



# ORBIS

sektor / branża: Hotele

Ticker: ORB  
ISIN: PLORBIS00014

# KUJU

68,04 PLN

## Czynniki wzrostu:

### Profil

Orbis jest największym operatorem hotelowym w Polsce oraz Europie Środkowej. Spółka zarządza obiektami pod markami strategicznego partnera, którym jest francuski Accor Hotels. Są to m.in. Sofitel, Novotel, Mercure, ibis, ibis Styles, ibis budget. Pod koniec 2015 r. Orbis posiadał 108 hotelami, dysponujący mi 18,8 tysiącami pokoi.

### Dane podstawowe

Kurs (31/03/16) (PLN)	61,00
Wycena metodą DCF	65,28
Wycena porów naw cza	70,81
Cena docelow a	68,04

### Informacje ogólne

Liczba akcji (mln szt.)	46,1
Kapitalizacja (mln PLN)	2 810,7
EV (mln PLN)	3 680,6

### Notowania

max cena 52 tygodnie (PLN)	65,99
min cena 52 tygodnie (PLN)	45,38
Mediana obrotów (w tys. PLN)	140,55

Struktura akcjonariatu	% akcji	% głosów
Accor SA	52,7%	52,7%
OFE Aviva BZ WBK	9,9%	9,9%
OFE NN	5,2%	5,2%
OFE MetLife	5,1%	5,1%
Pozostali	27,1%	27,1%

### 1. Lider w regionie Europy Środkowej

Transakcja przejęcia przez Orbis hoteli Accoru w krajach Europy Środkowej przekształciła Spółkę z lokalnej firmy w największego gracza w regionie. Pozytywnie ocenić należy zarówno dywersyfikację geograficzną, jak i segmentową klientów - dotychczas w Polsce przeważali goście biznesowi, podczas gdy obiekty w Czechach i na Węgrzech przyjmują więcej turystów. Nowa umowa licencyjna z Accorem otwiera drogę ekspansji Orbisu do kolejnych państw w regionie.

### 2. Strategia inwestycyjna

Orbis stosuje miks strategii "asset light" oraz "asset heavy". Zdecydowana większość planowanych otwarć (18/21) w horyzoncie do końca 2017 r. odbędzie się w modelu franczyzowym. Ponadto gorzej performujące hotele własne sprzedawane będą do franczyzobiorców. Z drugiej strony, Spółka planuje dokonywanie wykupu nieruchomości w przypadku najlepszych obiektów, szczególnie w Czechach i na Węgrzech. Powyższa strategia pozwoli zoptymalizować nakłady inwestycyjne i wypłatę dywidendy. Wg Zarządu istnieje duże pole do poprawy wyników w związku z renowacjami wykupionych hoteli w wymienionych krajach.

### 3. Pozytywne trendy makroekonomiczne

Wysokie tempo wzrostu PKB w krajach regionu przekłada się na wzrost ruchu biznesowego. Spadające bezrobocie i optymizm konsumentów jest natomiast źródłem zwiększających się wydatków związanych z turystyką. Równocześnie inwestycje w infrastrukturę, jak i stabilność ekonomiczna krajów regionu stoją za utrzymaniem długoterminowego trendu wzrostu przyjazdów turystów zagranicznych.

### 4. Podwyżki cen źródłem wzrostu RevPar

Rok 2015 stał pod znakiem zwiększonej frekwencji w hotelach Orbisu (+5,7 pkt. proc.). Obłożenie osiągnęło już wysoki poziom i oczekujemy tylko niewielkiej poprawy w 2016 r. (+0,6 pkt. proc.). Wysoki popyt, jak i zmiana struktury rezerwacji powinna przełożyć się na wzrost cen w bieżącym roku (+2% r/r). Orbis posiada wysoką dźwignię operacyjną, więc dodatkowy przychód pochodzący z wyższych cen odpowiadać będzie za dalszy wzrost marży EBITDAR.

## Czynniki ryzyka:

### 1. Osłabienie koniunktury gospodarczej

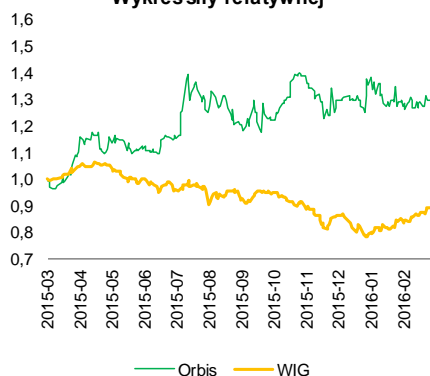
Orbis jest spółką silnie cykliczną - mniejsza aktywność gospodarcza oznaczająca zmniejszenie liczby podróży przekłada się zarówno na spadek frekwencji, jak i cen pokoi hotelowych. Z uwagi na wysoką dźwignię operacyjną ma to silne przełożenia na osiągnięte przez Spółkę wyniki. Dodatkowo, wahania kursów walut czy negatywne zdarzenia geopolityczne mają wpływ na skłonność do wyjazdów zarówno biznesowych, jak i turystycznych.

### 2. Bilans pomiędzy inwestycjami a dywidendą

W swojej strategii Zarząd, poza otwarciem hoteli w modelu franczyzowym, planuje także wykupy nieruchomości leasingowanych, budowę własnych obiektów oraz potencjalne akwizycje. Ewentualna intensyfikacja planów inwestycyjnych w przyszłych latach może doprowadzić do zwiększenia zadłużenia albo niższego poziomu wypłacanej dywidendy.

Pomimo, iż kurs Orbisu zyskał od początku 2015 r. ponad 47%, dostrzegamy dalszy potencjał do wzrostu wyceny i **wydajemy zalecenie KUPUJ z ceną docelową 68,04 PLN, która jest o 11,5% wyższa od bieżącego kursu akcji Spółki.**

Wykres siły relatywnej



(mln PLN)	2014*	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody ogółem	1165,5	1262,7	1304,5	1348,3	1388,1	1422,2
zmiana r/r	-	8,3%	3,3%	3,4%	3,0%	2,5%
Liczba pokoi	18 146	18 824	20 059	21 023	21 862	22 392
Frekwencja	64,0%	69,7%	70,3%	70,0%	70,0%	70,0%
ARR	213,1	216,3	220,5	224,9	228,3	230,6
RevPar	136,4	150,8	155,0	157,5	159,8	161,4
zmiana r/r	-	10,6%	2,8%	1,6%	1,5%	1,0%
EBITDAR	387,8	431,4	455,8	478,6	499,7	513,4
marża EBITDAR	33,3%	34,2%	34,9%	35,5%	36,0%	36,1%
EBITDA	288,2	329,3	361,0	383,4	404,0	417,3
marża EBITDA	24,7%	26,1%	27,7%	28,4%	29,1%	29,3%
EBIT	139,3	221,7	217,0	235,0	251,8	262,0
marża EBIT	11,9%	17,6%	16,6%	17,4%	18,1%	18,4%
Zysk netto	-	181,6	169,5	185,0	197,7	204,5
marża netto	-	14,4%	13,0%	13,7%	14,2%	14,4%
przepływy z działalności operacyjnej	-	291,3	331,2	350,1	361,5	370,0
przepływy z działalności inwestycyjnej	-	-630,7	-257,0	-148,4	-152,2	-155,3
przepływy z działalności finansowej	-	674,6	-80,8	-104,6	-129,3	-152,7
P/E	31,0	15,2	16,3	14,9	14,0	13,5
EV/EBITDA	13,9	9,0	8,2	7,7	7,3	7,1
Dividend Yield	2,5%	2,5%	2,5%	3,3%	4,3%	5,2%

Źródło: BM BGŻ BNP, \*dane pro forma za 2014 r.

Informacje nt ujawniania konfliktu interesów, o których mowa w § 9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku znajdują się na ostatniej stronie niniejszej publikacji



## Spis treści

<b>Prognoza wyników .....</b>	<b>3</b>
<b>Wycena .....</b>	<b>4</b>
<b>Wycena - DCF .....</b>	<b>5</b>
<b>Wycena – metoda porównawcza .....</b>	<b>6</b>
<b>Opis wyników za 2015 r. ....</b>	<b>7</b>
<b>Opis Spółki.....</b>	<b>11</b>
<b>Rynek hotelowy w Polsce i krajach CEE .....</b>	<b>17</b>
<b>Czynniki ryzyka.....</b>	<b>25</b>
<b>Tabele i prognozy .....</b>	<b>26</b>



## Prognoza wyników

Tab. Kwartalne wyniki finansowe

	1Q '15	2Q '15	3Q '15	4Q '15	2015	1Q '16 P	2Q '16P	3Q '16P	4Q '16P	2016P
Przychody ze sprzedaży	229,2	362,4	362,9	308,2	1 262,7	242,1	372,3	371,1	319,0	1 304,5
<i>dynamika r/r</i>	12,6%	9,7%	7,5%	4,9%	8,3%	5,6%	2,7%	2,3%	3,5%	3,3%
<b>hotele własne</b>										
<i>Liczba pokoi</i>	15 460	15 462	15 298	15 298	15 298	15 191	15 084	15 084	15 404	15 404
<i>Frekwencja</i>	53,5%	77,3%	82,0%	65,3%	69,7%	56,0%	78,3%	83,0%	66,0%	70,3%
<i>ARR</i>	196,3	227,1	218,4	216,5	216,3	200,4	232,1	222,5	221,3	220,5
<i>RevPar</i>	105,0	175,5	179,0	141,3	150,8	112,2	181,7	184,7	146,0	155,0
<b>hotele franczyzowe i zarządzane</b>										
<i>Liczba pokoi</i>	3 125	3 125	3 381	3 526	3 526	3 863	4 200	4 551	4 655	4 655
<i>Frekwencja</i>	49,0%	60,4%	68,7%	56,9%	58,2%	52,0%	62,0%	70,0%	59,0%	63,6%
<i>ARR</i>	182,3	183,0	178,7	182,6	181,3	184,1	184,8	180,5	184,4	183,3
<i>RevPar</i>	89,2	110,5	122,8	103,9	105,6	95,7	114,6	126,3	108,8	116,5
<b>EBITDAR</b>	42,9	150,3	146,2	92,1	431,4	46,0	158,1	153,2	98,5	455,8
<i>dynamika r/r</i>	39,0%	12,0%	9,9%	2,5%	11,2%	7,3%	5,2%	4,8%	7,0%	5,6%
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	18,7%	41,5%	40,3%	29,9%	34,2%	19,0%	42,5%	41,3%	30,9%	34,9%
<b>EBITDA</b>	18,3	124,8	120,1	66,0	329,3	21,9	134,7	129,5	75,0	361,0
<i>dynamika r/r</i>	186,1%	13,8%	12,0%	1,9%	14,3%	19,8%	7,9%	7,8%	13,6%	9,6%
<i>marża EBITDA</i>	8,0%	34,4%	33,1%	21,4%	26,1%	9,0%	36,2%	34,9%	23,5%	27,7%
<b>EBIT oczyszczony</b>	-16,1	90,0	85,4	30,7	190,0	-13,2	99,2	93,5	37,5	217,0
<i>dynamika r/r</i>	-44,0%	18,6%	16,9%	-1,4%	25,5%	-17,7%	10,2%	9,6%	22,2%	14,2%
<i>marża EBIT</i>	-7,0%	24,8%	23,5%	9,9%	15,0%	-5,5%	26,6%	25,2%	11,7%	16,6%
<b>Zysk netto</b>	-22,3	75,6	75,8	52,5	181,6	-15,8	80,6	75,9	28,8	169,5
<i>dynamika r/r</i>	-16,3%	11,3%	17,4%	-	-	-29,3%	6,6%	0,1%	-45,2%	-6,7%
<i>marża netto</i>	-9,7%	20,9%	20,9%	17,0%	14,4%	-6,5%	21,7%	20,5%	9,0%	13,0%

Źródło: Spółka, prognozy BM BGZ BNP, dane proforma za 2014 r.

**Oczekujemy, iż w 1Q'16 utrzymają się pozytywne trendy w wynikach Orbisu.** Przy minimalnie mniejszej bazie pokoi (sprzedaż hotelu w Mrągowie), **do poprawy przychodu na dostępny pokój do poziomu 112,1 PLN (+6,8% r/r) kontrybuować będą zarówno frekwencja (+2,5 pkt. proc.), jak i średnia cena pokoju (+2,1% r/r).** W przypadku obłożenia hoteli, pozytywnie wpływały Mistrzostwa Europy w piłce ręcznej mężczyzn (styczeń) oraz jeden dzień roboczy więcej w lutym (rok przestępny). Umiarkowanie negatywny wpływ miał natomiast rozkład Świąt Wielkanocnych (koniec marca vs początek kwietnia w 2015 r.). Na wzrost cen działać będzie, poza wyższą frekwencją, nieco mniejsza aktywność promocyjna Orbisu. Pozytywnie do przychodów kontrybuować będzie również działalność franczyzowa (+21,6% r/r) oraz gastronomiczna (+4,0% r/r). **EBITDAR powinien poprawić się w nieco większym tempie (+6,9% r/r) niż przychody (+5,3%), głównie ze względu na dźwignię operacyjną i sprzedaż mniej rentownych hoteli. Orbis o wiele większą dynamikę zanotuje na poziomie EBITDA z powodu spadku kosztu wynajmu hoteli (kupno nieruchomości w Budapeszcie).** Oczyszczony wynik operacyjny zamknie się niższą niż przed rokiem stratą (-13,4 mln PLN). W 1Q'15, saldo one-offów obniżyło wynik o 2,5 mln PLN. Przy minimalnie mniejszych r/r kosztach finansowych, oczekujemy straty netto w wysokości 15,9 mln PLN.

**Przedstawione tendencje z 1Q'16 będą utrzymywać się w całym 2016 r.** Zgodnie z oczekiwaniami Zarządu, uważamy iż Spółce pozostaje coraz mniej przestrzeni do poprawy frekwencji. Według naszych prognoz zwiększy się ona o niecałe 0,6 pkt. proc. w porównaniu do +5,7% zanotowanych w 2015 r. Większa część wzrostu RevPar będzie miała źródło w wyższej cenie za pokój (+2,0% r/r vs +1,5% r/r w 2015 r.), za sprawą zmiany struktury rezerwacji (mniej promocji, większy udział gości biznesowych i segmentu MICE). **W rezultacie przychód na jeden dostępny pokój poprawiony będzie o 2,8% r/r. Marża EBITDAR osiągnie niecałe 35%, większe dynamiki obserwowane będą jednak na poziomie EBITDA i EBIT ze względu na zmianę struktury hoteli (więcej obiektów franczyzowych, sprzedaż słabiej performujących hoteli i wykup najlepszych nieruchomości za granicą). Raportowany wynik EBIT spada r/r ze względu na liczne zdarzenia jednorazowe z 2015 r. (ich saldo to +31,7 mln PLN), których wystąpienia nie zakładamy w 2016 r.** Orbis może wykorzystać straty podatkowe w spółce węgierskiej, dlatego oczekujemy efektywnej stopy podatkowej na poziomie 16,9%. Zysk netto powinien finalnie wynieść 168,3 mln PLN (-7,3% r/r).



## Wycena

Wycenę Spółki sporządzono za pomocą:

- metody opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych (Free Cash Flow to Firm) FCFE;
- metody porównawczej.

Metoda oparta na zdyskontowanych przepływach pieniężnych jest jedną z najbardziej popularnych metod wyceny przedsiębiorstw. Według metody opartej na przepływach pieniężnych, wartość Spółki jest równa sumie (zdyskontowanych odpowiednim ważonym kosztem kapitału) przepływów pieniężnych, pomniejszonej o wartość długu netto. Wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych zostały sporządzone przy zachowaniu następujących założeń:

- w prognozach zakładamy jedynie rozwój organiczny, nie uwzględniając akwizycji, jak i sprzedaży majątku nieoperacyjnego, uwzględniamy dokonaną w lutym transakcję odkupu hoteli w Budapeszcie;
- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, która wynosi 3,0%, premię za ryzyko rynkowe przyjmujemy na poziomie 5,5%;
- nominalny koszt kapitału obcego przyjmujemy na poziomie 5%;
- współczynnik beta przyjęliśmy na podstawie relewarowanej bety (czyli uwzględniającej stosunek zadłużenia do wartości kapitałów własnych) przy wskaźniku wyjściowym równym 1;
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy zakładamy w wysokości 2% w skali roku;
- ze względu na możliwość wykorzystania strat podatkowych na Węgrzech, w latach 2016-2018 stawka podatku będzie więc poniżej 19%, od 2019 r. efektywną stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 19%;
- szacunek nakładów inwestycyjnych w okresie prognozy został oparty o plany inwestycyjne Spółki; dla ostatniego roku prognozy przyjmujemy wydatki inwestycyjne na poziomie amortyzacji;
- nie zakładamy emisji nowych akcji;
- wartość kapitału własnego w estymacji WACC jest wartością rynkową (szacowaną w wycenie DCF);
- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 31.03.2016 r.

