



RAPORT ANALITYCZNY

Orbis S.A.

hotele

ISSN 1508-308X

Warszawa, 31.03.03

Kolejny trudny rok

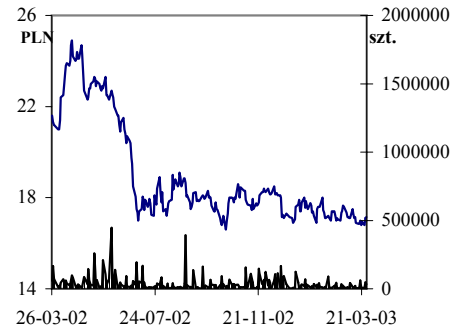
Przedłużanie się konfliktu w Iraku bezpośrednio wpłynie na wycenę Orbisu. Droga ropa naftowa i wzrost kosztów transportu oraz zagrożenie atakami terrorystycznymi oznaczają zmniejszoną liczbę turystów zagranicznych odwiedzających Polskę. Wolno rosnący popyt ze strony klientów krajowych oraz szybko rozwijająca się baza hotelowa musi oznaczać dalszy spadek liczby sprzedanych pokojowocy i frekwencji w hotelach spółki. W przypadku pozytywnego zakończenia konfliktu szansą dla sektora powinno być pojawienie się w Polsce tanich linii lotniczych (RyanAir, EasyJet), dzięki którym można oczekiwać wzrostu popytu na usługi noclegowe i gastronomiczne w głównych ośrodkach turystycznych kraju (ruch weekendowy).

Sytuacja geopolityczna negatywnie wpływa na postrzeganie całego sektora, co obniża poziom wskaźników przyjętych do wyceny porównawczej. Przy spadającej liczbie sprzedanych pokojowocy niezwykle korzystne dla Orbisu jest osłabienie złotego w stosunku do Euro, co zmniejszyło negatywny wpływ spadku cen usług hotelarskich wyrażonych w Euro. Odwrócenie tej tendencji stanowi istotny czynnik ryzyka, który w związku z wysokim udziałem kosztów stałych w działalności hotelarskiej silnie przełoży się na wynik na działalności operacyjnej.

Pomimo wymienionych czynników ryzyka uważamy, że potencjał spadkowy akcji Orbisu jest ograniczony. Naszym zdaniem obecny poziom cenowy wykorzystywany będzie przez Accor do akumulowania akcji spółki. Na bazie wyceny majątku spółki obecna cena akcji jest atrakcyjna dla inwestora branżowego. Biorąc pod uwagę ten element podtrzymujemy neutralną rekomendację dla akcji z ceną docelową 17,5 PLN.

Podobnie jak miało to miejsce w ostatnich latach w roku 2003 wynik netto poprawiony zostanie dzięki transakcjom sprzedaży aktywów, bez których poziom marży netto spółki znacząco odbiegałby od poziomu osiąganego przez inne europejskie spółki hotelarskie. Do III kwartału br. sfinalizowana zostanie transakcja sprzedaży Polcardu, na której spółka zrealizuje zysk przed opodatkowaniem w wysokości 24 mln PLN. Ponadto w br. należy oczekiwać sprzedaży nieruchomości w Krakowie (dawny hotel Sofitel).

Wg naszych szacunków Accor nie będzie dysponował wystarczającą większością głosów na NWZA, aby przegłosować niekorzystne dla akcjonariuszy mniejszościowych Orbisu warunki przejęcia hoteli Hekonu. Zakładamy, że transakcja będzie miała neutralny wpływ na wycenę spółki. Po zapoznaniu się z warunkami transakcji zweryfikujemy naszą ocenę inwestycyjną spółki.



