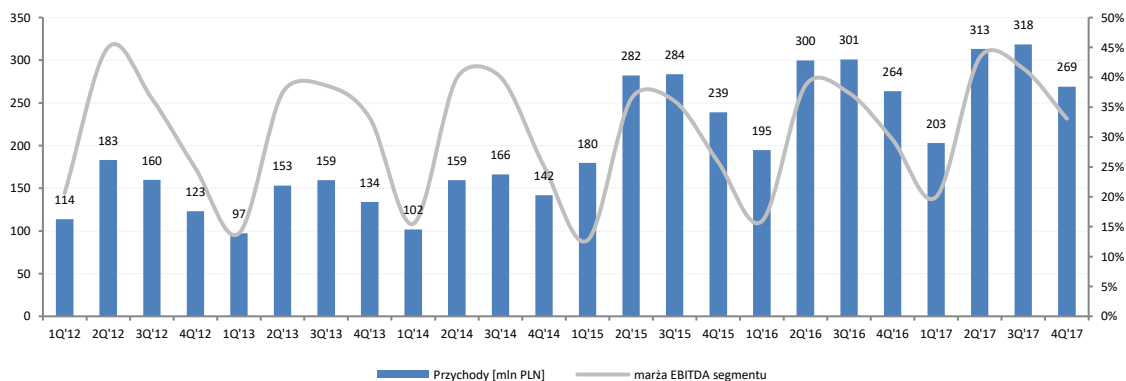


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dane operacyjne segmentu hotele ekonomiczne

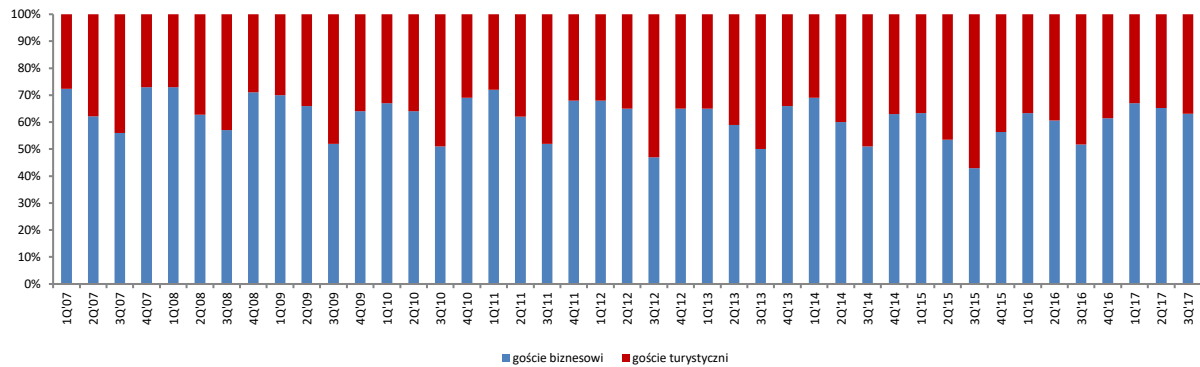


Dane operacyjne segmentu hotele up&midscale



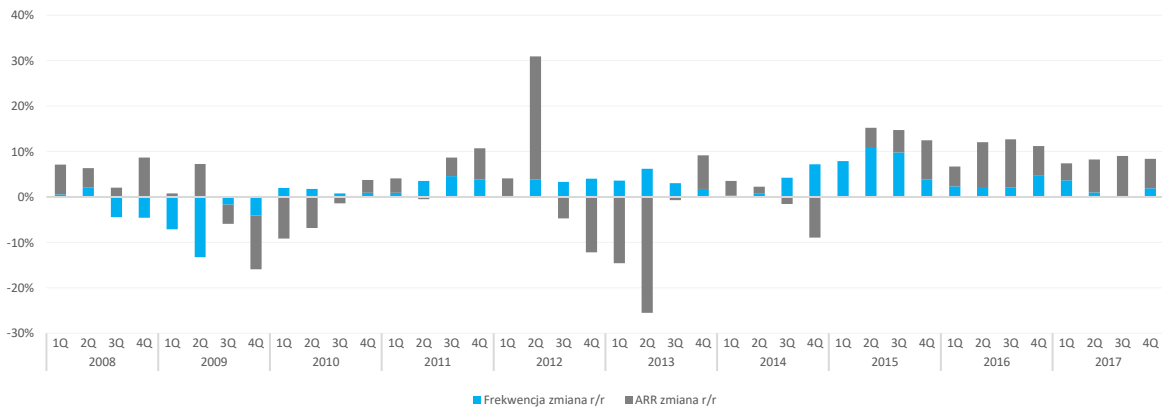
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