Metoda porównawcza z kolei przedstawia spółkę na tle popularnych mnożników wyznaczonych dla spółek grupy porównawczej. Wartość spółki szacowaliśmy na podstawie popularnych wskaźników P/E (stosunek ceny akcji do zysku spółki na jedną akcję), EV/EBIT (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych dla akcjonariuszy większościowych, długu netto oraz udziałów mniejszościowych spółki do zysku przed opodatkowaniem i opodatkowaniem) oraz EV/EBITDA (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych, długu netto spółki oraz udziałów mniejszościowych do zysku przed opodatkowaniem i opodatkowaniem powiększonego o amortyzację). Do wyceny porównawczej wykorzystaliśmy wskaźniki oparte na konsensusie analityków dla spółek zagranicznych o podobnym profilu działalności.

Ostateczną cenę otrzymaliśmy, obliczając średnią z dwóch wartości – wyceny metodą FCFE oraz metodą porównawczą, przy zachowaniu równych wag dla każdej z nich. Wyznaczona w ten sposób wartość jednej akcji Orbis SA jest wyższa od obecnej wartości rynkowej. Ostatecznie, zalecamy kupno akcji Spółki z ceną docelową 68,04 PLN.

**Tab. Podsumowanie wycen**

	wycena 1 akcji	waga
metoda DCF	65,28	50%
metoda porównawcza	70,81	50%
<b>wycena Orbis</b>	<b>68,04</b>	
obecna cena akcji	61,00	
potencjał wzrostu (%)	11,5%	

Źródło: BM BGŻ BNP.



## Wycena - DCF

Tab. Wycena metodą DCF

(mln PLN)		2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
hotele własne	Przychody	1 262,7	1 304,5	1 348,3	1 388,1	1 422,2	1 455,0	1 486,5	1 518,5	1 551,1	1 583,9	1 617,2
	Liczba pokoi na koniec roku	18 824	20 059	21 023	21 862	22 392	22 922	23 452	23 982	24 512	25 042	25 572
	Frekwencja	69,7%	70,3%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%
	ARR [PLN]	216,3	220,5	224,9	228,3	230,6	232,9	235,2	237,6	240,0	242,4	244,8
	RevPar	150,8	155,0	157,5	159,8	161,4	163,0	164,7	166,3	168,0	169,7	171,4
	EBIT	221,7	217,0	235,0	251,8	262,0	271,7	281,0	290,5	300,2	310,0	320,1
	Efektywna stopa podatkowa	14,4%	16,9%	17,0%	18,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
	NOPLAT	189,7	180,3	195,1	206,5	212,2	220,1	227,6	235,3	243,2	251,1	259,3
	Amortyzacja	139,3	144,1	148,4	152,2	155,3	158,4	161,5	164,7	167,9	171,1	174,3
	CAPEX	113,4	257,0	148,4	152,2	155,3	158,4	161,5	164,7	167,9	171,1	174,3
Investycje w kapitał obrotowy	4,1	-4,6	-4,5	-0,9	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	
<b>FCFF</b>	<b>211,6</b>	<b>72,0</b>	<b>199,6</b>	<b>207,4</b>	<b>212,9</b>	<b>220,8</b>	<b>228,3</b>	<b>236,0</b>	<b>243,9</b>	<b>251,9</b>	<b>260,0</b>	
Stopa wolna od ryzyka	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	0,0%	
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	0,0%	
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	
Koszt kapitału własnego	9,7%	9,6%	9,6%	9,5%	9,5%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	
Koszt długu	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Koszt długu po opodatkowaniu	4,3%	4,2%	4,2%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	
% kapitału własnego	79,5%	80,4%	81,2%	81,7%	82,2%	82,5%	82,6%	82,6%	82,6%	82,6%	82,6%	
% długu	20,5%	19,6%	18,8%	18,3%	17,8%	17,5%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	
<b>WACC</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,5%</b>	
Suma DFCF	1358,7											
Wartość rezidualna (TV)	4079,9											
Zdyskontowana TV	1836,6											
Wartość działalności operacyjnej	3 195,3											
Dług netto	187,5											
Wartość kapitału własnego	3007,8											
Liczba akcji (mln szt.)	46,1											
<b>Wartość 1 akcji</b>	<b>65,28</b>											

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP

Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia

		wzrost FCFF w nieskończoność					
		65,28	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
<b>WACC</b>	7,5%		60,08	62,73	65,78	69,33	73,54
	8,0%		59,85	62,49	65,53	69,07	73,26
	<b>8,54%</b>		59,63	62,25	<b>65,28</b>	68,81	72,99
	9,0%		59,40	62,01	65,03	68,55	72,71
	9,5%		59,18	61,78	64,79	68,30	72,44

		wzrost FCFF w nieskończoność					
		65,28	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
<b>Beta</b>	0,90		60,23	62,88	65,94	69,51	73,72
	1,05		59,93	62,56	65,61	69,16	73,35
	<b>1,20</b>		59,63	62,25	<b>65,28</b>	68,81	72,99
	1,35		59,33	61,94	64,95	68,47	72,62
	1,50		59,03	61,63	64,63	68,13	72,27

Źródło: BM BGŻ BNP



## Wycena – metoda porównawcza

Tab. Wycena metodą porównawczą

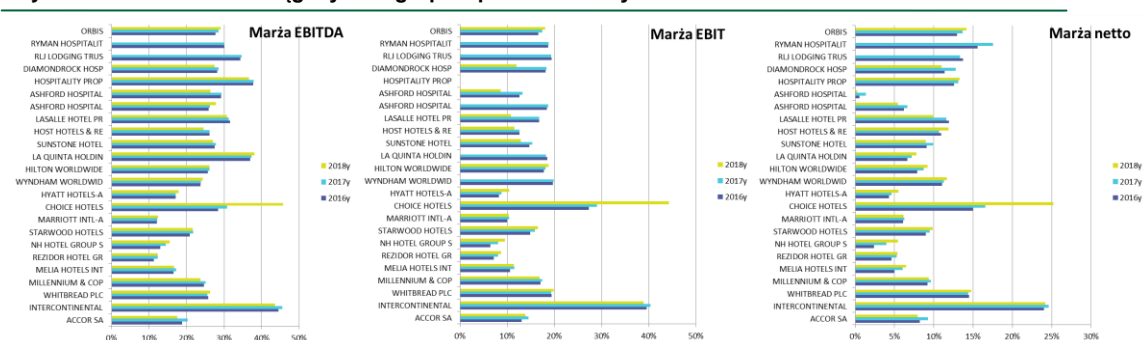
	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E			EV/EBITDAR 2015	Dividend Yield	Dług netto/EBITDA	
	Kapitałacja (EUR)	2016 P	2017 P	2018 P	2016 P	2017 P	2018 P	2016 P	2017 P				2018 P
<b>Europa</b>													
ACCOR SA	8 696,9	7,9	6,9	6,3	11,3	9,6	8,0	19,7	17,1	15,4	5,2	2,7%	-0,3
INTERCONTINENTAL	8 332,0	12,5	11,6	11,2	14,0	13,0	12,5	20,7	18,0	15,9	12,0	2,2%	0,3
WHITBREAD PLC	9 042,0	10,5	9,6	8,6	13,8	12,6	11,4	16,6	15,4	13,9	11,6	2,4%	1,0
MILLENNIUM & COP	1 655,1	10,9	10,5	9,8	15,2	14,6	13,3	15,9	15,0	13,8	12,8	1,7%	-
MELIA HOTELS INT	2 035,3	10,2	9,2	8,8	16,2	14,0	14,0	25,8	20,2	19,0	7,9	0,3%	2,4
REZIDOR HOTEL GR	677,4	5,6	4,9	4,9	8,8	7,5	7,0	14,1	11,6	11,1	-	1,8%	-
NH HOTEL GROUP S	1 387,1	11,6	9,8	8,9	23,4	17,7	14,5	-	22,2	15,8	-	-	4,7
<b>MEDIANA</b>	<b>5 183,7</b>	<b>10,3</b>	<b>9,4</b>	<b>8,7</b>	<b>13,9</b>	<b>12,8</b>	<b>11,9</b>	<b>18,2</b>	<b>16,3</b>	<b>14,6</b>	<b>11,6</b>	<b>2,0%</b>	<b>0,7</b>
<b>Ameryka Północna</b>													
STARWOOD HOTELS	12 470,7	13,9	13,4	12,3	19,6	18,3	16,3	29,3	27,0	24,2	10,8	1,8%	1,3
MARRIOTT INTL-A	15 732,8	11,5	10,6	9,6	13,9	12,7	11,5	18,4	15,8	13,6	12,5	1,4%	2,7
CHOICE HOTELS	2 593,5	13,8	13,1	12,4	14,4	13,8	12,8	21,7	20,0	18,4	14,1	1,6%	2,6
HYATT HOTELS-A	5 717,9	9,3	8,7	7,9	19,1	17,1	13,5	32,7	27,5	22,2	9,6	-	1,3
WYNDHAM WORLDWID	7 536,1	8,2	7,9	7,5	9,9	9,5	-	13,2	11,9	9,6	8,2	2,7%	2,3
HILTON WORLDWIDE	19 472,5	10,4	9,7	8,9	14,9	13,9	12,4	23,1	19,7	17,2	10,2	1,3%	3,6
LA QUINTA HOLDIN	1 349,2	8,5	8,2	7,8	16,9	16,8	-	22,8	20,6	18,5	8,8	-	5,3
<b>MEDIANA</b>	<b>7 536,1</b>	<b>10,4</b>	<b>9,7</b>	<b>8,9</b>	<b>14,9</b>	<b>13,9</b>	<b>12,8</b>	<b>22,8</b>	<b>20,0</b>	<b>18,4</b>	<b>10,2</b>	<b>1,6%</b>	<b>2,6</b>
<b>REITs</b>													
SUNSTONE HOTEL	2 497,6	10,7	10,2	10,4	19,9	18,3	21,8	15,7	14,2	16,0	-	1,6%	1,7
HOST HOTELS & RE	10 893,1	11,0	10,9	11,5	22,8	22,4	24,4	13,1	14,2	13,0	-	4,9%	2,8
LASALLE HOTEL PR	2 475,2	11,0	10,9	11,2	20,7	20,3	31,9	12,9	13,2	10,8	-	7,4%	3,8
ASHFORD HOSPITAL	259,0	10,6	10,2	9,3	15,0	14,3	-	7,4	6,5	11,5	-	3,9%	8,1
ASHFORD HOSPITAL	489,9	10,6	10,3	11,0	24,6	22,6	33,5	10,7	9,4	-	-	8,4%	10,4
HOSPITALITY PROP	3 392,7	9,5	9,2	8,9	-	-	-	6,9	7,1	-	-	8,0%	4,9
DIAMONDROCK HOSP	1 739,7	10,7	10,2	10,6	16,5	15,9	24,4	13,3	11,1	13,2	-	5,2%	3,9
RLJ LODGING TRUS	2 450,0	10,4	10,2	13,0	18,6	18,4	27,3	10,3	10,4	10,3	-	6,0%	4,0
RYMAN HOSPITALIT	2 321,5	11,4	10,8	-	18,3	17,5	-	13,0	12,0	-	13,3	5,9%	5,0
<b>MEDIANA</b>	<b>2 450,0</b>	<b>10,7</b>	<b>10,2</b>	<b>10,8</b>	<b>19,2</b>	<b>18,4</b>	<b>25,9</b>	<b>12,9</b>	<b>11,1</b>	<b>12,3</b>	<b>13,3</b>	<b>5,9%</b>	<b>4,0</b>
<b>Orbis</b>	698,6	8,3	7,8	7,4	13,8	12,8	11,9	16,6	15,2	14,2	6,9	2,5%	0,6
<b>MEDIANA</b>	<b>2 498</b>	<b>10,6</b>	<b>10,2</b>	<b>9,4</b>	<b>16,3</b>	<b>15,2</b>	<b>13,7</b>	<b>15,8</b>	<b>15,0</b>	<b>14,6</b>	<b>10,8</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,8</b>
Premia/dyskonto*		-21,7%	-23,4%	-21,2%	-15,4%	-16,3%	-13,3%	5,0%	1,1%	-3,0%	-35,9%		

Wycena 1 akcji (PLN) **70,81**

Źródło: Bloomberg, BM BGZ BNP, \*wartość dodatnia oznacza, że spółka jest relatywnie droższa od grupy porównawczej

Największe sieci hotelowe na świecie działają w większości przypadków w tzw. modelu „asset light”, co oznacza, iż większość bazy pokoi pochodzi z franczyzy. Z jednej strony takie podejście do biznesu umożliwia osiągnięcie wyższych marż (brak kosztów wynajmu lub amortyzacji nieruchomości hotelowych) i szybszy rozwój biznesu przy mniejszym zaangażowaniu kapitału. Jednakże opłata franczyzowa stanowi niewielki udział w przychodach hotelu, dlatego aby zwiększyć wynik operacyjny w tym samym stopniu, co przy inwestycji we własny hotel, konieczne jest otwarcie wielu hoteli franczyzowych. Chociaż Orbis posiada bardzo duży udział własnych hoteli w porównaniu do pozostałych operatorów, to poniższe porównanie pokazuje, iż generuje podobne marże na wszystkich poziomach. Uważamy więc, iż można dokonać wyceny Orbisu w oparciu o wskaźniki międzynarodowych sieci hotelowych działających w modelu „asset light”, które uzupełnione będą wyceną REITs, czyli podmiotów inwestujących wyłącznie w nieruchomości hotelowe.

Wyk. Porównanie marż osiągniętych w grupie spółek hotelowych



Źródło: Bloomberg, opracowanie BM BGZ BNP



## Opis wyników za 2015 r.

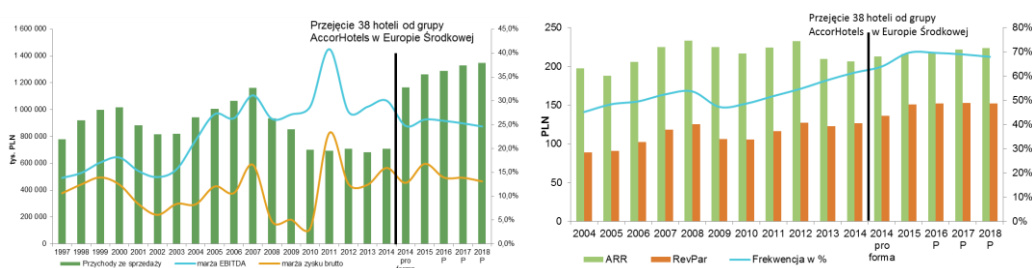
Tab. Wyniki finansowe

	1Q '14	2Q '14	3Q '14	4Q '14	2014	1Q '15	2Q '15	3Q '15	4Q '15	2015
Przychody ze sprzedaży	203,6	330,3	337,7	293,9	1 165,5	229,2	362,4	362,9	308,2	1 262,7
dynamika r/r	-	-	-	-	-	12,6%	9,7%	7,5%	4,9%	8,3%
<b>hotele własne</b>										
Liczba pokoi	15 453	15 460	15 449	15 449	15 449	15 460	15 462	15 298	15 298	15 298
Frekwencja	46,5%	70,3%	75,5%	63,3%	64,0%	53,5%	77,3%	82,0%	65,3%	69,7%
ARR	198,1	225,9	213,5	209,4	213,1	196,3	227,1	218,4	216,5	216,3
RevPar	92,2	158,8	161,2	132,5	136,4	105,0	175,5	179,0	141,3	150,8
<b>hotele franczyzowe i zarządzane</b>										
Liczba pokoi	2 430	2 620	2 697	2 697	2 697	3 125	3 125	3 381	3 526	3 526
Frekwencja	46,6%	55,6%	60,6%	50,1%	53,4%	49,0%	60,4%	68,7%	56,9%	58,2%
ARR	187,2	188,1	182,6	184,6	185,3	182,3	183,0	178,7	182,6	181,3
RevPar	87,3	104,5	110,6	92,6	98,9	89,2	110,5	122,8	103,9	105,6
EBITDAR	30,9	134,2	133,0	89,8	387,8	42,9	150,3	146,2	92,1	431,4
dynamika r/r	-	-	-	-	-	39,0%	12,0%	9,9%	2,5%	11,2%
marża brutto ze sprzedaży	15,2%	40,6%	39,4%	30,6%	33,3%	18,7%	41,5%	40,3%	29,9%	34,2%
EBITDA	6,4	109,7	107,3	64,8	288,2	18,3	124,8	120,1	66,0	329,3
dynamika r/r	-	-	-	-	-	186,1%	13,8%	12,0%	1,9%	14,3%
marża EBITDA	3,1%	33,2%	31,8%	22,0%	24,7%	8,0%	34,4%	33,1%	21,4%	26,1%
EBIT oczyszczony	-28,7	75,9	73,0	31,1	151,3	-16,1	90,0	85,4	30,7	190,0
dynamika r/r	-	-	-	-	-	-44,0%	18,6%	16,9%	-1,4%	25,5%
marża EBIT	-14,1%	23,0%	21,6%	10,6%	13,0%	-7,0%	24,8%	23,5%	9,9%	15,0%
Zysk netto	-26,7	67,9	64,6	-	-	-22,3	75,6	75,8	52,5	181,6
dynamika r/r	-	-	-	-	-	-16,3%	11,3%	17,4%	-	-
marża netto	-13,1%	20,6%	19,1%	-	-	-9,7%	20,9%	20,9%	17,0%	14,4%

Źródło: Spółka, dane proforma za 2014 r.