Rekomendacja **TRZYMAJ**

Cena 17,05
Cena docelowa 17,50

Podstawowe dane

Ilość akcji (tys. szt.) 46 077
Free float 39%
Kapitalizacja (tys. zł) 785 613

Struktura akcjonariatu

ACCOR SA 29,3%
Deutsche Bank AG 12,4%
REIB Int. Hold. Ltd 10,4%
Skarb Państwa i BGŻ 6,2%
CU OFE BPH CU WBK 5,1%
Globe Trade Centre SA 5,0%
J.P. Morgan Fleming Asset Man. 5,0%

Analizy

Michał Marczak

tel (22) 697 47 38
fax (22) 697 47 43

Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-490 Warszawa, skr. poczt. 21

www.brebrokers.com.pl

	Sprzedaż	EBIT	Zysk netto	Cash earn.	Cena	EPS	P/E	BVPS	P/BV	CEPS	P/CE	EV/EBDIT
	[mln zł]	[mln zł]	[mln zł]	[mln zł]	[zł]	[zł]		[zł]		[zł]		
2000	1 018	109	88	163	17	1,9	9,0	23	0,7	3,5	4,8	4,1
2001	882	48	52	138	17	1,1	15,2	26	0,7	3,0	5,7	5,6
2002	819	32	35	121	17	0,8	22,4	26	0,7	2,6	6,5	6,0
2003P	807	32	49	136	17	1,1	16,2	27	0,6	3,0	5,8	5,9
2004P	810	33	39	130	17	0,9	19,9	28	0,6	2,8	6,0	5,8

UWAGA: P - prognoza Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego raportu.



Konkluzje inwestycyjne

W 2003 roku prognozowany przez nas wskaźnik EV/EBITDA dla Orbisu przy cenie akcji na poziomie 17,1 PLN wyniesie 6,5, tj. dokładnie tyle samo co dla Accora. Dla wybranej grupy spółek hotelowych szacujemy jego poziom na 7,1, co oznacza, że polska spółka notowana jest obecnie z 7,5% dyskontem w stosunku do sektora. Uwzględniając obecne przeinwestowanie na polskim rynku hotelowym dyskonto uważamy za uzasadnione.

Model DCF obejmujący dłuższy horyzont czasowy, w tym spodziewany wzrost frekwencji w hotelach po okresie bumu inwestycyjnego, implikuje wycenę na poziomie 19,5 PLN.

Przy ograniczonym potencjale wzrostu cen akcji nie widzimy jednak potencjału spadkowego, który naszym zdaniem ogranicza oczekiwane przez nas zwiększanie zaangażowania przez Accor. Obecna cena jest atrakcyjna z punktu widzenia inwestora branżowego. Wg naszych szacunków na bazie inwestycji realizowanych obecnie w sektorze hotelarskim – również przez Accor - tylko 15 najbardziej dochodowych hoteli spółki (generujących ok. 60% jej przychodów), po uwzględnieniu niezbędnych inwestycji na ich modernizację, wartych jest 22,5 PLN na akcje. Po sprzedaży udziałów w Hekonie, Accor powinien być zainteresowany zwiększeniem udziału w Orbisie.

Większość inwestorów wstrzymuje się z inwestycją w akcje spółki w związku z nieznanymi warunkami przejęcia udziałów w hotelach Accora. W naszych szacunkach zakładamy, że transakcja będzie miała neutralny wpływ na wycenę spółki. Połączenie z siecią Accora może prowadzić do daleko idących zmian w Orbisie. Jest prawdopodobne, że część obiektów hotelowych jak to miało miejsce w przypadku krakowskiego Sofitela nie będzie remontowana, natomiast spółka zdecyduje się na ich odsprzedaż. Będą to obiekty dublujące się z nowymi hotelami Accora lub te, w których koszty remontu nie gwarantują zwrotu z inwestycji.