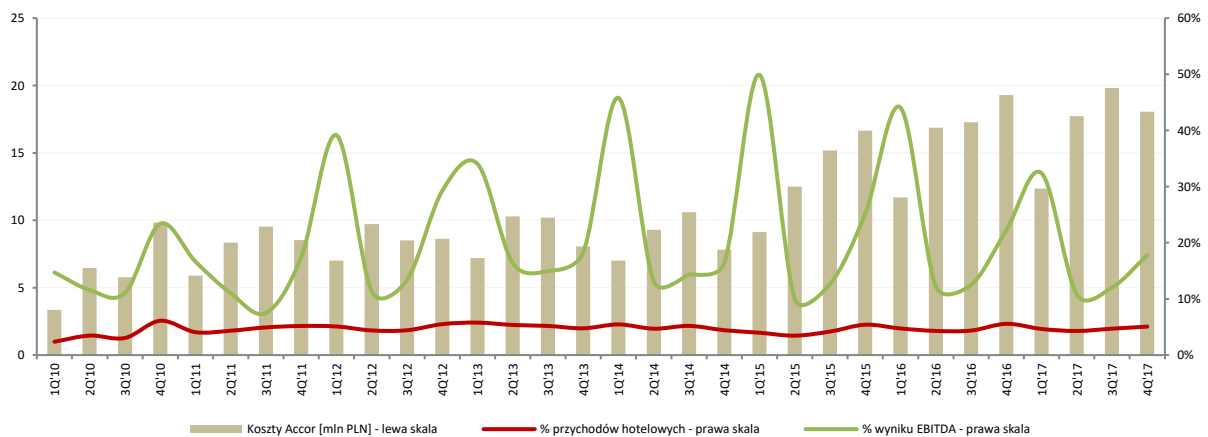
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczny wpływ frekwencji i średnich cen sprzedaży na RevPAR



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty ponoszone na rzecz Accor



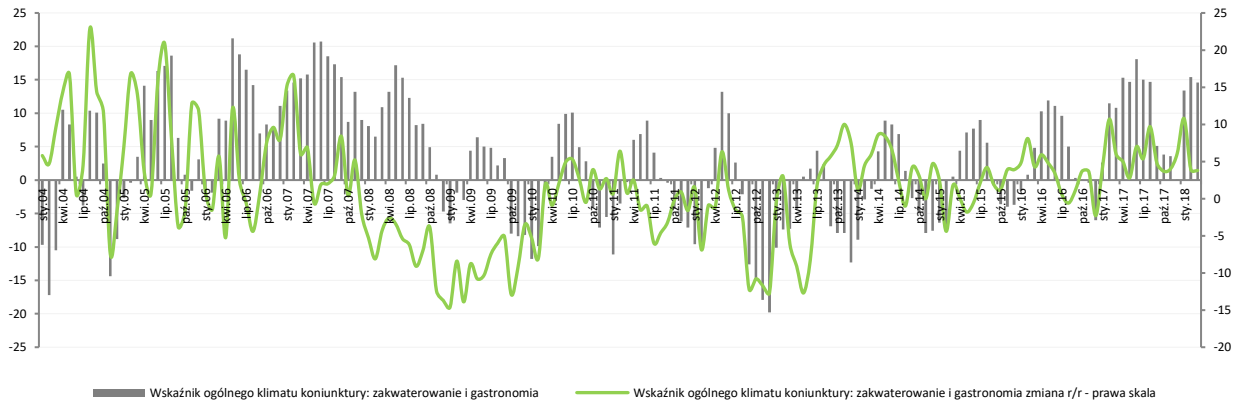
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

KONIUNKTURA W BRANŻY ZAKWATEROWANIA W POLSCE

Z danych GUS wynika, że miniony 2017 rok był kolejnym okresem odczuwalnej poprawy wskaźników obrazujących sytuację w branży zakwaterowanie i gastronomia. Optymistyczny odczyt widzimy też za 1Q'18. Wskaźnik wyraźnie wzrósł w styczniu'18, dodatnia dynamika wzrostu w relacji r/r była również w lutym'18 i marcu'18.

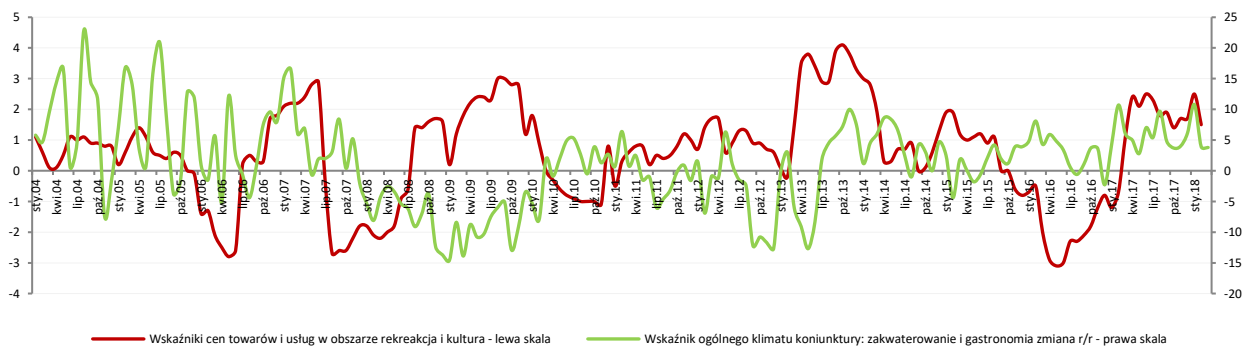
Z danych GUS wynika, że dynamika wzrostu cen w ujęciu r/r w tej kategorii przyspieszyła w 2H'17. W samym 4Q'17 odczyt z GUS wyniósł ok 1,6%. Orbis podała, że w 4Q'17 ARR w hotelach własnych w Polsce wzrósł o 7,6%. W styczniu i lutym'18 widać było wzrost cen r/r na poziomie ok +2%.