Dokonana na początku 2015 r. transakcja zakupu sieci 38 hoteli w Europie Środkowej od Accor Hotels pozwoliła osiągnąć Orbisowi rekordowe wyniki. Względem raportowanych w 2014 r. rezultatów Spółka zwiększyła przychody o 78,4%, zysk EBITDA o 55,0% a zysk netto o 103,6%. Dzięki bardzo dobrej koniunkturze makroekonomicznej, która wpływała pozytywnie na rynek hotelowy, jak i nieustannym działaniom poprawiającym efektywność operacyjną działalności, Orbis zanotował również solidny wzrost wyników względem danych pro forma za 2014 r. Przychody w 2015 r. wyniosły 1 262,7 mln PLN (+8,3% r/r), a odpowiadającym za ich przyrost była działalność hotelowa, której obroty poprawiły się o 10% r/r. Głównym czynnikiem wpływającym na przychody z usług noclegowych była o 5,7 pkt. proc. wyższa frekwencja w segmencie hoteli własnych. Dzięki temu, pomimo niewielkiej dynamiki cen (ARR +1,5%), wskaźnik RevPar, czyli przychód na jeden dostępny pokój, był wyższy o 10,6% r/r. Minimalnie wolniejszą poprawę obserwowaliśmy w segmencie hoteli franczyzowych i zarządzanych, gdzie przy 4,8 pkt. proc. wyższej frekwencji i lekkiej obniżce cen (-2,2% r/r), RevPar wzrósł o 6,8% r/r. Wyższa frekwencja, jak i zmiana modelu działalności przełożyły się na 6,4% wyższe przychody gastronomii. Otwarcia nowych hoteli (8 obiektów z 829 pokojami) w formule franczyzowej i zarządzania to przyczyna 31,3% wzrostu przychodów r/r w tej kategorii. Spadek zanotowały jedynie pozostałe przychody (-4,5% r/r).

Wyk. Wyniki finansowe (wyk. lewy) oraz dane operacyjne (wyk. prawy) w dłuższej perspektywie



Źródło: Notoria, Orbis, prognozy BM BGŻ BNP





Zarówno dzięki utrzymaniu dyscypliny kosztowej, jak i posiadanej dźwigni operacyjnej, tempo poprawy wyniku EBITDAR było wyższe (+11,2% r/r) względem dynamiki przychodów (+8,3% r/r). Efekt dźwigni zadziałał jeszcze lepiej na niższych poziomach RZiS. Koszty wynajmu nieruchomości (opłaty ponoszone przez Orbis w związku z dzierżawą hoteli) zwiększyły się o 2,5% r/r. EBITDA zanotowała więc 14,3% r/r dynamikę i wyniosła 329,3 mln PLN. Tym samym Spółka o 2,8% przekroczyła przedział prognozowanego wyniku na tym poziomie (310-320 mln PLN). Amortyzacja (hotele własne) przyrosła o 1,8% r/r, więc oczyszczony wynik EBIT był o 25,5% wyższy r/r. Spółka zanotowała w 2015 r. liczne zdarzenia jednorazowe (m.in. dodatni wynik na sprzedaży nieruchomości, aktualizacja wartości aktywów trwałych, koszty restrukturyzacji, zapłacony podatek PCC od umów zakupu udziałów), których saldo wyniosło +31,7 mln PLN (w tym +24,3 mln PLN w 4Q'15) wobec -12,0 mln PLN przed rokiem (w tym -16,6 mln PLN w 4Q'14). Wynik operacyjny wyniósł więc w 2015 r. 221,7 mln PLN (+59,2% r/r). Ujemne saldo z działalności finansowej w wysokości 9,5 mln PLN (vs +9,9 mln PLN w 2014 r.) obniżyło zysk przed opodatkowaniem do 212,2 mln PLN (+42,1% r/r). Orbis nie podał jednak zysku netto proforma za 4Q'14 nie możemy więc porównać tej linii wyników w stosunku rok do roku. W samym 2015 r. Spółka wykazała 14,4% stopy efektywnego podatku dochodowego, a zysk netto wyniósł 181,6 mln PLN, co przekłada się na 14,4% rentowności.

Przejęcie sieci hoteli od Accor znacznie zmieniło także strukturę bilansu Grupy Orbis. Powyższa transakcja finansowana była głównie długiem – o ile pod koniec 2014 r. Spółka posiadała 239,5 mln PLN gotówki netto, to po 2015 r. dług netto wyniósł 196,3 mln PLN. Jest to jednak bardzo bezpieczny poziom biorąc pod uwagę jego wartość względem EBITDA, która wynosi 0,47x. Dokonana akwizycja poprawiła także o 51% r/r generowany cash flow z działalności operacyjnej (OCF), który sięgnął 291,3 mln PLN. Stosunek OCF do EBITDA to 80,7%, co oscyluje wokół długoterminowej średniej tego wskaźnika dla Orbisu.

**Tab. Wyniki finansowe segmentów**

Hotele Up&Midscale	1Q '14	2Q '14	3Q '14	4Q '14	2014	1Q '15	2Q '15	3Q '15	4Q '15	2015
Przychody ze sprzedaży	157,4	256,4	263,5	228,3	905,5	179,8	282,3	283,5	239,0	984,6
dynamika r/r	-	-	-	-	-	14,3%	10,1%	7,6%	4,7%	8,7%
EBITDAR	32,2	114,5	116,0	81,0*	343,7	44,2	124,6	124,4	84,2	377,3
dynamika r/r	-	-	-	-	-	37,1%	8,8%	7,3%	3,9%	9,8%
marża brutto ze sprzedaży	20,5%	44,7%	44,0%	35,5%	38,0%	24,6%	44,1%	43,9%	35,2%	38,3%
EBITDA	11,1	93,8	94,0	59,7	258,6	22,9	102,7	102,1	61,6	289,4
dynamika r/r	-	-	-	-	-	106,5%	9,5%	8,6%	3,2%	11,9%
marża EBITDA	7,0%	36,6%	35,7%	26,2%	28,6%	12,7%	36,4%	36,0%	25,8%	29,4%
EBIT	-13,9	69,8	69,3	35,4	160,6	-1,9	77,4	77,2	35,8	188,5
dynamika r/r	-	-	-	-	-	-86,1%	11,0%	11,3%	1,2%	17,4%
marża EBIT	-8,8%	27,2%	26,3%	15,5%	17,7%	-1,1%	27,4%	27,2%	15,0%	19,1%
Zysk netto	-14,2	69,1	69,3	-	-	-2,0	77,0	77,0	34,3	186,2
dynamika r/r	-	-	-	-	-	-85,6%	11,5%	11,1%	-	-
marża netto	-9,0%	27,0%	26,3%	-	-	-1,1%	27,3%	27,1%	14,3%	18,9%

Źródło: Spółka, \* szacunki BM BGŻ BNP, dane proforma za 2014 r.

Hotele Ekonomiczne	1Q '14	2Q '14	3Q '14	4Q '14	2014	1Q '15	2Q '15	3Q '15	4Q '15	2015
Przychody ze sprzedaży	41,8	67,7	66,5	57,8	233,8	44,0	73,3	73,0	62,4	252,8
dynamika r/r	-	-	-	-	-	5,4%	8,3%	9,7%	8,0%	8,1%
EBITDAR	16,1	38,0	37,0	29,4*	120,5	16,4	41,1	38,6	28,5	124,5
dynamika r/r	-	-	-	-	-	1,9%	8,0%	4,3%	-3,2%	3,3%
marża brutto ze sprzedaży	38,6%	56,2%	55,6%	50,9%	51,6%	37,4%	56,0%	52,8%	45,6%	49,3%
EBITDA	13,2	34,7	33,7	26,2	107,8	13,5	37,8	35,2	25,3	111,8
dynamika r/r	-	-	-	-	-	2,3%	8,9%	4,4%	-3,6%	3,7%
marża EBITDA	31,5%	51,3%	50,6%	45,4%	46,1%	30,6%	51,6%	48,2%	40,5%	44,2%
EBIT	3,9	25,7	24,8	17,5	71,9	4,6	29,1	26,2	16,7	76,5
dynamika r/r	-	-	-	-	-	17,8%	13,2%	5,6%	-4,8%	6,5%
marża EBIT	9,3%	37,9%	37,3%	30,3%	30,8%	10,4%	39,6%	35,9%	26,8%	30,3%
Zysk netto	3,6	25,4	24,5	-	-	4,4	28,8	26,0	16,4	75,6
dynamika r/r	-	-	-	-	-	21,6%	13,6%	5,8%	-	-
marża netto	8,7%	37,5%	36,9%	-	-	10,0%	39,3%	35,5%	26,3%	29,9%

Źródło: Spółka, \* szacunki BM BGŻ BNP, dane proforma za 2014 r.

Orbis publikuje również wyniki w rozbiciu na segmenty posiadanych marek. Hotele ekonomiczne obejmują marki: Ibis, Ibis Budget oraz Ibis Styles. Hotele Up&Midscale to pozostałe brandy, czyli Sofitel,





Mgallery, Pullman, Novotel oraz Mercure. Zarówno za większość generowanych rezultatów, jak i zanotowanego w ubiegłym roku wzrostu odpowiada segment Up&Midscale. Jego przychody poprawiły się o 8,7% r/r. Źródłem wyższego RevPar (+11,7% r/r) wśród własnych hoteli była lepsza o 5,2 pkt. proc. frekwencja. Bardzo dobrze zachowywała się także średnia cena na pokój (ARR): +3,3% r/r. O wiele mniejszy wzrost obserwowany był wśród hoteli franczyzowych i zarządzanych w segmencie Up&Midscale: przy wyższej o 4,3 pkt. proc. frekwencji i niższej o 3,4% r/r cenie, RevPar poprawiony został o 4,9% r/r. RevPar hoteli ekonomicznych rósł znacznie szybciej, przy czym w tym segmencie lepsze zachowanie cechowała hotele franczyzowe i zarządzane (+12,9% r/r) niż hotele własne (+7,9% r/r). W obydwu formach działania ponownie głównym źródłem poprawy był wzrost frekwencji (+7,0 pkt. proc. wśród hoteli własnych i +5,1 pkt. proc. wśród hoteli franczyzowych). Skorelowany był on ze spadkiem średniej ceny za pokój w hotelach Ibis Budget (ARR hoteli własnych -2,5%, ceny w Ibis Budget -13% r/r, równocześnie marka ta zanotowała najwyższą frekwencję w Grupie). W ramach hoteli franczyzowych ARR wzrósł (+3,5% r/r), zwracamy jednak uwagę na większą różnicę w cenach pomiędzy hotelami franczyzowymi i własnymi w segmencie ekonomicznym niż w Up&Midscale.

Pomimo podobnego tempa poprawy przychodów, opisywane segmenty zanotowały odmienne tendencje jeżeli chodzi o rentowność. Poprawa marży w hotelach Up&Midscale wynikała z opisywanego powyżej wzrostu cen w hotelach własnych (47 obiektów), pomimo spadku cen w hotelach franczyzowych (15 obiektów). W przypadku segmentu ekonomicznego mieliśmy do czynienia z odwrotną sytuacją: ceny były niższe w obrębie własnych hoteli (32 obiekty), a wyższe we franczyzie i zarządzaniu (14 obiektów), co pomimo lepszej frekwencji, negatywnie wpłynęło na pokrycie kosztów stałych i doprowadziło do lekkiego spadku marży na poziomie EBITDAR. Zniżka ta była ograniczana na niższych poziomach RZiS przez minimalny tylko wzrost kosztów wynajmu oraz lekki spadek amortyzacji.

**Tab. Dane operacyjne segmentów**

Hotele Up&Midscale		1Q '14	2Q '14	3Q '14	4Q '14	2014	1Q '15	2Q '15	3Q '15	4Q '15	2015
hotele własne	Frekwencja	44,6%	69,7%	76,1%	62,0%	63,2%	51,5%	75,6%	81,7%	63,5%	68,4%
	ARR	224,0	248,9	234,3	232,9	236,2	225,5	263,5	245,5	244,4	243,9
	RevPar	100,0	173,5	178,2	144,3	149,2	116,1	191,7	200,5	155,3	166,7
hotele franczyzowe i zarządzane	Frekwencja	45,0%	50,2%	56,7%	50,3%	50,8%	51,4%	55,6%	63,8%	54,7%	55,1%
	ARR	242,5	240,6	225,9	223,8	234,8	229,8	230,7	219,6	229,0	226,9
	RevPar	109,1	120,9	128,0	117,6	119,3	118,2	128,3	140,0	125,4	125,1

Źródło: Spółka, dane proforma za 2014 r.

Hotele Ekonomiczne		1Q '14	2Q '14	3Q '14	4Q '14	2014	1Q '15	2Q '15	3Q '15	4Q '15	2015
hotele własne	Frekwencja	51,0%	71,7%	74,2%	66,4%	65,9%	58,1%	81,2%	82,6%	69,1%	72,9%
	ARR	145,3	174,0	163,8	158,2	161,7	136,3	169,8	158,7	159,8	157,6
	RevPar	74,1	124,7	121,5	105,1	106,5	79,2	138,0	131,0	110,4	114,9
hotele franczyzowe i zarządzane	Frekwencja	48,5%	62,1%	65,2%	50,0%	56,2%	46,4%	64,9%	73,4%	59,1%	61,3%
	ARR	128,5	136,7	138,2	136,7	135,6	128,0	143,7	145,3	140,1	140,3
	RevPar	62,3	84,8	90,1	68,4	76,2	59,4	93,4	106,6	82,8	86,0

Źródło: Spółka, dane proforma za 2014 r.