Inwestycje sieci hotelowych oraz krajowego kapitału przy wolno rosnącym popycie na usługi negatywnie wpływają na wykorzystanie miejsc noclegowych zarówno w obiektach Orbisu jak i konkurencji. Wg danych GUS w okresie styczeń - wrzesień 2002 frekwencja w obiektach hotelowych spadła o ok. 3 punkty procentowe. W przypadku Orbisu w 2002 roku obniżyła się ona z 49% do 44%. Kolejne dwa lata, uwzględniając już realizowane jak i planowane inwestycyjne przyniosą dalszy znaczący wzrost bazy noclegowej, szczególnie na kluczowych dla spółki rynkach: Warszawy i Krakowa. Ponadto po fali inwestycji w największych miastach należy również spodziewać się, że sieci hotelowe zwrócą większą uwagę na takie ośrodki jak: Katowice, Lublin, Bydgoszcz, gdzie Orbis zachowywał dotąd silną pozycję. Taką strategię zapowiedziały już m.in. Radisson i Holiday Inn. W br. oczekujemy, że nastąpi dalszy spadek liczby sprzedanych pokojonocy na co wpływ będzie miało nasilanie się konkurencji oraz zamknięcie hotelu Sofitel w Krakowie.

Wycena

Investorzy finansowi - ograniczony potencjał wzrostu

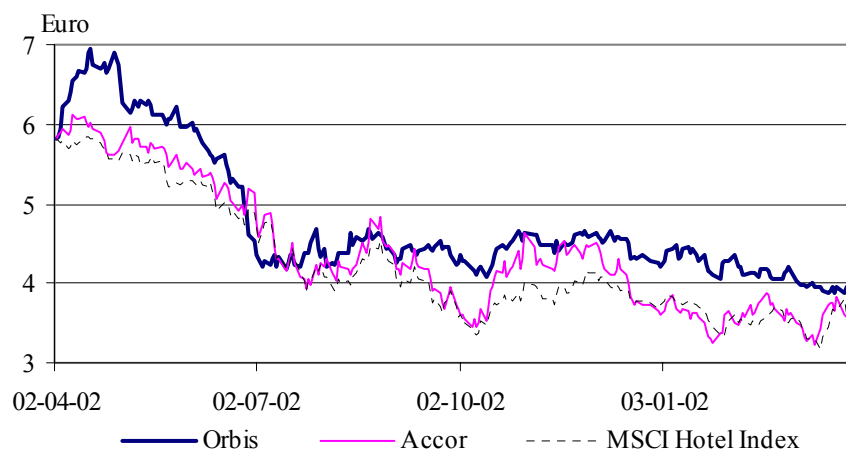
Investor strategiczny ogranicza potencjał spadku

Wycenę Orbisu przygotowaliśmy trzema metodami: porównawczą, DCF oraz metodą na podstawie której oszacowaliśmy wartość części majątku spółki. Podczas gdy, dwie pierwsze metody a szczególnie metoda porównawcza ma istotne znaczenie dla inwestorów finansowych podejmujących decyzje inwestycyjne w zależności od bieżącej sytuacji na rynku kapitałowym tak wycena majątku ważna jest przede wszystkim dla inwestora branżowego, który kieruje się innym horyzontem czasowym.

Metoda porównawcza

Wyniki operacyjne Orbisu odzwierciedlają trudną sytuację na krajowym rynku usług hotelarskich. W związku z sytuacją geopolityczną na świecie kryzys dotknął również największe sieci hotelarskie, co wywołało przecenę ich akcji na giełdach. Relatywna siła polskiego rynku akcji w ostatnich miesiącach spowodowała, że akcje Orbisu zachowywały się lepiej niż pozostałe spółki w sektorze, w tym również akcje inwestora strategicznego Accora. Wpłynęło to na zmniejszenie dotychczasowego dyskonta w wycenie.

Orbis na tle indeksu branżowego i notowań Accor (ceny w USD)