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



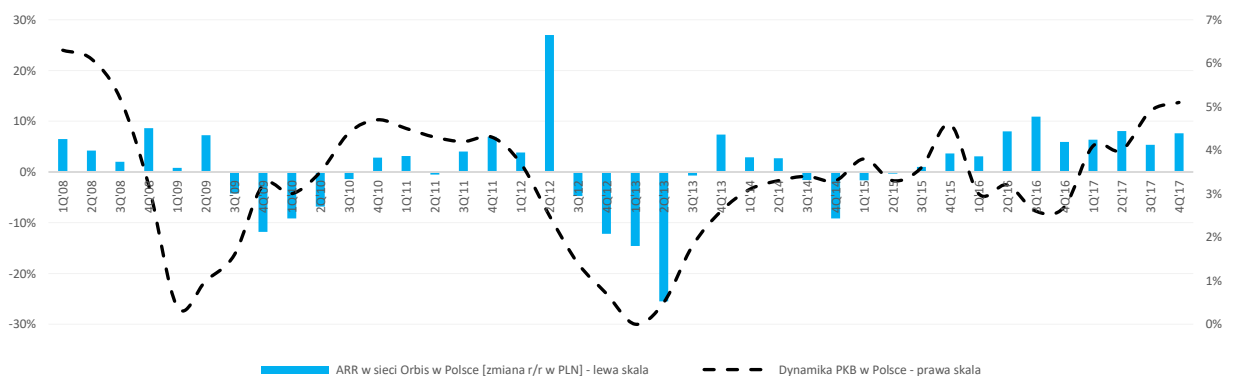
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

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

PRZYSZŁE ZMIANY MSSF 16

Przypominamy, że wprowadzenie zmian w ujęciu leasingu obiektów hotelowych (efekt MSSF 16) wpłynie na sprawozdanie finansowe Orbisu. Generalnie MSSF 16 eliminuje rozróżnianie leasingu na finansowy i operacyjny (pierwszy jest ujmowany w bilansie leasingobiorcy, a drugi jest ujmowany pozabilansowo).

Zatem spodziewamy się, że w odniesieniu do wszystkich umów leasingu obiektów hotelowych (w oparciu o nowe podejście) Orbis będzie musiał ujmować prawo do użytkowania składnika aktywów oraz jednocześnie zobowiązanie z tytułu leasingu. Rozpoznane prawo użytkowania obiektów hotelowych będzie amortyzowane (choć będzie to w rzeczywistości amortyzacja „gotówkowa”). W momencie zmian zobowiązanie z tytułu leasingu wycenione będzie prawdopodobnie jako wartość bieżąca płatności leasingowych.

Obecnie koszty leasingu operacyjnego obiektów hotelowych prezentowane są przez Orbis głównie jako koszty wynajmu nieruchomości. Docelowo spółka będzie prawdopodobnie prezentowała te wartości jako koszty amortyzacji i koszty odsetek.

W oparciu o raport za 2017 rok spółka była stroną umów leasingu operacyjnego 10 hoteli (na koniec 2016 roku było to 16 hoteli) oraz umów leasingu 135 samochodów osobowych. Przedstawiona przez Orbis symulacja (na koniec 2017 roku) wskazywała, że w skonsolidowanym sprawozdaniu z sytuacji finansowej zostałyby ujęte prawa do użytkowania aktywów oraz zobowiązania z tytułu leasingu powyżej 211 mln PLN (na koniec 2016 roku szacunek wynosił ok 338 mln PLN). Wrażliwość na zmianę stopy dyskonta +/- 1,0% wynosiła wtedy ok 8,7 mln PLN.

Zauważamy też dotychczasowe trudności interpretacji prawa do wieczystego użytkowania gruntów. Orbis w raporcie rocznym za 2016 i 2017 r. podnosił istotne wątpliwości w zakresie ewentualnego wiarygodnego oszacowania wartości zobowiązania z tytułu leasingu oraz ustaleniu odpowiedniego dyskonta. Zarząd i RN spółki stoją na stanowisku, że pomimo uwag audytora, prawa wieczystego użytkowania gruntów powinny być ujmowane zgodnie z MSR 16 (rzeczowe aktywa trwałe). Na koniec grudnia 2017 roku wartość nabytych odpłatnie praw wieczystego użytkowania wynosiła ok 59,32 mln PLN.