Orbis publikuje także podstawowe dane poszczególnych krajów (przychody i EBITDAR), przy czym nie podane zostały dane porównywalne za 2014 r. Porównać możemy natomiast wskaźniki operacyjne. Polska zanotowała najwyraźniejszy przyrost frekwencji (+6,5% w hotelach własnych i +7,8% w hotelach franczyzowych). Był on rezultatem zarówno omawianych promocji cenowych w marce Ibis Budget, jak i działań promocyjnych w hotelach Mercure i Novotel (Early Booking, City Breaks). Dzięki poprawie infrastruktury transportowej (budowa autostrad, pociągi Pendolino), najlepiej performowały hotele w największych miastach: Warszawie, Krakowie, Katowicach, Wrocławiu i Trójmieście. Natomiast polepszenie nastrojów konsumenckich wpłynęło na bardziej dynamiczny rozwój segmentu gości indywidualnych, zarówno turystycznych, jak i biznesowych. Wśród gości korporacyjnych pozytywnie należy wyróżnić w Polsce segment MICE – dzięki większej liczbie grup biznesowych i konferencji, zrekompensowane zostały duże, jednorazowe wydarzenia z 2014 r. Poprawę obrotów zanotowała także gastronomia – większa liczba gości oznaczała wzrost przychodów



ze śniadań, a lepsza koniunktura w segmencie MICE to wyższe przychody z bankietów i konferencji. Dodatkowo w hotelach Novotel pomogło wprowadzenie nowej koncepcji gastronomicznej NOVO<sup>2</sup>.

Drugim, co do wielkości rynkiem dla Orbisu są Węgry (22,2% przychodów Grupy). Hotele własne (Spółka posiada tylko 1 hotel franczyzowy na Węgrzech) w tym kraju poprawiły frekwencję o 3,5 pkt. proc., co przy wyższej o 4,4% r/r średniej cenie przełożyło się na +9,9% RevPar. Zgodnie z komentarzem Zarządu, najlepszy trend obserwowany był wśród gości indywidualnych, w szczególności dzięki rezerwacjom pochodzącym z kanałów dystrybucyjnych i od touroperatorów. Znaczący udział posiadały tzw. grupy last minute, co pozytywnie oddziaływało na średnią cenę. Trendy te z nadwyżką zrekompensowały spadek popytu z rynku rosyjskiego. Dzięki większej liczbie jednorazowych grup i konferencji wzrost nastąpił także w segmencie MICE. Węgry zanotowały natomiast niższą sprzedaż w segmencie gości korporacyjnych.

Dobra koniunktura na rynku hotelowym nie ominęła Czech. Chociaż ubytek przychodów związany z mniejszą liczbą gości z Rosji nadrobiony został dopiero od II kwartału, to bardzo dobre II półrocze przesądziło o 12,8% rocznej dynamice RevPar wśród hoteli własnych (Spółka posiada tylko 1 hotel franczyzowy w Czechach). Frekwencja wzrosła o 6 pkt. proc, a średnia cena o 4% r/r w 2015 r. Także w przypadku Czech, Zarząd najlepiej ocenia trendy wśród grupy gości indywidualnych. Na osiągnięte w tym kraju wyniki pozytywnie wpływały także wydarzenia jednorazowe, takie jak mistrzostwa świata w hokeju na lodzie (maj) oraz imprezy związane z Europejską Stolicą Kultury w Pilźnie (II półrocze).

Pozostałe kraje, w których Orbis posiada własne hotele, zanotowały 11,4% r/r wyższy RevPar na bazie 4,5 pkt. proc. poprawy frekwencji i +5,1% dynamice średniej ceny. W Wilnie, wyniki szczególnie mocno wspierały podwyżki cen podczas dużych imprez. W Bratysławie duży popyt ze strony gości biznesowych zrekompensował niższe zainteresowanie ze strony grup turystycznych. Zgodnie z komentarzem Zarządu, wzrost w segmencie korporacyjnym odnotowany w 3Q'15 i 4Q'15 nastąpił w związku zżywieniem przemysłu motoryzacyjnego oraz pobytami długoterminowych kluczowych klientów. W Bukareszcie wyższe przychody były wynikiem poprawy frekwencji, ze względu na lekki spadek średniej ceny. Wysoki popyt w segmencie gości indywidualnych był możliwy dzięki licznym konferencjom i imprezom kulturalnym. Zrekompensowany w ten sposób został znaczny spadek sprzedaży w segmencie korporacyjnym, spowodowany zakończeniem dużych projektów realizowanych w 2014 r. W przypadku grupy hoteli franczyzowych w pozostałych krajach (15 obiektów), RevPar zanotował jedynie 2,5% wzrost r/r dzięki frekwencji (+4,1 pkt. proc.), która skompensowała niższe o 3,9% r/r średnie ceny.

**Tab. Dane operacyjne wg krajów**

Hotele własne		1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	2014	1Q'15	2Q'15	3Q'15P	4Q'15	2015
Polska	Frekwencja	45,8%	66,6%	72,3%	61,7%	61,7%	54,8%	74,3%	78,3%	64,1%	68,2%
	ARR	198,8	219,9	209,4	202,6	208,6	192,9	219,2	210,1	206,3	208,3
	RevPar	91,1	146,5	151,3	125,0	128,6	105,7	162,9	164,4	132,3	142,0
Węgry	Frekwencja	42,2%	77,8%	83,1%	63,9%	66,9%	46,5%	82,1%	90,1%	62,4%	70,4%
	ARR	198,9	232,0	218,2	221,5	220,1	209,1	232,3	229,6	238,6	229,8
	RevPar	83,9	180,6	181,3	141,5	147,1	97,2	190,8	207,0	148,8	161,7
Czechy	Frekwencja	54,5%	75,0%	80,2%	68,2%	69,5%	54,1%	84,4%	88,2%	74,9%	75,5%
	ARR	167,4	245,7	226,2	214,1	217,2	167,4	258,7	236,6	219,1	225,9
	RevPar	91,3	184,4	181,4	146,0	151,1	90,5	218,3	208,7	164,2	170,5
Pozostałe kraje	Frekwencja	62,0%	81,2%	80,0%	78,4%	74,7%	65,2%	86,6%	87,8%	77,0%	79,2%
	ARR	236,8	238,6	222,7	235,9	233,2	239,2	248,0	240,5	252,1	245,1
	RevPar	146,8	193,8	178,2	177,9	174,3	156,0	214,7	211,2	194,1	194,1
Grupa Orbis	<b>Frekwencja</b>	<b>46,5%</b>	<b>70,3%</b>	<b>75,5%</b>	<b>63,3%</b>	<b>64,0%</b>	<b>53,5%</b>	<b>77,3%</b>	<b>82,0%</b>	<b>65,3%</b>	<b>69,7%</b>
	<b>ARR</b>	<b>198,1</b>	<b>225,9</b>	<b>213,5</b>	<b>209,4</b>	<b>213,1</b>	<b>196,3</b>	<b>227,1</b>	<b>218,4</b>	<b>216,5</b>	<b>216,3</b>
	<b>RevPar</b>	<b>92,2</b>	<b>158,8</b>	<b>161,2</b>	<b>132,5</b>	<b>136,4</b>	<b>105,0</b>	<b>175,5</b>	<b>179,0</b>	<b>141,3</b>	<b>150,8</b>

Zródło: Spółka, dane proforma za 2014 r.

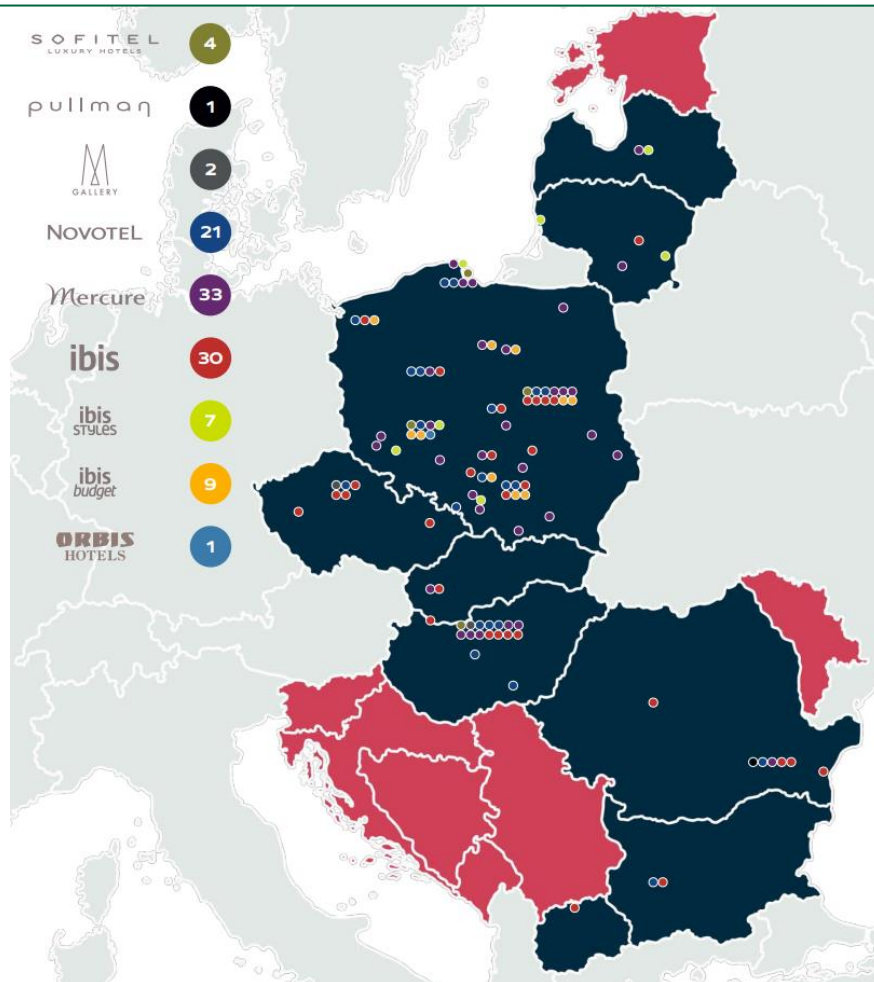


Hotele franczyzowe i zarządzane		1Q '14	2Q '14	3Q '14	4Q '14	2014	1Q '15	2Q '15	3Q '15P	4Q '15	2015
Polska	Frekwencja	39,1%	33,1%	41,8%	36,6%	37,6%	45,4%	41,6%	57,0%	43,3%	45,4%
	ARR	232,7	169,9	165,2	179,8	185,0	207,6	182,0	179,1	191,6	189,4
	RevPar	91,0	56,3	69,0	65,8	69,6	94,2	75,6	102,1	82,9	86,0
Węgry	Frekwencja	35,3%	72,3%	77,3%	69,4%	63,7%	52,4%	81,2%	85,8%	67,5%	69,9%
	ARR	171,3	236,0	228,9	212,0	218,5	195,4	276,9	286,3	271,2	259,3
	RevPar	60,4	170,7	176,9	147,0	139,1	102,4	224,8	245,6	183,2	181,2
Czechy	Frekwencja	24,0%	47,3%	54,7%	43,6%	42,5%	36,5%	65,2%	63,1%	45,7%	52,7%
	ARR	158,6	166,3	152,5	166,9	161,0	145,7	147,7	143,2	161,9	149,0
	RevPar	38,0	78,7	83,5	72,8	68,4	53,1	96,3	90,3	74,0	78,5
Pozostałe kraje	Frekwencja	54,2%	67,4%	70,2%	56,5%	62,1%	51,7%	70,6%	75,3%	66,0%	66,2%
	ARR	170,6	187,7	183,8	183,6	182,2	168,7	180,3	174,8	175,7	175,1
	RevPar	92,5	126,4	129,0	103,7	113,1	87,1	127,3	131,7	115,9	115,9
Grupa Orbis	Frekwencja	46,6%	55,6%	60,6%	50,1%	53,4%	49,0%	60,4%	68,7%	56,9%	58,2%
	ARR	187,2	188,1	182,6	184,6	185,3	182,3	183,0	178,7	182,6	181,3
	RevPar	87,3	104,5	110,6	92,6	98,9	89,2	110,5	122,8	103,9	105,6

Źródło: Spółka, dane proforma za 2014 r.

## Opis Spółki

### Wyk. Hotele Grupy Orbis



Źródło: Orbis

Dokonana przez Orbis, w dniu 8 stycznia 2015 r., akwizycja 38 hoteli od głównego akcjonariusza, czyli Accor S.A. umożliwiła wyraźną dywersyfikację geograficzną Spółki. Dotychczas Orbis działał głównie w Polsce, przy niewielkim udziale państw nadbałtyckich. Transakcja obejmowała 11 hoteli własnych, 17 w



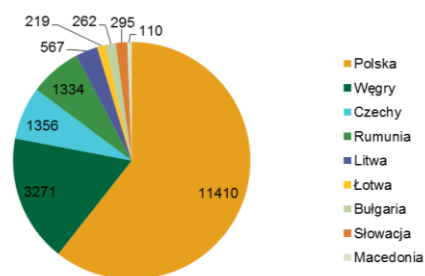
dzierżawie, 9 działających na podstawie umowy o zarządzanie oraz 1 we franczyzie. Obiekty te znajdowały się na Węgrzech, Czechach, Rumunii, Słowacji i Bułgarii. W marcu 2015 r. otwarty został również hotel w Macedonii. Równocześnie Orbis odnowił z Accor S.A. Generalną Umowę Licencyjną do prowadzenia działalności hotelowej pod markami Accor do 2035 r., która umożliwiła Orbisowi działalność w 16 krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Poza krajami, w których Spółka jest już obecna, otwiera to możliwość ekspansji do Bośni i Hercegowiny, Czarnogóry, Chorwacji, Estonii, Macedonii, Słowenii oraz Serbii.

**Tab. Liczba pokoi hotelowych Grupy Orbis**

	Sofitel	Mgallery	Pullman	Novotel	Mercure	Ibis	Ibis Budget	Ibis Styles	Orbis Wrocław	
Polska	własność	470			3212	2685	1949	1183	133	294
	dzierżawa	205								
	zarządzanie									
	franczyza					930		349		
Węgry	własność				455	130	235			
	dzierżawa	357			497	1168	349			
	zarządzanie		80							
	franczyza									
Czechy	własność				146	139	536			
	dzierżawa		174				271			
	zarządzanie									
	franczyza						90			
Rumunia	własność									
	dzierżawa				257					
	zarządzanie			203		114	760			
	franczyza									
Litwa	własność									
	dzierżawa				157					
	zarządzanie						125			
	franczyza					47		236		
Łotwa	własność									
	dzierżawa									
	zarządzanie									
	franczyza					143		76		
Słowacja	własność									
	dzierżawa					175	120			
	zarządzanie									
	franczyza									
Bułgaria	własność									
	dzierżawa									
	zarządzanie				178					
	franczyza						84			
Macedonia	własność									
	dzierżawa									
	zarządzanie						110			
	franczyza									
RAZEM	własność	470			3813	2954	2720	1183	133	294
	dzierżawa	562	174		911	1343	740			
	zarządzanie		80	203	178	114	995			
	franczyza					1120	174		661	

Źródło: Prezentacja Spółki, opracowanie BM BGŻ BNP

**Wyk. Liczba pokoi w poszczególnych krajach**



Źródło: Orbis, opracowanie BM BGŻ BNP

Polska pozostaje głównym rynkiem Orbisu, z 60,6% udziałem w liczbie posiadanych pokoi. Drugim co do wielkości krajem w strukturach Spółki są Węgry (17,4% pokoi). Dla wyników istotne są także Czechy (7,2%) oraz Rumunia (7,1% pokoi), która jest największa w grupie „Pozostałe kraje”. Pod względem formy działalności, 88% pokoi w Polsce znajduje się w hotelach własnych. Podobnie jest w Czechach i na Węgrzech (po 1 hotelu franczyzowym). Inna struktura jest w pozostałych krajach, gdzie 75% pokoi znajduje się w hotelach franczyzowych i pod zarządzaniem.