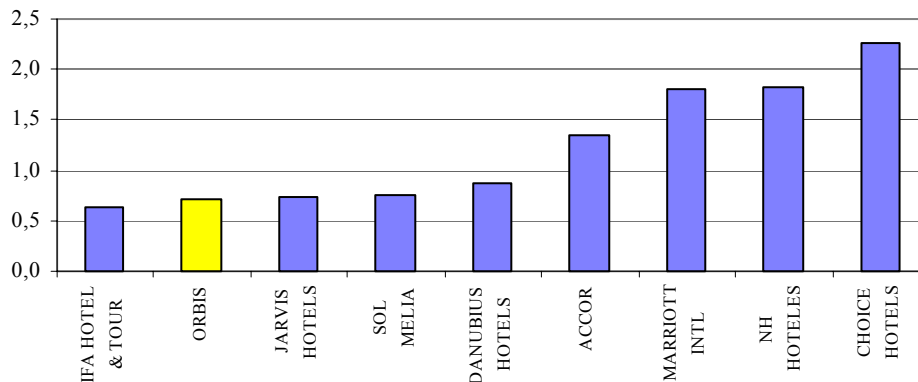


Źródło: Bloomberg

Naszym zdaniem w obecnej chwili utrzymanie dyskonta w wycenie Orbisu uzasadniają:

- Obok spadku popytu na usługi turystyczne (podobnie jak w innych krajach europejskich) sytuację Orbisu charakteryzuje inny etap rozwoju krajowego rynku hotelarskiego. Obecnie znajduje się on na etapie dojrzewania, co wiąże się z ekspansją, skutkiem czego jest systematycznie obniżająca się frekwencja dla całego sektora oraz spadek cen wynajmu pokoi. Przy wysokim udziale kosztów stałych w działalności hotelarskiej silnie odbija się to na marży operacyjnej. W krajach UE rynek jest już podzielony a kolejne hotele w Paryżu czy Londynie nie powodują dwucyfrowego wzrostu bazy noclegowej. W Polsce (przy obecnie poziomie popytu) przeinwestowany rynek w kolejnych dwóch latach będzie musiał zasymilować nowe projekty hotelarskie.
- W związku z bumem inwestycyjnym baza hotelowa na kluczowych dla spółki rynkach znacząco się „odmłodziła”, co oznacza dla Orbisu konieczność przyspieszenia modernizacji własnych obiektów. Te najczęściej nie dorównują standardem nowym hotelom konkurencji.

P/BV dla wybranych sieci hotelowych

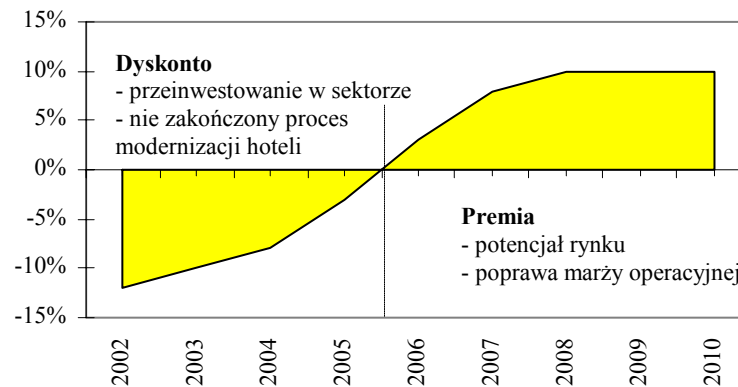


Źródło: Bloomberg

W przyszłości premia

- Po okresie buma inwestycyjnego należy oczekiwać, że w wycenie Orbisu uzasadniona stanie się premia, gdy uwzględnimy potencjał wzrostu popytu, który jest silnie skorelowany ze wzrostem PKB. Wejście Polski do UE, a w konsekwencji wzrost zamożności społeczeństwa i rozwój infrastruktury turystycznej pozwalają oczekiwać, że polski rynek będzie rósł szybciej niż w porównywanych krajach.
- Wysoka dźwignia operacyjna będzie powodowała, że dynamika wzrostu wyników operacyjnych będzie szybsza niż wzrost przychodów. Orbis powinien pozbyć się również balastu w postaci ograniczonych możliwości redukcji zatrudnienia (umowa prywatyzacyjna Accora wygasa do końca 2003 roku).

Dyskonto / premia w wycenie Orbisu



Źródło: DI BRE Banku S.A.