PROGNOZA NA 2018 I KOLEJNE OKRESY (bez efektu zmian w ujęciu leasingu)

W 2017 roku ponad ¾ wzrostu RevPAR związane było z podniesieniem cenników. Przypominamy, że w 2017 roku RevPAR wyniósł 184,8 PLN (+9,2% r/r), a w 2016 roku było to 169,2 PLN. Podczas konferencji wynikowej za 4Q'17 przedstawiciele spółki wskazywali, że bieżący 2018 rok powinien być również udany dla rynku hotelarzy w regionie CEE. Silne odczyty makroekonomiczne oraz wzrost zamożności społeczeństwa sugerować mogą utrzymanie wysokiej frekwencji oraz dalsze próby wprowadzania stopniowych podwyżek cenników.

Zakładamy, że w połowie 2018 roku Orbis prawdopodobnie opublikuje oficjalną prognozę na 2018 rok (działanie podobne jak w poprzednich latach).

Władze spółki sygnalizują od dłuższego już czasu chęć przeprowadzenia kolejnych akwizycji. Mocna pozycja bilansowa wg nas pozwala na przeprowadzenie odważnego ruchu. Mamy jednak na uwadze, że koniunktura w branży hotelarskiej jest bardzo dobra, co z kolei rzutuje na wyceny poszczególnych obiektów/projektów.

Przypominamy, że w ostatnich trzech latach Orbis znacząco poprawił obłożenie hoteli, na co wpływ miała coraz lepsza koniunktura na rynku hotelarskim oraz optymalizacja bazy obiektów (spółka również konsekwentnie rezygnowała z „trudnych” obiektów). W naszych projekcjach nie oczekujemy już poprawy frekwencji w kolejnych okresach i począwszy od 2018 roku liczymy się z powolną erozją.

Baza hoteli Orbisu na koniec 2015, 2016 i 2017 roku

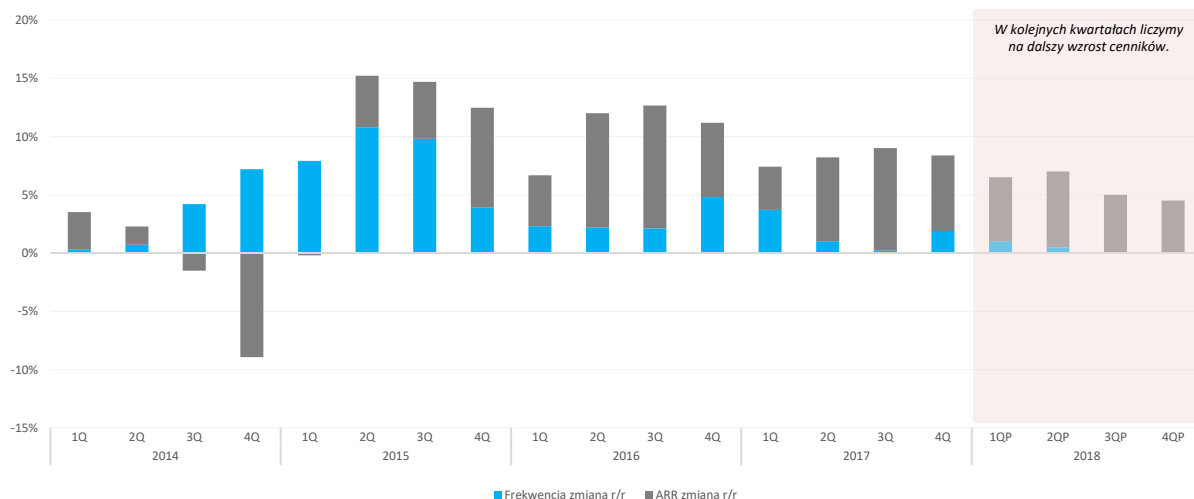
	2015	2016	2017
Liczba hoteli	108	116	124
własne i leasingowe	79	80	74
w zarządzaniu	10	10	13
franczyzowe	19	26	37
Liczba pokoi	18 824	19 741	20 420
własne i leasingowe	15 298	15 312	14 527
w zarządzaniu	1 570	1 571	1 791
franczyzowe	1 956	2 858	4 102

Źródło: spółka

W 2017 roku Orbis odkupił hotel Sofitel Budapest Chain Bridge. Następnie po sfinalizowaniu wspomnianej transakcji spółka podała komunikat, że ten obiekt docelowo zostanie sprzedany z umową zarządzania zwrotnego. Hotel został wyceniony wstępnie na 76 mln EUR (wspomniana kwota sugeruje, że jeden pokój w tym obiekcie będzie warty ok 212 tys. EUR).