Tab. Marki hoteli Orbis

Marka	Opis	Profil gości	Obecność w grupie Accor
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Pełna gama usług</li> <li>Minimum 100 pokoi</li> <li>Marka luksusowa, inspirowana francuskim stylem i elegancją, niezestandardyzowana</li> </ul>	<p>52% turystów</p> <p>48% gości biznesowych</p>	<p>121 hoteli w 41 krajach, ok. 30,9 tys. pokoi</p>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Pełna gama usług</li> <li>Minimum 180 pokoi</li> <li>Designerskie hotele wysokiej klasy, niezestandardyzowana</li> </ul>	<p>45% turystów</p> <p>55% gości biznesowych</p>	<p>108 hoteli w 31 krajach, ok. 31 tys. pokoi</p>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Minimum 50 pokoi</li> <li>Marka klasy wyższej, niezestandardyzowana</li> <li>Hotel butikowy oferujący luksusowe pobyty takie jak: weekendy tematyczne, seminaria, podróże służbowe</li> </ul>	<p>60% turystów</p> <p>40% gości biznesowych</p>	<p>82 hoteli w 23 krajach, ok. 8,3 tys. pokoi</p>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Pełna gama usług</li> <li>Minimum 120 pokoi</li> <li>Marka klasy średniej, zestandardyzowana, oparta na prostocie i elegancji</li> </ul>	<p>40% turystów</p> <p>60% gości biznesowych</p>	<p>459 hoteli w 61 krajach, ok. 87,2 tys. pokoi</p>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Pełna gama usług</li> <li>Minimum 80 pokoi</li> <li>Marka klasy średniej, niezestandardyzowana, łączy wysoką jakość z niezobowiązującą atmosferą</li> </ul>	<p>44% turystów</p> <p>56% gości biznesowych</p>	<p>741 hotele w 56 krajach, ok. 93,3 tys. pokoi</p>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Pełna gama usług</li> <li>Minimum 60 pokoi</li> <li>Europejski lider w segmencie hoteli klasy ekonomicznej, marka zestandardyzowana</li> </ul>	<p>42% turystów</p> <p>58% gości biznesowych</p>	<p>1 068 hoteli w 64 krajach, ok. 134,8 tys. pokoi</p>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Minimum 50 pokoi</li> <li>Marka niezestandardyzowana, większość hoteli zarządzana na podstawie umowy franczyzowej</li> </ul>	<p>42% turystów</p> <p>58% gości biznesowych</p>	<p>310 hoteli w 30 krajach, ok. 29,2 tys. pokoi</p>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Minimum 80 pokoi</li> <li>Marka zestandardyzowana, nowoczesny i prosty design w przystępnej cenie</li> </ul>	<p>35% turystów</p> <p>65% gości biznesowych</p>	<p>551 hotele w 17 krajach, ok. 52,7 tys. pokoi</p>

Zródło: BM BGŻ BNP



**Tab. Porównanie struktury Accor i Orbis w 2015 r.**

	Accor	HotelInvest	%	HotelServices	%	Orbis	Własne i leasing	%	Franczyza i zarządzanie	%
Liczba hoteli	3 873	1 288	33%	2 585	67%	108	79	73%	29	27%
Liczba pokoi	507 952	179 331	35%	328 621	65%	18 822	15 297	81%	3 525	19%
-segment luksusowy	80 636	10 383	13%	70 253	87%	1 489	1 206	81%	283	19%
-segment średni	186 798	63 434	34%	123 364	66%	10 727	9 315	87%	1 412	13%
-segment ekonomiczny	240 518	105 169	44%	135 349	56%	6 606	4 776	72%	1 830	28%
Przychody w mln EUR*	5 581	4 815	86%	1 339	24%	293,7	290,4	99%	3,3	1%

Źródło: Prezentacje i sprawozdania Spółek, opracowanie BM BGŻ BNP; \* przychody Accor zawierają -576 mln EUR wyłącznie konsolidacyjnych, przychody Orbisu przeliczone po kursie EUR/PLN = 4,30

Strategicznym partnerem Orbisu jest jeden z największych na świecie operatorów hotelowych – francuski Accor Hotels. Jest to lider na rynku europejskim, natomiast na świecie pod względem liczby pokoi większą skalę posiadają: Marriott (będzie on globalnym liderem po połączeniu z Starwood), Hilton, IHG oraz Wyndham Worldwide. Podobnie jak wymienione wcześniej spółki, Accor postawił w ostatnich latach na model rozwoju „asset light” polegający na sprzedaży posiadanych hoteli i rozwoju swoich marek poprzez franczyzę. Jest to atrakcyjny model biznesu ze względu na niewielkie nakłady kapitałowe, możliwość szybkiego otwierania hoteli, uzyskiwania wyższej marży oraz koncentracji na posiadanym know-how i zarządzaniu portfolio marek. W tym celu Accor wydzielił dwie dywizje – HotelInvest, który jest operatorem własnych i leasingowanych obiektów oraz HotelService, który zajmuje się częścią franczyzową i zarządzaniem hotelami. Warto zwrócić jednak uwagę, iż posiadając 63% pokoi Accor, segment HotelService odpowiada za 24% generowanych obrotów.

**Tab. Porównanie wskaźników operacyjnych Accor i Orbis w 2015 r.**

Własne/leasing	Obłożenie	ARR	RevPar	Franczyza/zarządzanie	Obłożenie	ARR	RevPar	
Francja	64%		79	50	Francja	68%	79	54
Europa Północno-Wschodnia	69%		86	60	Europa Północno-Wschodnia	75%	79	59
Europa Południowa, Afryka	64%		106	67	Europa Południowa, Afryka	70%	67	47
Azja, Pacyfik	68%		80	54	Azja, Pacyfik	73%	77	56
Ameryka	63%		88	56	Ameryka	65%	61	39
Accor	66%		84	56	Accor	71%	76	54
Orbis	70%		50	35	Orbis	58%	42	25

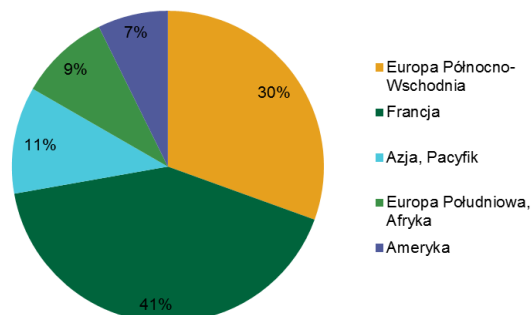
Źródło: Prezentacje i sprawozdania Spółek, opracowanie BM BGŻ BNP, ARR i RevPar w EUR

**Tab. Porównanie rentowności Accor i Orbis w 2015 r.**

	Accor	HotelInvest	HotelServices	Orbis
marża EBITDAR	31,9%	29,6%	31,8%	34,2%
marża EBITDA	17,7%	13,6%	29,8%	26,1%
marża EBIT	11,9%	7,8%	26,8%	17,6%

Źródło: Prezentacje i sprawozdania Spółek, opracowanie BM BGŻ BNP

**Wyk. Struktura geograficzna przychodów Accor w 2015 r.**



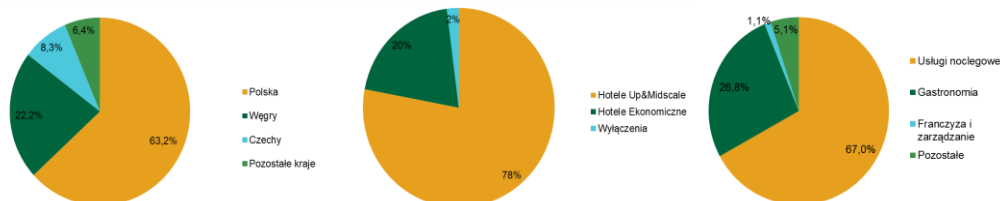
Źródło: Prezentacja Accor

Atrakcyjność modelu franczyzowego zauważymy porównując osiągnięte marże – o ile różnice na poziomie EBITDAR są nieznaczne, to biorąc pod uwagę koszty hoteli leasingowanych oraz amortyzację hoteli własnych, rozbieżność pomiędzy marżą EBIT wynosiła 19 pkt. proc. O ile HotelService odpowiadał za 24% przychodów, to przynosi on 48,7% wyniku EBIT dla grupy Accor. W najbliższych latach Orbis chce korzystać z doświadczeń Accor i w celu optymalizacji portfela hoteli, sprzedawane będą najmniej marżowe obiekty. Równocześnie zdecydowana większość otwarć (18/21) w horyzoncie do końca 2017 r. odbędzie się w modelu franczyzowym.





### Wyk. Struktura przychodów Orbisu

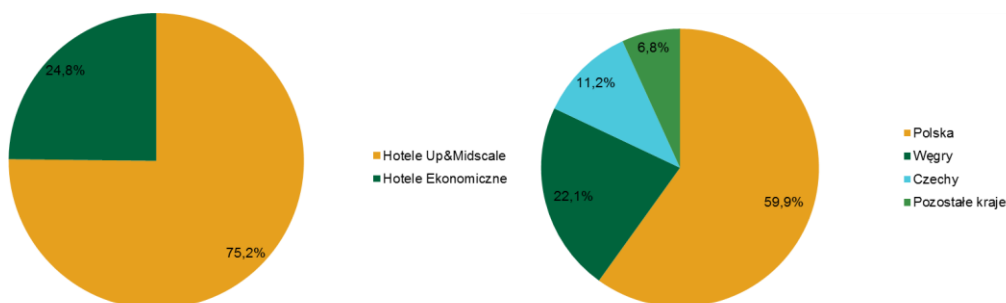


Źródło: Spółka

Liczba posiadanych w danym państwie pokoi ma bezpośrednie przełożenie na strukturę generowanych przychodów. Ponad 63% obrotu pochodzi więc z Polski, 22,2% z Węgier, 8,3% z Czech, a 6,4% przypada na pozostałe kraje. Różnica pomiędzy udziałem w liczbie pokoi a osiąganymi przychodami w przypadku Węgier i pozostałych krajów wynika ze struktury hoteli. Na Węgrzech największy udział w porównaniu do pozostałych państw posiada segment Up&Midscale i hotele własne, natomiast w pozostałych krajach więcej jest hoteli franczyzowych w segmencie ekonomicznym. Z uwagi na wyższą średnią cenę (243,9 PLN vs 157,6 PLN) Up&Midscale posiada większy udział w przychodach (78%), względem udziału w liczbie pokoi (64,9%). Orbis podaje także podział obrotów pod względem usług noclegowych (67%), gastronomii (26,8%), franczyzy i zarządzania (1,1%) oraz pozostałych (5,1%). Usługi gastronomiczne, chociaż niżej marżowe względem podstawowej działalności hotelowej, są istotnym elementem przychodowym. Dodatkowo w ostatnich latach Orbis znacznie unowocześnił koncepty restauracyjne w Polsce: NOVO<sup>2</sup> w Novotelu, Winestone w Mercure albo *I love Burger* w sieci Ibis. Miało to na celu zmianę postrzegania hotelowych restauracji przez gości, którzy korzystając z dobrej lokalizacji hoteli woleli dotychczas skorzystać z usług pobliskich lokali, jak i przyciągnąć dodatkowych klientów spoza hotelu.

Franczyza nie stanowi jeszcze istotnej części obrotów ze względu na niewielką skalę działalności. Pomimo, iż hotele franczyzowe i zarządzane odpowiadają za prawie 19% pokoi Orbisu, Spółka pobiera jedynie procentową opłatę od generowanych przez nich obrotu oraz świadczonych usług (np. konsulting). Równocześnie rozwój tego konceptu nie ponosi za sobą istotnych kosztów, dlatego jest on o wiele bardziej rentowny, jeżeli chodzi o procentową marżę, względem hoteli własnych.

### Wyk. Struktura EBITDAR Orbisu



Źródło: Spółka

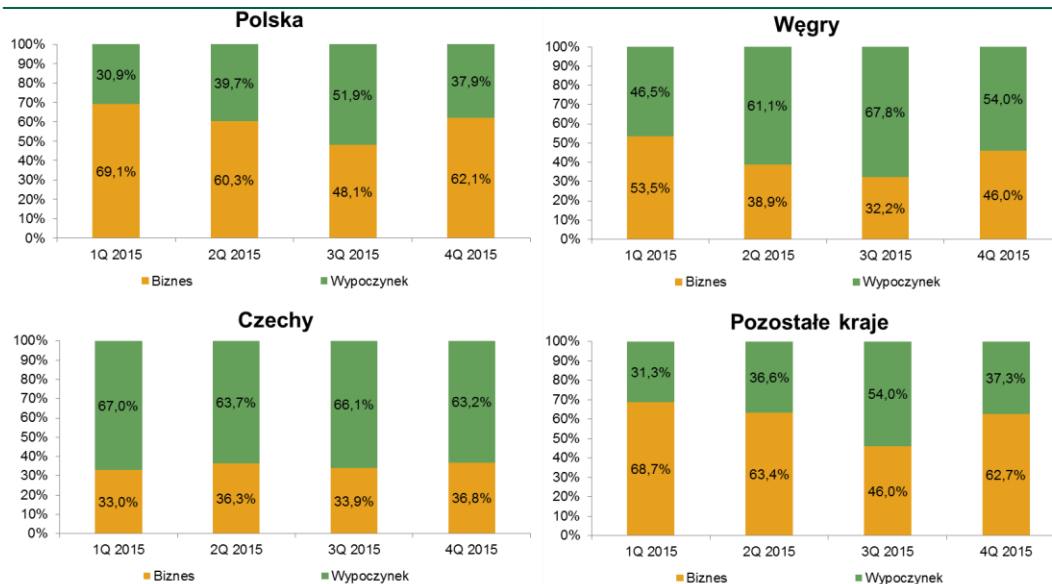
Podział EBITDAR zarówno pomiędzy segmenty hoteli, jak i poszczególne kraje, jest podobny do dystrybucji przychodów. Niewielkie różnice wynikają ze struktury posiadanych obiektów w poszczególnych grupach. Na przykład wśród hoteli ekonomicznych znajdziemy większy odsetek franczyzowych. Jeżeli chodzi o podział geograficzny, to nieco wyższa rentowność w Czechach (45,9% EBITDAR w 2015 r.) to rezultat





najwyższego odsetka hoteli ekonomicznych w tym kraju (66%), względem reszty państw, gdzie marża EBITDAR znajduje się pomiędzy 32%-36%, przy średnim udziale hoteli ekonomicznych na poziomie 34,7%.

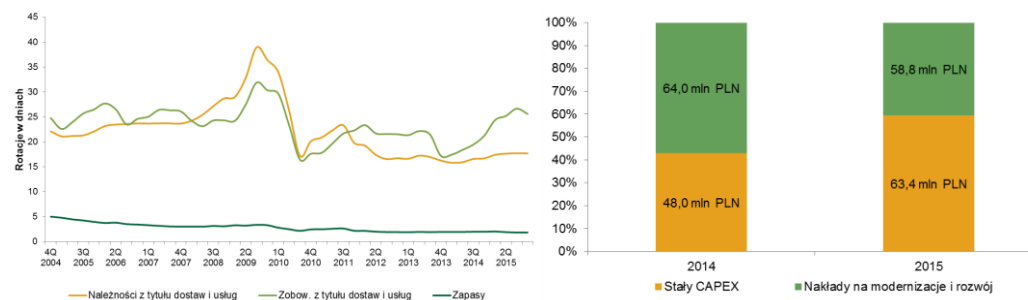
#### Wyk. Struktura klientów Grupy w poszczególnych krajach



Źródło: Orbis, opracowanie BM BGŻ BNP

Wyraźną przewagę klientów w segmencie Wypoczynek widzimy w Czechach i na Węgrzech, ponieważ zdecydowana większość hoteli znajduje się w stolicach wymienionych krajów, a są one ważnymi celami turystycznymi. W Polsce oraz pozostałych krajach występuje zauważalna przewaga klientów biznesowych, przy sezonowym w 3Q wzroście udziału Wypoczynku.