	Cena	EV/EBITDA			P/E			P/CE	Amortyzacja / Przychody EBITDA	
		2002P	2003P	2004P	2002P	2003P	2004P	2002P	2002P	2002P
ACCOR SA	28,3	6,9	6,5	5,9	13,5	13,5	12,0	5,9	7%	43%
CHOICE HOTELS	24,9	7,7	6,5	5,9	51,3	23,5	16,9	8,7	3%	56%
DANUBIUS HOTELS	3 170,0	3,7	3,4	3,2	7,5	6,5	4,9	4,2	7%	28%
FOUR SEASON HTL	29,4	12,9	10,4	7,8	27,8	21,0	13,3	bd.	bd.	bd.
HYATT REGENCY	6,8	9,7	8,6	7,8	18,4	16,2	15,1	bd.	bd.	bd.
JARVIS HOTELS	90,0	6,9	7,0	5,2	12,3	9,1	8,8	12,2	9%	36%
MARRIOTT INTL-A	32,8	11,7	10,7	9,3	18,0	16,1	14,3	12,0	2%	26%
NH HOTELES SA	8,1	6,9	6,2	5,6	11,8	10,7	9,3	8,1	4%	16%
ORBIS SA	17,1	6,5	6,5	6,2	22,5	16,2	20,0	6,5	11%	73%
RICA HOTELS ASA	31,0	8,5	7,8	6,7	15,7	14,4	11,4	bd.	bd.	bd.
STARWOOD HOTELS	24,5	8,5	8,6	bd.	25,5	21,5	bd.	6,8	13%	44%
MILLENNIUM	211,0	4,2	4,0	3,4	17,6	13,7	11,3	bd.	bd.	bd.
PRIME HOSPITAL	5,4	6,3	6,0	6,3	30,0	25,7	20,8	bd.	bd.	bd.
SOL MELIA SA	3,2	7,5	6,7	6,0	16,1	10,7	8,4	4,4	10%	40%
Max.		12,9	10,7	9,3	51,3	25,7	20,8	12,2		
Min.		3,7	3,4	3,2	7,5	6,5	4,9	4,2		
Mediana		7,7	7,1	6,1	20,6	15,6	12,8	7,6		
Uzasadniona premia / dyskonto		-10%	-10%	-10%	0%	0%	0%	-10%		
Implikowana wycena		18,2	16,8	15,1	15,6	16,5	11,0	18,1		
Upside/Downside		6,4%	-1,8%	-11,8%	-8,5%	-3,7%	-35,9%	6,1%		

	Cena	EV/Sales			marża EBITDA		
		2002P	2003P	2004P	2002P	2003P	2004P
ACCOR SA	28,3	1,2	1,1	1,1	17%	17%	18%
CHOICE HOTELS	24,9	0,5	0,4	0,4	6%	7%	7%
DANUBIUS HOTELS	3 170,0	1,0	0,9	0,8	26%	28%	26%
FOUR SEASON HTL	29,4	3,1	2,9	2,7	24%	28%	34%
HYATT REGENCY	6,8	4,5	4,3	3,6	46%	50%	46%
JARVIS HOTELS	90,0	1,6	1,6	1,6	24%	23%	30%
MARRIOTT INTL-A	32,8	0,9	1,0	1,1	8%	10%	11%
NH HOTELES SA	8,1	1,7	1,5	1,4	25%	24%	24%
ORBIS SA	17,1	0,9	1,0	1,0	14%	15%	15%
RICA HOTELS ASA	31,0	0,5	0,5	0,5	6%	7%	8%
STARWOOD HOTELS	24,5	2,5	2,3	bd.	29%	27%	bd.
MILLENNIUM	211,0	1,0	1,0	0,9	24%	25%	28%
PRIME HOSPITAL	5,4	1,3	1,3	1,3	21%	22%	21%
SOL MELIA SA	3,2	1,8	1,6	1,5	24%	24%	25%
Max.		4,5	4,3	3,6			
Min.		0,5	0,4	0,4			
Mediana		1,6	1,5	1,4	21%	22%	23%
Uzasadniona premia / dyskonto		-30%	-30%	-30%			
Implikowana wycena		21,6	20,7	18,3			
Upside/Downside		26,3%	20,9%	6,9%			