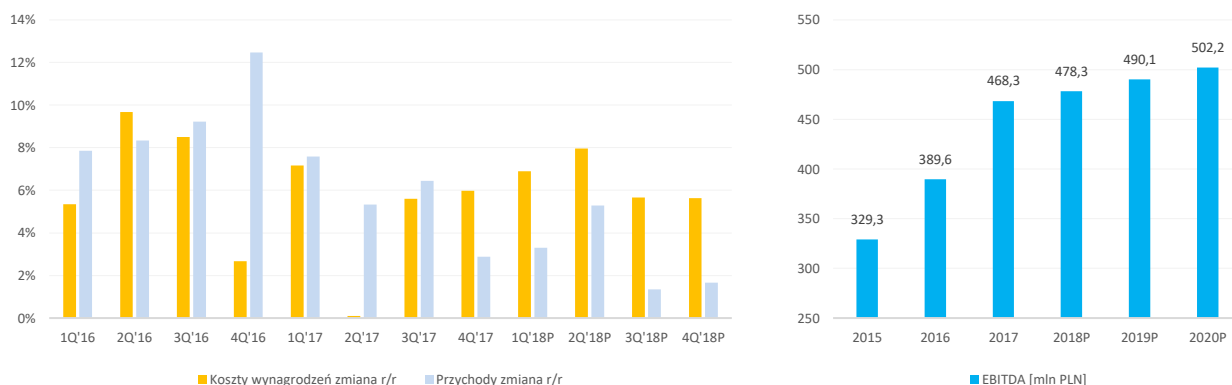
Zakładamy, że w 2018 roku kluczowe znaczenie dla dalszej budowy wyników Orbisu powinny mieć wyższe cenniki. Oceniamy, że wszystkie główne rynki lokalne działania w CEE będą nadal cechować się korzystnymi tendencjami (mocne odczyty makro; napływ turystów zagranicznych także kosztem krajów z innych regionów UE). W scenariuszu bazowym przyjęliśmy, że w 2018 roku ARR w hotelach własnych Orbisu może wzrosnąć o około 6,4% r/r. Tym samym przy symbolicznie niższym obłożeniu w porównaniu z 2017 rokiem, spółka powinna zwiększyć przychody o 42,2 mln PLN r/r (w tej symulacji uwzględniamy ubytek w bazie hoteli obiektu Sofitel Budapeszt).

Historyczny wpływ na RevPAR oraz przyjęta w modelu projekcja na 2018 rok



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Tak jak już akcentowaliśmy w poprzednim raporcie, w najbliższych kwartałach w strukturze kosztów rodzajowych w 2018 roku będziemy z uwagą śledzić zachowanie kosztów wynagrodzeń. Presja na podwyżki płac w regionie CEE jest widoczna i dynamika wzrostu tej pozycji wg nas może być bardziej odczuwalna aniżeli w minionym 2017 roku. W naszym modelu w 2018 roku założyliśmy wzrost kosztów pracowniczych o ponad 23 mln PLN r/r (czyli +6,5% r/r). Przypominamy, że w 2017 roku omawiana pozycja kosztowa wzrosła o 15,8 mln PLN, co było dla nas zaskoczeniem (obawialiśmy się bowiem większego negatywnego wpływu na marżowość biznesu). Mamy też na uwadze zależność wskazującą, że koszty usług obcych również w istotny sposób są skorelowane z indeksacją warunków umów o pracę, czyli mogą odzwierciedlać wymagające otoczenia dla pracodawców.

W porównaniu do raportu z 25 kwietnia 2017 roku podwyższyliśmy cenniki w hotelach Orbisu oraz wydłużyliśmy okres utrzymania w tym okresie wysokiej frekwencji (choć uwzględniamy już symboliczny jej spadek począwszy od 2018 roku). Ogółem podwyższyliśmy oczekiwania dotyczące EBITDA na lata 2018-2020 w przedziale 5,1-6,4% w porównaniu z założeniami zawartymi w raporcie analitycznym z kwietnia'17.

Zmiana założeń modelu (w porównaniu do raportu z 25.04.2017 roku)

	2018 stare	2018 nowe	zmiana	2019 stare	2019 nowe	zmiana	2020 stare	2020 nowe	zmiana
Przychody [mln PLN]	1 484,4	1 500,3	1,1%	1 549,6	1 574,5	1,6%	1 606,2	1 655,1	3,0%
EBITDAR [mln PLN]	524,5	537,1	2,4%	539,7	549,5	1,8%	545,9	562,2	3,0%
EBITDA [mln PLN]	451,2	478,3	6,0%	466,4	490,1	5,1%	471,9	502,2	6,4%
EBIT [mln PLN]	300,7	315,0	4,8%	316,5	322,9	2,0%	323,1	337,3	4,4%
Wynik netto [mln PLN]	237,9	249,0	4,7%	253,5	261,3	3,1%	261,6	276,2	5,6%
ARR [PLN]	251,7	265,4	5,5%	260,5	275,4	5,7%	267,6	283,0	5,7%
RevPAR [PLN]	185,3	196,5	6,0%	190,5	201,9	6,0%	193,7	205,3	6,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane szczegółowe założenia do modelu