#### Wyk. Zarządzanie kapitałem obrotowym (wyk. lewy) oraz podział nakładów inwestycyjnych (wyk. prawy)



Źródło: Orbis, opracowanie BM BGŻ BNP

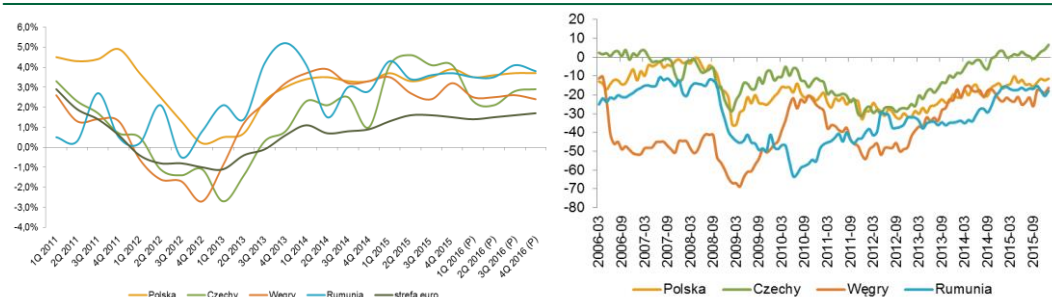
Wskaźniki rotacji, z których składa się cykl konwersji gotówki utrzymują się w Orbisie na stabilnym poziomie. Dla sytuacji gotówkowej Spółki ważniejsza jest więc analiza nakładów inwestycyjnych. Podstawą jest tzw. maintenance (stały) CAPEX, który przeznaczany jest na utrzymanie stanu hoteli i wynosi ok. 4-5% w stosunku do sprzedaży. Drugą częścią są nakłady na modernizację dotychczasowych i rozwój nowych obiektów. W 2015 r. łączny CAPEX wyniósł 122,4 mln PLN i był niższy od oczekiwanego celu 140 mln PLN, ze względu na poczynione oszczędności (ok. 15 mln PLN), jak i przesunięcia w harmonogramach części inwestycji. Obecnie Spółka buduje 2 własne hotele (Mercure w Krakowie i ibis w Gdańsku), które mają być otwarte pod koniec 2016 r. Na 2017 r. planowana jest budowa Mercure w Szczecinie. Poza wspomnianymi nakładami inwestycyjnymi, wydatki Spółki obejmują również potencjalne przejęcia. Strategią Orbisu jest



dokonywanie wykupu najatrakcyjniejszych obiektów, które są obecnie dzierżawione. W połowie lutego br. Spółka poinformowała o nabyciu 2 hoteli w Budapeszcie (ibis Budapest Heroes Square oraz Mercure City Center) za łączną cenę 27,5 mln EUR. W przyszłości możliwe są kolejne tego typu transakcje. Z wyłączeniem akwizycji oraz ewentualnej sprzedaży majątku nieoperacyjnego, w 2016 r. Spółka planuje nakłady inwestycyjne rzędu 150-160 mln PLN.

## Rynek hotelowy w Polsce i krajach CEE

Wyk. Dynamika zmian PKB (lewy wykres) indeks nastrojów konsumentów (prawy wykres)



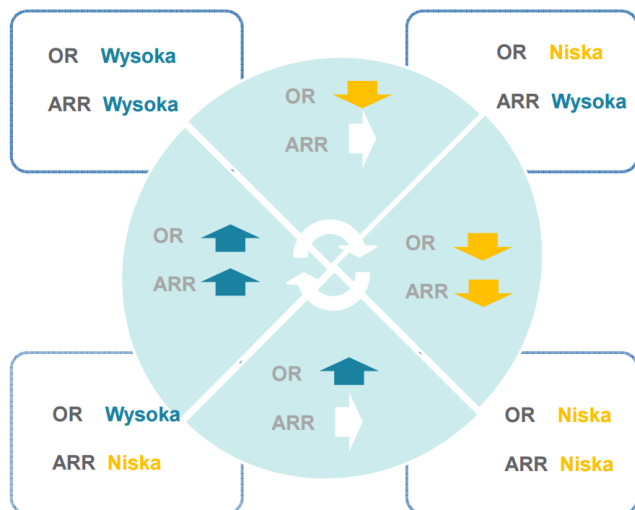
Źródło: Bloomberg, BM BGŻ BNP

Sektor hotelowy jest bardzo wrażliwy na wahania koniunktury gospodarczej z kilku powodów. Po pierwsze jest to charakterystyka osób wynajmujących pokoje, którymi są głównie klienci biznesowi, jak i indywidualni. Wyjazdy pierwszej grupy związane są z liczbą spotkań biznesowych, konferencji, nakładów na szkolenia albo marketing. Zależne są one od tempa rozwoju danego przedsiębiorstwa i zamierzeń inwestycyjnych, które są skorelowane z cyklem gospodarczym. W przypadku klientów indywidualnych, popyt na pokoje hotelowe idzie w parze z liczbą wyjazdów turystycznych oraz skłonnością do wydawania pieniędzy na takie wyjazdy, co jest bezpośrednio powiązane z sytuacją na rynku pracy i nastrojami konsumentów.

Przełożenie koniunktury gospodarczej na przychody można rozpatrywać także w drugi sposób, analizując zależność pomiędzy zmianami frekwencji i cen a momentem cyklu makroekonomicznego. Rozpoczęcie odbicia gospodarczego wiąże się ze stopniową poprawą nastrojów konsumentów czy przedsiębiorców, co oznacza wzrost liczby wyjazdów. Hotele zwiększają więc obłożenie, ceny pozostają jednak na niskim poziomie ze względu na dużą konkurencję oraz podaż wolnych pokoi, jak i dużą wrażliwość cenową klientów. Środek cyklu koniunkturalnego to stopniowy wzrost cen pokoi, możliwy po tym, jak frekwencja osiągnie już wysoki poziom. Konsumenci, jak i przedsiębiorcy są wtedy skłonni wydać więcej na rezerwację pokoju hotelowego. Początek spowolnienia to stopniowy spadek frekwencji wraz ze zmniejszaniem liczby wyjazdów, ceny pozostają jednak przez pewien czas stałe. Dopiero później, kiedy hotele odczuwają niższe obłożenie, są skłonne obniżać ceny aby przyciągnąć utraconych klientów.



### Wyk. Zmiany frekwencji i średniej ceny w cyklu koniunkturalnym

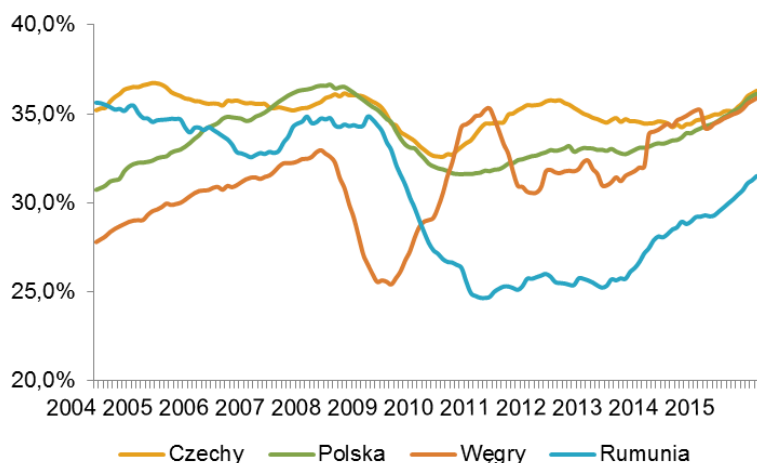


OR – Occupancy Rate - Frekwencja  
ARR – Average Room Rate – Średnia cena za pokój

Źródło: Prezentacja Spółki

Zarówno dynamika PKB, jak i wskaźniki nastroju konsumentów dostarczały pozytywnych sygnałów w ostatnich kwartałach dla branży hotelowej. Dzięki temu dostrzegamy znaczną poprawę frekwencji na najważniejszych dla Orbisu rynkach. W przypadku Czech, Polski oraz Węgier, średnia frekwencja za ostatnie 12 miesięcy, podawana przez Eurostat, sięgnęła szczytów z 2008 r. W Rumunii wspomniane maksima nie zostały jeszcze osiągnięte, przy czym odbicie w tym kraju jest najbardziej dynamiczne.

### Wyk. Średnia frekwencja w hotelach za ostatnie 12 miesięcy

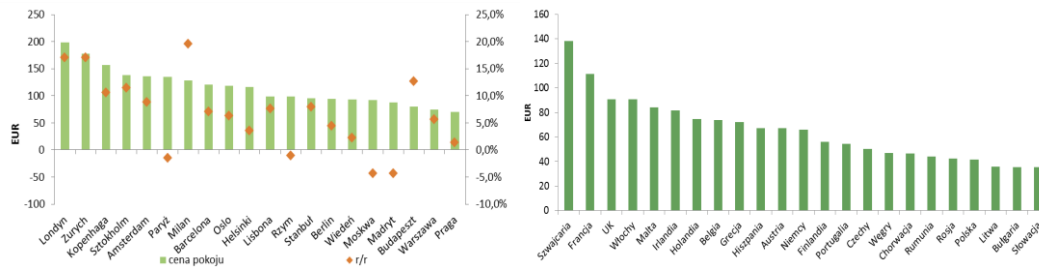


Źródło: Eurostat, BM BGŻ BNP

Powrót frekwencji na wysokie poziomy przybliża branżę hotelową do stopniowego podwyższania cen pokoi. W dłuższym terminie będzie to bardzo ważne źródło poprawy przychodów operatorów sektora w Europie Środkowo-Wschodniej. Jak pokazują wykresy na następnej stronie, średnia cena w największych miastach, jak i przychód na dostępny pokój w krajach regionu, są znacznie niższe względem Europy Zachodniej. Strukturalnie, wraz ze wzrostem dochodów ludności i możliwościami finansowymi przedsiębiorstw, ceny pokoi hotelowych będą notować konwergencję do poziomów zachodnioeuropejskich.



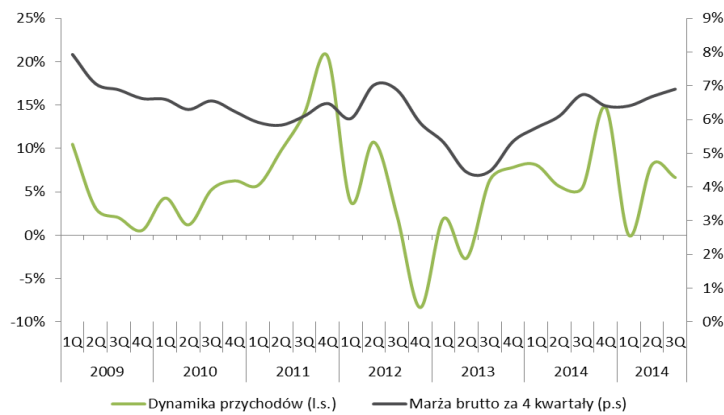
### Wyk. Porównanie poziomu cen pokoi hotelowych (wyk. lewy) oraz RevPar (wyk. prawy) w 2015 r.



Źródło: HRS Group, ceny za 3Q'15; Horwath HTL na podstawie STR Global, RevPar za okres styczeń-lipiec 2015

Bardzo dobra koniunktura i pozytywny wpływ czynników makroekonomicznych znajdują swoje potwierdzenie nie tylko w wynikach Grupy Orbis, ale także rezultatach wypracowywanych przez cały sektor zakwaterowania i gastronomii. Od dołka na przełomie 2012 i 2013 r. podmioty w branży notują średni 7% rocznej dynamiki przychodów, przy stabilnie poprawiających się marżach. W 3Q'15, narastająco za 4 kwartały, rentowność brutto na sprzedaży wyniosła 6,9% (+0,16 pkt. proc.).

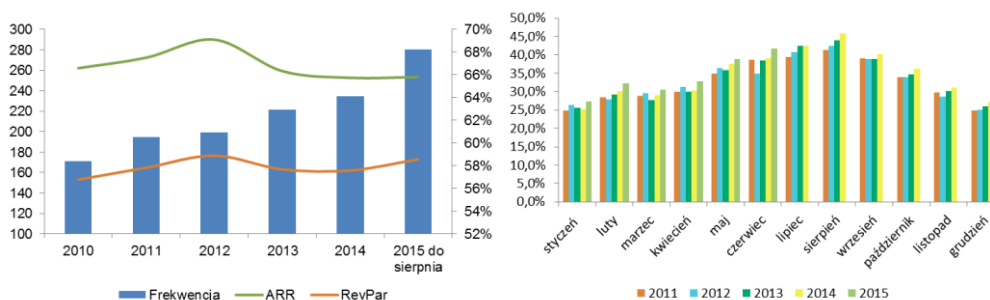
### Wyk. Wyniki finansowe sektora zakwaterowania i gastronomii



Źródło: GUS, BM BGŻ BNP

Szczegółowe dane operacyjne branży w Polsce pokazują, iż dotychczasowe ożywienie i wzrost wskaźnika RevPar bazowały głównie na zwiększeniu frekwencji, która odnotowywała wzrost w każdym z miesięcy w ciągu ostatnich kilku lat. Średnia cena, po osiągnięciu szczytu w 2012 r. związanym z Mistrzostwami Europy w piłce nożnej, ustabilizowała się na niskim poziomie. Ponownie, sytuacja ta pokazuje, iż w kolejnych latach głównym źródłem poprawy przychodów powinien być wzrost cen.

### Wyk. Wskaźniki operacyjne hoteli w Polsce (wyk. lewy) oraz stopień wykorzystania miejsc noclegowych w obiektach hotelowych (wyk. prawy)



Źródło: Horwath HTL na podstawie STR Global, GUS, BM BGŻ BNP



**Tab. Struktura polskiego rynku hotelowego w 2014 r.**

Kategoria	Liczba hoteli	Liczba pokoi	Obłożenie hoteli	Usieciowienie pokoi
5*	61	8 505	65%	71,6%
4*	321	31 699	52%	49,8%
3*	1 239	54 298	42%	22,9%
2*	652	21 230	39%	18,2%
1*	186	6 430	43%	27,6%

Źródło: TPA Horwath, BM BGŻ BNP

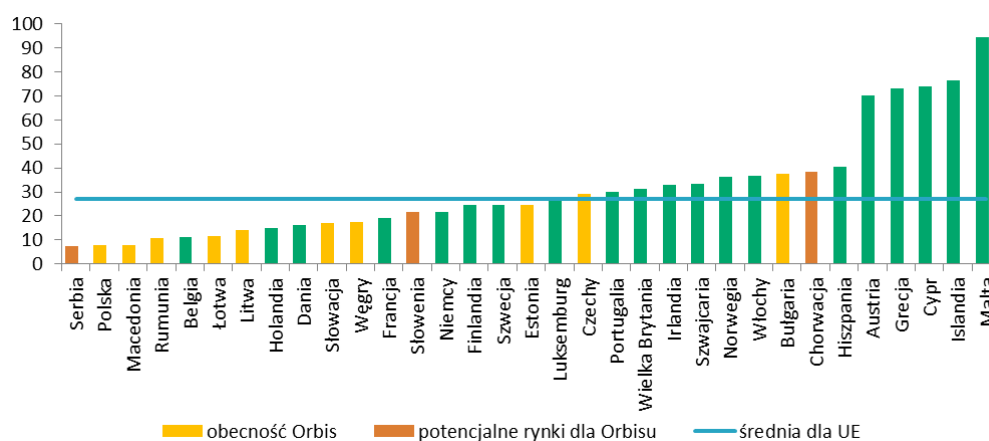
**Tab. Największe sieci hotelowe w Polsce**

	liczba hoteli	liczba pokoi
<b>Orbis/Accor</b>	<b>64</b>	<b>11 409</b>
Hilton	13	2 463
Gołębiowski	4	2 331
Best Western	24	2 294
Louvre Hotels Group	16	1 903
Rezidor	8	1 823
Starwood	6	1 518
Qubus	14	1 465
Gromada	10	1 287
InterContinental	6	1 182
Wam	15	1 113
Satoria Group	7	1 110
Vienna International	5	1 052
Diament	14	960
Marriott	3	959

Źródło: TPA Horwath, BM BGŻ BNP

Zgodnie z danymi GUS, pod koniec 1H'15 w Polsce znajdowało się 10 024 obiektów hotelowych (+1,4% r/r), z czego 2 316 to hotele (+2,9% r/r). Od 2011 r. notujemy stopniowy wzrost udziałów hoteli w łącznej liczbie obiektów – w połowie 2015 r. było to 23,1% wobec 20,6% w 2011 r. Jak podaje TPA Horwath, zdecydowana większość hoteli w naszym kraju znajduje się w segmencie ekonomicznym, szczególnie w kategorii 3\*. Uważamy, iż w długim terminie, poza wzrostem średniej ceny, strukturalnym czynnikiem rozwoju sektora będzie zwiększenie liczby hoteli. Zgodnie ze statystykami Eurostatu, na 1000 mieszkańców, w Polsce przypada niecałe 8 hoteli, co jest istotnie poniżej europejskiej średniej (27 hoteli na 1000 mieszkańców). Ze względu na dominację Grupy Orbis, nie widzimy natomiast większej przestrzeni do ekspansji obecnych na rynku sieci albo wejścia nowych graczy. Zgodnie ze światowymi trendami nie wykluczamy natomiast potencjalnych akwizycji i konsolidacji rynku.