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	266,0	413,6	421,9	356,6	274,7	435,4	427,6	362,6	1 262,7	1 382,9	1 458,1	1 500,3	1 574,5	1 655,1
Koszty operacyjne	271,2	291,2	300,2	299,4	272,6	300,8	304,2	303,7	1 074,5	1 138,9	1 162,0	1 181,3	1 247,4	1 313,4
Koszty wynajmu nieruchomości	18,8	16,2	14,4	14,7	14,7	14,7	14,7	14,7	102,1	99,6	64,0	58,8	59,4	60,0
Amortyzacja	41,6	40,6	41,1	40,8	40,7	41,0	40,9	40,7	139,3	148,2	164,1	163,3	167,2	165,0
Usługi obce	64,3	83,3	86,5	82,0	66,7	88,1	88,1	83,7	261,9	296,9	316,1	326,6	345,9	365,3
Koszty pracownicze	86,8	87,0	90,1	91,0	92,8	94,0	95,2	96,1	318,4	339,1	354,9	378,0	409,6	444,0
Zużycie materiałów i energii	45,9	49,6	52,5	54,2	45,0	49,2	51,4	54,1	194,2	200,9	202,1	199,7	207,7	218,7
Podatki i opłaty	9,9	10,6	10,6	11,7	10,0	10,8	10,3	11,6	43,3	42,4	42,9	42,6	44,7	47,0
Pozostałe koszty	3,1	3,4	4,0	3,3	3,2	3,6	4,0	3,4	14,4	13,1	13,8	14,2	14,9	15,7
Saldo poz. dz. operacyjnej	0,9	0,5	0,9	1,8	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,9	-1,3	4,1	-2,0	-2,1	-2,2
EBITDAR	56,9	180,2	179,1	116,2	56,6	189,3	178,0	113,3	431,4	489,2	532,4	537,1	549,5	562,2
EBITDA	38,1	164,0	164,6	101,6	41,9	174,6	163,3	98,6	329,3	389,6	468,3	478,3	490,1	502,2
EBIT	-3,5	123,5	123,5	60,8	1,2	133,6	122,4	57,8	190,0	241,4	304,3	315,0	322,9	337,3
Zdarzenia jednorazowe	3,1	-2,0	5,6	4,7	0,0	0,0	0,0	0,0	31,7	28,2	11,4	0,0	0,0	0,0
Saldo finansowe	-11,8	-4,5	-2,1	-10,8	-2,6	-1,5	-1,1	-0,9	-9,4	-12,6	-29,1	-6,1	-0,4	3,7
Wynik netto	-11,2	93,4	105,9	43,8	-2,3	107,1	98,2	46,1	181,6	207,1	231,9	249,0	261,3	276,2
marża EBITDAR	21,4%	43,6%	42,4%	32,6%	20,6%	43,5%	41,6%	31,2%	34,2%	35,4%	36,5%	35,8%	34,9%	34,0%
marża EBITDA	14,3%	39,7%	39,0%	28,5%	15,2%	40,1%	38,2%	27,2%	26,1%	28,2%	32,1%	31,9%	31,1%	30,3%
Liczba hoteli	116	117	120	124	126	127	129	132	108	116	124	132	135	140
własne i leasingowe	78	76	76	74	74	73	73	74	79	80	74	74	77	79
w zarządzaniu	10	10	12	13	13	13	13	13	10	10	13	13	13	13
franczyzowe	28	31	32	37	39	41	43	45	19	26	37	45	45	48
Liczba pokoi eop	19 741	19 831	20 142	20 420	20 580	20 383	20 543	20 779	18 824	19 741	20 420	20 779	21 480	21 960
własne i leasingowe	15 085	14 752	14 752	14 527	14 527	14 170	14 170	14 246	15 298	15 312	14 527	14 246	14 947	15 187
Frekwencja	59,5%	80,5%	84,3%	72,0%	60,0%	81,3%	83,6%	71,5%	67,2%	72,4%	74,5%	74,0%	73,3%	72,6%
zmiana r/r [pkt %]	3,7	1,0	0,2	1,9	0,5	0,8	-0,7	-0,5	5,7	5,2	2,1	-0,5	-0,7	-0,8
Sprzedane pokoje nocne [tys.]	832	1 105	1 144	970	793	1 061	1 078	924	3 803	4 054	4 051	3 857	3 896	3 980
zmiana r/r	6,7%	0,1%	-3,0%	-2,1%	-4,7%	-4,0%	-5,8%	-4,7%	71,0%	6,6%	-0,1%	-4,8%	1,0%	2,2%
ARR [PLN]	212,5	267,4	262,8	245,2	224,2	286,1	281,2	258,7	216,3	233,8	249,5	265,4	275,4	283,0
zmiana r/r	3,7%	7,2%	8,8%	6,5%	5,5%	7,0%	7,0%	5,5%	4,8%	8,1%	6,7%	6,4%	3,8%	2,8%
RevPAR [PLN]	126,5	215,3	221,4	176,6	134,5	232,5	235,1	185,0	145,3	169,2	185,8	196,5	201,9	205,3
zmiana r/r	10,7%	8,6%	9,0%	9,4%	6,3%	8,0%	6,2%	4,7%	14,5%	16,4%	9,8%	5,7%	2,8%	1,7%

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	1 458,1	1 500,3	1 574,5	1 655,1	1 708,0	1 757,0	1 813,0	1 870,5
Koszty operacyjne	626,0	600,7	611,3	1 072,8	1 141,5	1 153,8	1 185,3	1 251,6	1 317,8	1 367,5	1 408,7	1 449,3	1 490,7
Amortyzacja	112,3	114,3	111,4	139,3	148,2	164,1	163,3	167,2	165,0	162,7	161,0	159,8	159,4
Czynsze				102,1	99,6	64,0	58,8	59,4	60,0	60,6	61,2	61,8	62,4
Zużycie mat i energii	114,6	110,8	111,6	194,2	200,9	202,1	199,7	207,7	218,7	226,6	233,9	240,4	247,1
Usługi obce	138,4	136,2	148,8	261,9	296,9	316,1	326,6	345,9	365,3	376,9	387,8	400,1	412,8
Koszty zatrudnienia	198,4	187,4	191,4	318,4	339,1	354,9	378,0	409,6	444,0	473,6	495,9	516,0	535,6
Inne	62,3	52,0	48,1	56,9	56,8	52,6	58,8	61,7	64,9	67,0	68,9	71,1	73,3
EBITDAR				431,4	489,2	532,4	537,1	549,5	562,2	563,8	570,6	585,3	601,7
EBITDA	195,5	196,2	207,8	329,3	389,6	468,3	478,3	490,1	502,2	503,2	509,3	523,5	539,2
EBIT	83,2	81,9	96,4	190,0	241,4	304,3	315,0	322,9	337,3	340,5	348,4	363,7	379,8
Wynik netto	112,9	66,2	89,2	181,6	207,1	232,4	249,0	261,3	276,2	281,9	290,9	305,7	320,8
przychody zmiana r/r	2,0%	-3,8%	3,7%	78,4%	9,5%	5,4%	2,9%	4,9%	5,1%	3,2%	2,9%	3,2%	3,2%
marża EBITDA	28%	29%	29%	26%	28%	32%	32%	31%	30%	29%	29%	29%	29%
marża EBIT	12%	12%	14%	15%	17%	21%	21%	21%	20%	20%	20%	20%	20%
marża netto	16%	10%	13%	14%	15%	16%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
Dane operacyjne													
Liczba hoteli	57	63	69	108	116	124	132	135	140	144	147	150	153
własne i leasingowe	52	53	53	79	80	74	74	77	79	81	82	83	84
w zarządzaniu	3	3	3	10	10	13	13	13	13	13	13	13	13
franczyzowe	2	7	13	19	26	37	45	45	48	50	52	54	56
Liczba pokoi eop	10 778	11 373	11 946	18 824	19 741	20 420	20 779	21 480	21 960	22 360	22 640	22 920	23 200
własne i leasingowe	9 741	9 904	9 902	15 298	15 312	14 527	14 246	14 947	15 187	15 427	15 547	15 667	15 787
ARR [PLN]	232,8	210,0	206,4	216,3	233,8	249,5	265,4	275,4	283,0	290,0	296,6	303,2	310,1
RevPAR [PLN]	127,5	122,7	126,9	145,3	169,2	185,8	196,5	201,9	205,3	208,3	211,5	216,3	221,1
Liczba sprzedanych pokojonocy [tys.]	1 994	2 099	2 224	3 803	4 054	4 051	3 857	3 896	3 980	4 002	4 021	4 052	4 083
Capex [mln PLN]	-215,2	-94,5	-103,9	-113,4	-109,3	-146,6	-127,5	-141,7	-132,4	-136,6	-140,6	-149,6	-159,0
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	2 392	2 357	2 331	2 299	2 272	2 252	2 242	2 241
RZAT + WNIP	1 804	1 770	1 775	2 038	2 150	2 363	2 327	2 302	2 269	2 243	2 223	2 213	2 212
Inne aktywa finansowe	0	11	8	8	16	7	7	7	7	7	7	7	7
Nieruchomości inwestycyjne	27	25	11	10	9	5	5	5	5	5	5	5	5
Inne aktywa długoterminowe	1	1	2	32	19	17	17	17	17	17	17	17	17
Aktywa obrotowe	211	234	291	372	643	326	867	997	1 128	1 236	1 318	1 384	1 430
Zapasy	4	4	4	7	7	7	10	11	12	13	14	15	16
Należności handlowe	26	23	25	51	59	69	75	79	83	85	88	91	94
Należności krótkoterminowe inne	41	13	16	35	33	35	35	35	35	35	35	35	35
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	139	191	240	272	541	215	746	871	998	1 102	1 180	1 243	1 285
Aktywa do sprzedaży	76	13	11	23	24	201	21	21	21	21	21	21	21
Aktywa Razem	2 120	2 054	2 098	2 484	2 860	2 919	3 245	3 349	3 448	3 530	3 591	3 647	3 693
Kapitał własny	1 932	1 932	1 952	1 783	1 951	2 081	2 397	2 546	2 692	2 822	2 930	3 032	3 123
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	1 440	1 757	1 906	2 051	2 181	2 289	2 391	2 483
Zobowiązania długoterminowe	38	32	28	455	625	549	549	499	449	399	349	299	249
Kredyty i pożyczki	0	0	0	122	88	0	0	0	0	0	0	0	0
Rezerwa z tytułu podatku dochodowego	13	8	4	1	0	4	4	4	4	4	4	4	4
Zobowiązania długoterminowe inne	7	6	6	3	5	6	6	6	6	6	6	6	6
Rezerwy oraz inne zobowiązania	18	17	18	329	532	539	539	489	439	389	339	289	239
Zobowiązania krótkoterminowe	125	90	117	246	285	290	299	304	308	309	313	317	321
Kredyty i pożyczki	0	0	0	37	35	41	41	41	41	41	41	41	41
Zobowiązania handlowe	68	39	41	78	117	101	110	116	120	121	124	128	132
Zobowiązania krótkoterminowe inne	49	46	40	66	78	88	88	88	88	88	88	88	88
Rezerwy oraz inne zobowiązania	8	5	37	64	54	59	59	59	59	59	59	59	59
Pasywa Razem	2 120	2 054	2 098	2 484	2 860	2 919	3 245	3 349	3 448	3 530	3 591	3 647	3 693
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	390,2	417,4	430,0	435,8	435,1	441,3	452,0	463,9
CF inwestycyjny	-147,5	-51,3	-76,5	-630,7	-212,0	-535,8	187,1	-142,1	-128,7	-129,2	-129,8	-135,9	-142,8
CF finansowy	-47,6	-58,8	-70,2	374,6	97,6	-173,5	-73,7	-162,1	-180,6	-201,9	-233,2	-253,6	-279,3
Zmiana stanu środków pieniężnych	-76,0	48,4	45,6	35,1	266,5	-319,1	530,7	125,9	126,4	104,0	78,3	62,5	41,9
Środki pieniężne sop	218,4	142,4	190,8	239,5	271,7	540,8	214,9	745,5	871,4	997,9	1 101,9	1 180,2	1 242,7
Środki pieniężne eop	142,4	190,8	239,5	271,7	540,8	214,9	745,5	871,4	997,9	1 101,9	1 180,2	1 242,7	1 284,6