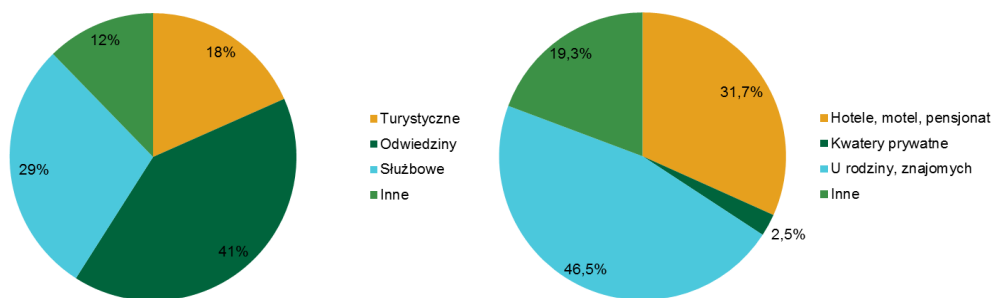
**Wyk. Porównanie liczby hoteli 1000 na mieszkańców**



Źródło: Eurostat, Bank Światowy, BM BGŻ BNP



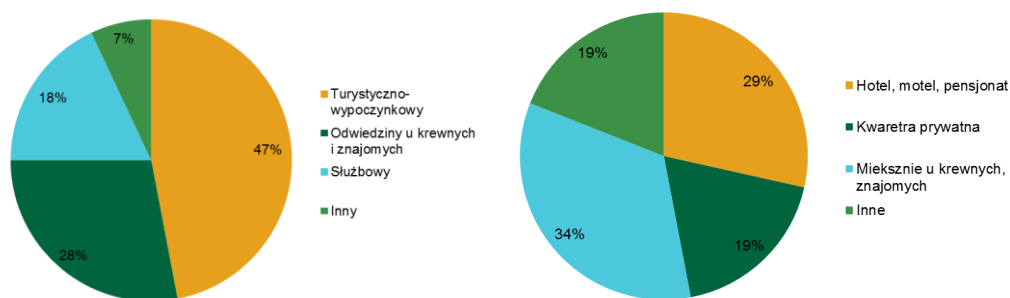
#### Wyk. Cele przyjazdów cudzoziemców do Polski (wyk. lewy) oraz sposób zakwaterowania (wyk. prawy)



Źródło: Ministerstwo Sportu i Turystyki, opracowanie BM BGŻ BNP, dane za I półrocze 2015 r.

Przyjazdy cudzoziemców do Polski, jak i krajowe podróże Polaków są głównym czynnikiem generującym popyt na noclegi. Dla branży hotelowej najważniejsze są dwie następujące kategorie: wyjazdy turystyczne oraz służbowo-biznesowe. Dane Ministerstwa Sportu i Turystyki obrazują wszelkie typy wyjazdów, także odwiedziny. Wpływa to na sposób zakwaterowania – grupa hoteli, moteli i pensjonatów odpowiada za ok. 30% noclegów zarówno cudzoziemców, jak i Polaków. Najpopularniejsze jest natomiast korzystanie z gościnności rodziny albo znajomych. Ze względu na atrakcyjność cenową, jak i szeroką dostępność w turystycznych miejscowościach, powodzeniem wśród Polaków cieszą się kwatery prywatne.

#### Wyk. Cele krajowych podróży Polaków (wyk. lewy) oraz sposób zakwaterowania (wyk. prawy)



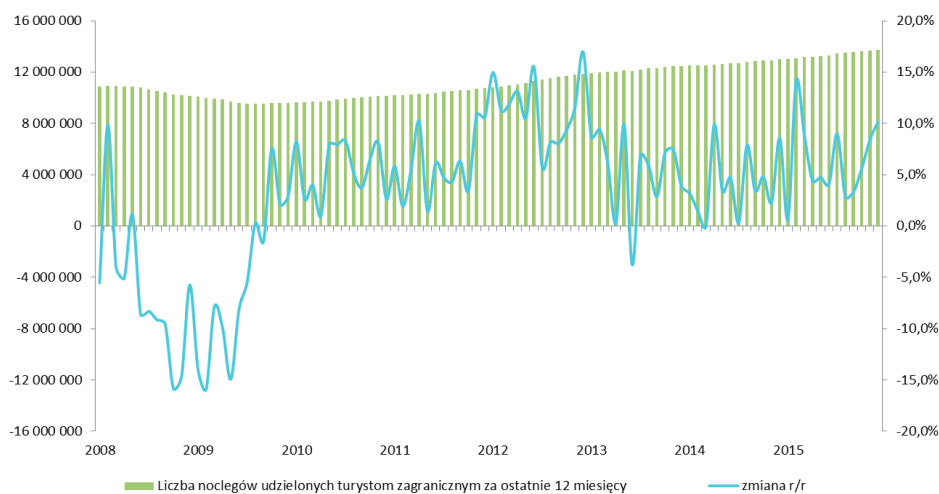
Źródło: Badania Activ Group na zlecenie Ministerstwo Sportu i Turystyki, opracowanie BM BGŻ BNP

Badania krajowego rynku przeprowadzone przez Polską Organizację Turystyczną (POT) wskazują ponadto, iż zdecydowana większość osób szuka informacji w Internecie (85%), duża część respondentów (44%) korzysta również z rekomendacji znajomych lub rodziny. Niewielka grupa osób odwiedza informację turystyczną, biuro podróży lub szuka noclegów w przewodnikach turystycznych (po 16%). Statystyki te świadczą o konieczności inwestycji branży hotelowej w kanały sprzedaży on-line, jak i dbania o bardzo dobrą opinię gości w celu zdobycia rekomendacji.

Kolejną cechą charakterystyczną większości wyjazdów jest ich krótki czas trwania – większość z krajowych wyjazdów to podróże jednodniowe albo te trwające do 3 dni. W przypadku przyjazdów cudzoziemców do Polski, prawie 56% odwiedzin to 1 do 3 noclegów.



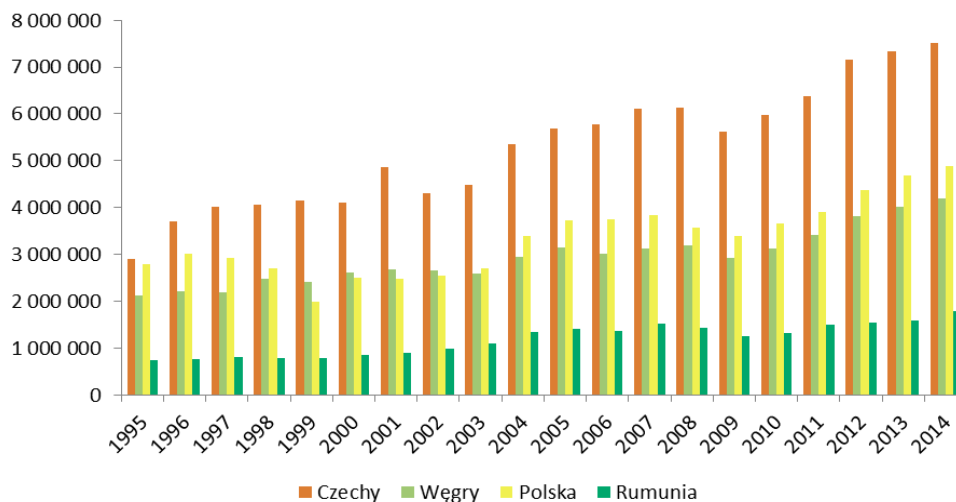
### Wyk. Noclegi udzielone zagranicznym turystom w Polsce



Źródło: GUS, BM BGŻ BNP

W przypadku Polski obserwujemy długoterminowy trend wzrostu odwiedzalności naszego kraju przez zagranicznych turystów. Zgodnie z danymi GUS, w 2015 r. obcokrajowcom udzielono 13,8 mln noclegów (+5,9% r/r), turyści krajowi skorzystali natomiast z 57,5 mln noclegów (+7,3% r/r). Organizacja EURO 2012, jak i związane z tą imprezą inwestycje infrastrukturalne znacząco poprawiły atrakcyjność, jak i rozpoznawalność naszego kraju za granicą. Zgodnie z danymi POT, Polska znajduje się na 18 miejscu spośród najchętniej odwiedzanych państw na świecie i na 11. miejscu w Europie. Wśród krajów regionu większą odwiedzalność notują Czechy, głównie za sprawą atrakcyjności Pragi. W przypadku wszystkich najważniejszych dla Orbisu rynków w Europie Środkowej dostrzegamy długoterminowy trend wzrostu liczby udzielonych zagranicznym turystom noclegów. W przypadku wszystkich państw, poza poprawą infrastruktury związaną ze wzrostem gospodarczym, ważna jest także stabilność polityczna, jak i np. brak zagrożeń terrorystycznych. Badania satysfakcji odzwierciedlają wymienione, pozytywne cechy Polski – 88% turystów zagranicznych była bardzo lub raczej zadowolona z pobytu w naszym kraju, a 84% zdecydowanie lub raczej ponownie chciałaby odwiedzić Polskę.

### Wyk. Noclegi udzielone zagranicznym turystom w Europie Środkowej

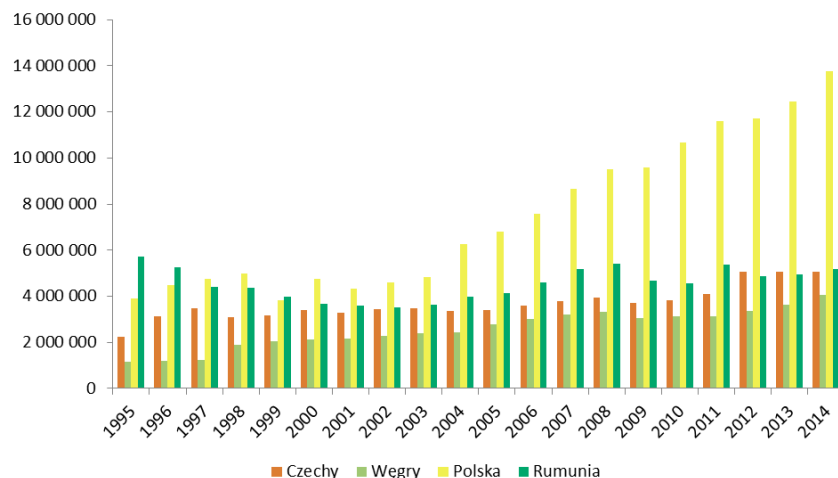


Źródło: Eurostat, BM BGŻ BNP





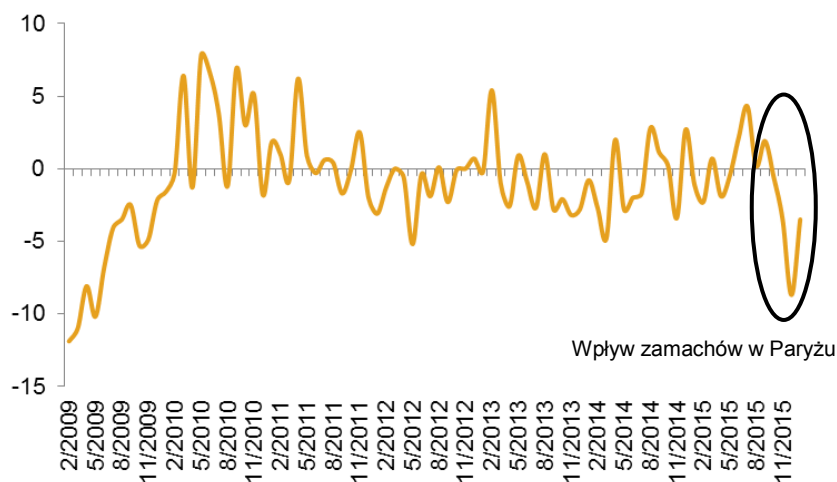
### Wyk. Noclegi udzielone krajowym turystom



Źródło: Eurostat, BM BGŻ BNP

Ze względu na rozmiar kraju, jak i zróżnicowanie atrakcji turystycznych, znaczna część Polaków decyduje się na spędzenie urlopu we własnym kraju. W przypadku tej grupy turystów, czynnikiem wzrostu liczby wyjazdów jest poprawa sytuacji materialnej – spowolnienie dynamiki liczby udzielonych noclegów obserwowaliśmy głównie w latach dekonjunktury. Ponadto ważne są też niższe koszty związane z wyjazdem krajowym oraz relacje kursów walut (deprecjacja PLN pogarsza relację cenową wycieczek zagranicznych).

### Wyk. Zmiana frekwencji r/r we Francji

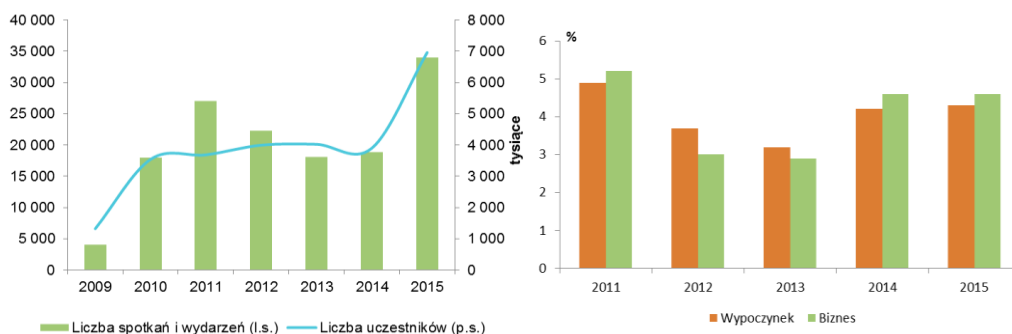


Źródło: Bloomberg, BM BGŻ BNP

Wyjazdy turystyczne są bardzo wrażliwe na zdarzenia jednorazowe, takie jak zamachy terrorystyczne, zmiany kursów walut, anomalie pogodowe. Choć są to czynniki ryzyka, na które branża hotelowa i touroperatorska nie ma wpływu, przekładają się one na statystyki odwiedzalności w krótkim terminie. Na powyższym wykresie, dane Bloomberg (za STR Global) pokazują gwałtowny spadek frekwencji w reakcji na dokonane w listopadzie 2015 r. zamachy terrorystyczne w Paryżu. Jednorazowe czynniki mogą także przyciągać turystów – w 2012 r. dzięki EURO 2012, średnia roczna dynamika udzielonych turystom zagranicznym noclegów w Polsce sięgała ponad 10% w porównaniu do ok. 5% długoterminowego trendu.



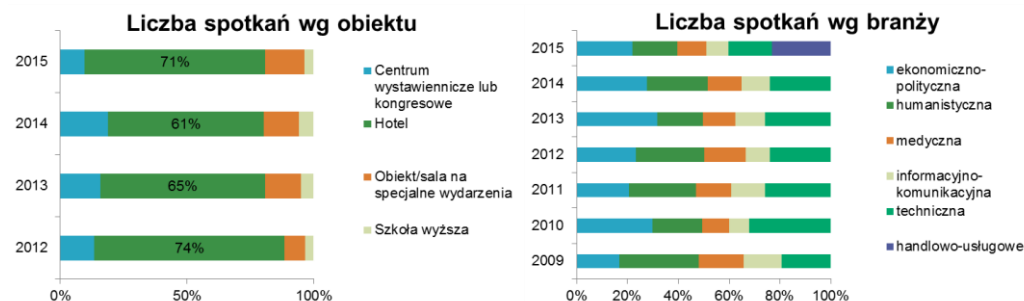
**Wyk. Sektor MICE w Polsce (wyk. lewy) oraz dynamika nakładów na podróże świąteczne (wyk. prawy)**



Źródło: Raport POT „Przemysł spotkań i wydarzeń w Polsce 2016”; PWC

Podróże i spotkania biznesowe są drugim czynnikiem wpływającym na popyt w biznesie hotelowym, po wyjazdach turystycznych. Organizacja wszelkiego typu konferencji, szkoleń, wydarzeń motywacyjnych, targów albo imprez firmowych określana jest skrótem MICE (ang. Meeting Incentive Conferences Exhibitions). Podobnie jak w przypadku turystyki, wydatki związane z podróżami i spotkaniami biznesowymi są ściśle skorelowane z koniunkturą gospodarczą, co znajduje swoje odzwierciedlenie w liczbie odbytych wydarzeń w Polsce. Zgodnie z danymi POT z raportu „Przemysł spotkań i wydarzeń w Polsce 2016”, po dynamicznym odbiciu sektora MICE w latach 2009-2011 i jego stabilizacji w latach 2012-2014, w minionym roku zanotowano rekordową frekwencję oraz liczbę spotkań. Podobną zależność potwierdzają również dane PWC dla dynamiki wydatków na podróże biznesowe, jak i turystyczne na całym świecie – po spowolnieniu w latach 2012-2013, w 2014 i 2015 roku obserwowane jest wyraźne odbicie, przy czym nakłady w segmencie biznesowym cechują się większą zmiennością.

**Wyk. Struktura sektora MICE w Polsce pod względem liczby spotkań**



Źródło: Raport POT „Przemysł spotkań i wydarzeń w Polsce 2016”; PWC

Wkład sektora MICE w działalność hoteli uzasadniają statystyki dotyczące miejsc organizacji spotkań i wydarzeń – w ostatnich latach średnio prawie 70% miało miejsce właśnie w hotelach. Jak szacuje POT uczestnikom spotkań sprzedano 13,9 mln noclegów, co odpowiadało 38,4% ogółu noclegów udzielonych w polskiej bazie hotelowej w 2015 r., generując sprzedaż na poziomie 3,1 mld PLN. Dodatkowo łączna sprzedaż usług gastronomicznych przekroczyła 1 mld PLN, a 123 mln PLN wygenerowała sprzedaż usług kulturalno-rekreacyjnych. Przeciętne wydatki uczestników wydarzeń przypadające na jeden dzień trwania spotkania to 340,7 PLN wydanych na nocleg, 150,5 PLN wydanych na gastronomię oraz 15,3 PLN na usługi kulturalno-rekreacyjne. Z badań przeprowadzonych przez POT wynika, iż większość uczestników wybiera co najmniej hotel o kategorii 3\*, dodatkowo widać tendencję przedłużania pobytu, przynajmniej o jeden dzień, wśród gości zagranicznych. Dla branży hotelowej korzystna jest także sezonowość spotkań – najwięcej z nich przypada w październiku i listopadzie, czyli miesiącach mniej aktywnych pod względem przyjmowania turystów. Istotną jest



również znacząca dywersyfikacja liczby spotkań pomiędzy branżami, gdzie z niewielką przewagą nad pozostałymi przoduje sektor handlowo-usługowy (23% wydarzeń w 2015 r.<sup>1</sup>) oraz ekonomiczno-polityczny (22%). Pod względem liczby uczestników dominuje jednak sektor techniczny (53%). Cechą charakterystyczną dla MICE jest także niewielka długość spotkań – w 2015 r. 71% trwało jeden dzień. Najwięcej wydarzeń (prawie 40%) miało miejsce w Warszawie, kolejnymi w rankingu popularności miastami były w 2015 r. Kraków (15%) oraz Gdańsk (10%).

---

## Czynniki ryzyka

---

1. **Ryzyko makroekonomiczne** – generalna koniunktura gospodarcza wpływa zarówno na częstotliwość odwiedzin, jak i skłonność do wydatków na podróże ze strony klientów biznesowych, jak i indywidualnych. Ma to bezpośrednie przełożenia na frekwencję oraz uzyskiwane ceny, na co wrażliwe są przychody i marże Spółki. Zmiany cen surowców (paliwa, energia, żywność) przekładają się na poziom kosztów operacyjnych hotelu.
2. **Ryzyko walutowe** – umocnienie się waluty lokalnej wpływa na pogorszenie atrakcyjności danego kraju dla turystów zagranicznych. Ponadto część przychodów, jak i kosztów Spółki, przypada na rynki zagraniczne, co naraża Orbis na ryzyko kursowe.
3. **Ryzyko związane z konkurencją** – rynek hotelowy, szczególnie w dużych miastach, jak i ośrodkach turystycznych cechuje się wysoką konkurencją. Klienci mogą wybierać spośród ofert noclegowych zarówno dużych, międzynarodowych sieci hoteli, lokalnych podmiotów, jak i osób prywatnych. Rozwój platform internetowych typu *booking.com* znacząco poszerza istniejącą ofertę, jak i konkurencję cenową. Natomiast zwiększenie popularności portali typu *Airbnb* może wpłynąć na zmniejszenie skłonności do wynajmowania pokoi hotelowych, kosztem kwater prywatnych.
4. **Ryzyko geopolityczne** – zmiany na scenie politycznej, napięcia społeczne, konflikty pogarszają postrzeganie danego kraju i zmniejszają skłonność do podróżowania zarówno wśród turystów, jak i klientów biznesowych.
5. **Ryzyko utraty reputacji** – postrzeganie marek, pod którymi działają hotele Grupy Orbis jest bardzo istotne dla pozyskiwania klientów. Incydenty wpływające negatywnie na zaufanie i bezpieczeństwo gości mogą zaszkodzić wizerunkowi marek, co może przełożyć się niekorzystnie na poziom przychodów albo kosztów ponoszonych przez Spółkę.

---

<sup>1</sup> Jest to nowa kategoria podawana tylko od 2015 r., wprowadzona w raporcie „Przemysł spotkań i wydarzeń w Polsce 2016”



## Tabele i prognozy

Tab. Bilans

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
<b>AKTYWA</b>	<b>2 097,5</b>	<b>2 483,9</b>	<b>2 589,9</b>	<b>2 685,2</b>	<b>2 766,8</b>	<b>2 830,3</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>1 795,8</b>	<b>2 088,4</b>	<b>2 201,3</b>	<b>2 201,3</b>	<b>2 201,3</b>	<b>2 201,3</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	1 662,3	1 923,9	2 036,8	2 036,8	2 036,8	2 036,8
Wartości niematerialne i prawne	5,6	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9
Wartość firmy	107,3	107,3	107,3	107,3	107,3	107,3
Pozostałe	20,6	50,3	50,3	50,3	50,3	50,3
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>301,8</b>	<b>395,5</b>	<b>388,6</b>	<b>483,9</b>	<b>565,5</b>	<b>629,0</b>
Zapasy	4,1	6,8	7,0	7,2	7,4	7,6
Należności krótkoterminowe	25,3	50,6	50,0	48,0	49,4	50,7
Środki pieniężne	239,5	271,7	265,1	362,1	442,1	504,2
Pozostałe	32,8	66,5	66,5	66,5	66,5	66,5
<b>PASYWA</b>	<b>2 097,5</b>	<b>2 483,9</b>	<b>2 589,9</b>	<b>2 685,2</b>	<b>2 766,8</b>	<b>2 830,3</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>1 952,3</b>	<b>1 783,3</b>	<b>1 885,0</b>	<b>1 977,5</b>	<b>2 056,6</b>	<b>2 117,9</b>
Kapitał podstawowy	517,8	517,8	517,8	517,8	517,8	517,8
Pozostałe kapitały	133,5	135,6	135,6	135,6	135,6	135,6
Zysk skumulowany	1 301,1	1 129,9	1 231,6	1 324,1	1 403,2	1 464,5
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>145,2</b>	<b>700,6</b>	<b>704,9</b>	<b>707,7</b>	<b>710,2</b>	<b>712,4</b>
Zobowiązania długoterminowe	28,4	454,8	454,8	454,8	454,8	454,8
<i>w tym dług odsetkowy</i>	0,0	421,7	421,7	421,7	421,7	421,7
Zobowiązania krótkoterminowe	116,8	245,8	250,1	252,9	255,4	257,5
<i>w tym dług odsetkowy</i>	0,0	37,4	37,4	37,4	37,4	37,4

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP



Tab. Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
<b>Przychody ogółem</b>	<b>707,8</b>	<b>1 262,7</b>	<b>1 304,5</b>	<b>1 348,3</b>	<b>1 388,1</b>	<b>1 422,2</b>
<i>zmiana r/r</i>	3,7%	78,4%	3,3%	3,4%	3,0%	2,5%
<b>Zysk ze sprzedaży/EBITDAR</b>	<b>212,5</b>	<b>431,4</b>	<b>455,8</b>	<b>478,6</b>	<b>499,7</b>	<b>513,4</b>
<i>marża</i>	30,0%	34,2%	34,9%	35,5%	36,0%	36,1%
<i>koszt wynajmu nieruchomości</i>		-102,1	-94,7	-95,2	-95,7	-96,2
<b>EBITDA</b>	<b>212,5</b>	<b>329,3</b>	<b>361,0</b>	<b>383,4</b>	<b>404,0</b>	<b>417,3</b>
<i>amortyzacja</i>	-111,4	-139,3	-144,1	-148,4	-152,2	-155,3
<b>EBIT</b>	<b>101,1</b>	<b>221,7</b>	<b>217,0</b>	<b>235,0</b>	<b>251,8</b>	<b>262,0</b>
<i>marża operacyjna</i>	14,3%	17,6%	16,6%	17,4%	18,1%	18,4%
<i>Saldo z działalności finansowej</i>	10,8	-9,4	-13,0	-12,1	-10,7	-9,5
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>89,2</b>	<b>181,6</b>	<b>169,5</b>	<b>185,0</b>	<b>197,7</b>	<b>204,5</b>
<i>marża netto</i>	12,6%	14,4%	13,0%	13,7%	14,2%	14,4%

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP



Tab. Rachunek przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>192,3</b>	<b>291,3</b>	<b>331,2</b>	<b>350,1</b>	<b>361,5</b>	<b>370,0</b>
Zysk brutto	112,8	212,2	204,0	222,9	241,1	252,4
Amortyzacja	111,4	139,3	144,1	148,4	152,2	155,3
Zmiana kapitału obrotowego	14,4	14,6	4,6	4,5	0,9	0,8
Podatek dochodowy	-24,5	-48,2	-34,5	-37,9	-43,4	-48,0
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-76,5</b>	<b>-630,7</b>	<b>-257,0</b>	<b>-148,4</b>	<b>-152,2</b>	<b>-155,3</b>
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	-103,9	-677,0	-267,0	-151,3	-155,1	-158,2
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-70,2</b>	<b>674,6</b>	<b>-80,8</b>	<b>-104,6</b>	<b>-129,3</b>	<b>-152,7</b>
Dywidenda	-69,1	-69,1	-67,8	-92,5	-118,6	-143,1
Zmiana kredytów netto	0,0	759,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki	-1,1	-16,1	-13,0	-12,1	-10,7	-9,5
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>45,6</b>	<b>335,1</b>	<b>-6,6</b>	<b>97,1</b>	<b>80,0</b>	<b>62,1</b>
<b>Środki pieniężne:</b>						
na początek okresu	190,8	239,5	271,7	265,1	362,1	442,1
na koniec okresu	239,5	271,7	265,1	362,1	442,1	504,2

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP



**Tab. Wskaźniki finansowe**

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
EPS	1,94	3,94	3,68	4,02	4,29	4,44
DPS	1,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividend yield	2,5%	2,5%	2,5%	3,3%	4,3%	5,2%
BVPS	42,4	38,7	40,9	42,9	44,6	46,0
P/E	31,0	15,2	16,3	14,9	14,0	13,5
P/BV	1,4	1,6	1,5	1,4	1,3	1,3
P/S	3,91	2,19	2,12	2,05	1,99	1,94
EV/EBIT	29,2	13,3	13,6	12,6	11,7	11,3
EV/EBITDA	13,9	9,0	8,2	7,7	7,3	7,1
EV/S	4,2	2,3	2,3	2,2	2,1	2,1

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
rentowość na sprzedaży	30,0%	34,2%	34,9%	35,5%	36,0%	36,1%
rentowość EBITDA	30,0%	26,1%	27,7%	28,4%	29,1%	29,3%
rentowość EBIT	14,3%	17,6%	16,6%	17,4%	18,1%	18,4%
rentowość netto	12,6%	14,4%	13,0%	13,7%	14,2%	14,4%
ROA	4,3%	7,3%	6,5%	6,9%	7,1%	7,2%
ROE	4,6%	10,2%	9,0%	9,4%	9,6%	9,7%
dynamika przychodów	3,7%	78,4%	3,3%	3,4%	3,0%	2,5%
dynamika EBITDA	8,3%	14,3%	9,6%	6,2%	5,4%	3,3%
dynamika EBIT	23,5%	59,2%	-2,1%	8,3%	7,1%	4,0%
dynamika EPS	33,8%	103,6%	-6,7%	9,2%	6,9%	3,4%
dług/aktyw a	0,0%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%
dług/kapitał w lasny	0,0%	2,1%	2,0%	1,9%	1,8%	1,8%
dług/EBITDA	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
płynność bieżąca	2,6	1,6	1,6	1,9	2,2	2,4
płynność szybka	2,5	1,6	1,5	1,9	2,2	2,4
płynność gotówkow a	2,05	1,11	1,06	1,43	1,73	1,96
rotacja zapasów (dni)	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
rotacja należności (dni)	13,1	14,6	14,0	13,0	13,0	13,0
rotacja zobow iazań (dni)	27,9	22,5	23,0	23,0	23,0	23,0
cykl rotacji gotówki (dni)	-12,7	-5,9	-7,1	-8,1	-8,1	-8,1
WACC	8,6%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
ROIC	4,2%	9,2%	9,7%	9,9%	10,1%	10,1%
EVA (mln)	-84,3	12,8	20,2	26,6	32,7	34,2
FCFF (mln)	75,0	-372,8	48,2	183,0	200,2	208,6

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP





## BGZ BNP PARIBAS BIURO MAKLERSKIE

ul. Żurawia 6/12, 00-503 Warszawa  
tel. (22) 32 94 300, fax (22) 32 94 303  
e-mail: [biuro.maklerskie@bmbgz.pl](mailto:biuro.maklerskie@bmbgz.pl)  
[www.bgzbnpparibas.pl](http://www.bgzbnpparibas.pl)

### Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego

	telefon	adres email
<b>Jerzy Nikorowski</b>	22 507 52 71	<a href="mailto:jerzy.nikorowski@bgzbnpparibas.pl">jerzy.nikorowski@bgzbnpparibas.pl</a>
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	<a href="mailto:kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl">kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl</a>
Michał Krajczewski	22 507 52 91	<a href="mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl">michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Anioł	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl">adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl</a>
Krzysztof Choromański	22 507 52 92	<a href="mailto:k.choromanski@bgzbnpparibas.pl">k.choromanski@bgzbnpparibas.pl</a>

### Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórnoego

	telefon	adres email
<b>Damian Zemlik</b>	22 507 52 72	<a href="mailto:damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl">damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl</a>
Paulina Rudolf	22 507 52 73	<a href="mailto:paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl">paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl</a>
Grzegorz Leszek	22 329 43 55	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl">grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 329 43 24	<a href="mailto:monika.dudek@bgzbnpparibas.pl">monika.dudek@bgzbnpparibas.pl</a>
Przemysław Borycki	22 329 43 22	<a href="mailto:przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl">przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 329 43 54	<a href="mailto:s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl">s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl</a>

### Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego

	telefon	adres email
Marek Jaczewski	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl">marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl</a>

### Internetowe serwisy transakcyjne

<b>bmBGZ.net</b>	Zlecenia na GPW i New Connect	<a href="https://makler.bmbgz.pl/">https://makler.bmbgz.pl/</a>
<b>iPObmBGZ</b>	Zapisy w ofertach publicznych (IPO)	<a href="https://emisja.bmbgz.pl/">https://emisja.bmbgz.pl/</a>

### Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa  
EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny  
EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
EBITDAR – (earnings before interest, taxes, depreciation, amortization and rental costs) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem, amortyzacją i kosztem wynajmu hoteli  
ARR – (average room rate) – średnia cena za pokój  
RevPaR – (revenue per available room) – przychód na dostępny pokój  
ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych  
ROA – (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów  
NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)  
P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją  
EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej  
P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję  
P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgową) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję  
EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji  
DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji  
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji  
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży  
Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości  
NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej  
NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

**Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

**Neutralnie** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);

**Sprzedaj** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnośnienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywalnych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ BNP Paribas S.A.

- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji. Rekomendowane Spółki mogą być składnikami portfela inwestycyjnego autora rekomendacji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>