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Cena [PLN]	96	96	96	96	96	96	96	96	96	96	96	96	96
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]	4 423,4	4 423,4	4 423,4	4 423,4	4 423,4	4 423,4	4 423,4	4 423,4	4 423,4	4 423,4	4 423,4	4 423,4	4 423,4
BVPS	41,9	41,9	42,4	38,7	42,3	45,2	52,0	55,3	58,4	61,2	63,6	65,8	67,8
EPS	1,5	1,4	1,9	3,9	4,5	5,0	5,4	5,7	6,0	6,1	6,3	6,6	7,0
CEPS	3,9	3,9	4,4	7,0	7,7	8,6	8,9	9,3	9,6	9,6	9,8	10,1	10,4
P/E	65,1	68,1	49,6	24,4	21,4	19,0	17,8	16,9	16,0	15,7	15,2	14,5	13,8
EV/EBITDA	21,9	21,6	20,1	14,0	11,6	10,1	8,8	8,3	7,7	7,4	7,0	6,6	6,3
EV/EBIT	51,2	51,7	43,4	24,3	18,7	15,6	13,4	12,5	11,5	10,9	10,3	9,6	8,9
P/BV	2,3	2,3	2,3	2,5	2,3	2,1	1,8	1,7	1,6	1,6	1,5	1,5	1,4
Dywidenda [mln PLN]	64,5	64,5	69,1	69,1	69,1	73,7	73,7	112,1	130,6	151,9	183,2	203,6	229,3
DPS [PLN]	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	2,4	2,8	3,3	4,0	4,4	5,0
DYield	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%	2,5%	3,0%	3,4%	4,1%	4,6%	5,2%
EV [mln PLN]	4 284,0	4 232,6	4 183,9	4 610,8	4 507,0	4 751,3	4 220,6	4 044,7	3 868,2	3 714,2	3 586,0	3 473,5	3 381,5
Diug netto [mln PLN]	-139,4	-190,8	-239,5	187,5	83,6	327,9	-202,8	-378,7	-555,2	-709,2	-837,4	-949,9	-1 041,8
Diug % [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	459,1	624,4	542,7	542,7	492,7	442,7	392,7	342,7	292,7	242,7

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
[strategia, banki/finanse, media/rozrywka, węgiel/stal](#)

Krzysztof Pado
Zastępca Dyrektora Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[materiały budowlane, budownictwo, paliwa](#)

Krzysztof Brymora
Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krzysztof.brymora@bdm.pl
[chemia, przemysł drzewny](#)

Adrian Górniak
Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
[deweloperzy, handel](#)

Marek Jurzec
Młodszy analityk rynku akcji
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: marek.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	102,5	akumuluj	90,65	13.04.2018	10:54 CEST	96,0	60 661
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 wyłaconej 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 wyłaconej 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

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA – stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasieg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości jest równa lub przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Słabe i silne 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).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'18*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	50%	1	100%
Akumuluj	1	50%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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 obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i 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 13.04.2018 roku (10:54 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 16.04.2018 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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 12 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.

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 13.04.2018 roku:

- BDM 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, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. 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.



Dom Maklerski BDM S.A.