* amortyzacja / przychody ze sprzedaży
Źródło: DI BRE Banku S.A., Bloomberg



W stosunku do średniej dla przyjętych do wyceny spółek na podstawie wskaźnika EV/EBITDA2003 Orbis notowany jest obecnie z 7,5% dyskontem i z premią na podstawie wskaźnika P/E. Ze względu na wyższy poziom amortyzacji w przypadku Orbisu w stosunku do porównywanych spółek, zastosowanie wskaźnika P/E odgrywa mniejsze znaczenie w wycenie. Przy uwzględnianiu wskaźnika P/CE2002 Orbis notowany jest z 15% dyskontem w stosunku do średniej dla sektora. Biorąc pod uwagę wpływ jednorazowych transakcji sprzedaży majątku na wynik netto roku 2002, poziom ten uważamy za odpowiedni.

Średni poziom prezentowanych wskaźników przyjęty dla wymienionych spółek jest wyższy niż dla inwestora strategicznego. Nie widzimy przesłanek, dla których obecnie Orbis miałby być notowany na bazie wskaźników wyższych niż Accor.

Model DCF

Model DCF opierający się na skonsolidowanej prognozie Orbisu – uwzględniającej dotychczas posiadaną bazę hotelową - daje wycenę 19,5 PLN na akcje. Wycena ta jest średnią liczoną dla dwóch metod szacowania wartości rezydualnej (*Terminal Value*). W pierwszym przypadku opieraliśmy się na przyjętym wzroście FCF w nieskończoności (po roku 2008) na poziomie 3,5%. Alternatywnie posłużyliśmy się mnożnikiem EV/EBITDA w wysokości 7,7 – średnia wynikająca z modelu porównawczego.

(mln PLN)	2002P	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P
Przychody ze sprzedaży	818	807	810	867	938	1003	1054
Zmiana	-7%	-1%	0%	7%	8%	7%	5%
EBIT	32	32	33	54	79	84	89
NOPLAT	24	23	24	39	58	62	65
Amortyzacja	86	87	91	93	94	95	94
CAPEX	106	150	130	130	100	90	94
Inwestycje w KO	26	-1	4	2	2	1	1
FCF	-22	-38	-19	0	50	65	64
DFCF	0	-35	-16	0	34	41	37
WACC	0,0%	10,0%	9,8%	9,5%	9,3%	9,1%	9,0%
PERPETUITY // EV/EBITDA2009x	3,5%	7,7					
PV TV	690	833					
PV FCF	62	62					
Dług netto	-72	-72					
Wartość kapitału	824	966					
Wartość kapitału na akcje	17,9	21,0					

Założenia do modelu DCF i prognozy wyników:

- W br. nastąpi nieznaczny spadek przychodów spółki. Pomimo poprawy sytuacji gospodarczej (zakładany wzrost PKB = 3%) zwiększony popyt na usługi hotelarskie w drugim półroczu rozłoży się na powiększoną bazę noclegową. W modelu przyjęliśmy, że w 2003 roku Orbis sprzeda o 3% mniej pokojonocy niż w 2002 roku. Dzięki osłabieniu złotego w stosunku do EURO, co ma istotne znaczenie w przypadku wyników spółki zakładamy, że w przyszłym roku średni przychód za sprzedany pokój wzrośnie (ADR) o 1 PLN do 213 PLN, a wyrażony w EURO o spadnie o 6%. Wpływ na obniżenie cen katalogowych (zwiększenie rabatów) będzie miała utrata części klientów biznesowych na rzecz konkurentów w największych aglomeracjach (pogorszenie biznes mix).
- Po roku 2004 oczekujemy, że podaż obiektów hotelowych będzie rosła wolniej niż popyt na te usługi, co powinno zaowocować wzrostem frekwencji dla całego sektora jak również w obiektach spółki, a także zahamowaniem dalszego spadku cen wynajmu pokoi.



- Ważnym czynnikiem, który będzie wpływał na założony wzrost EBIT będzie kontynuacja programu redukcji kosztów, w wyniku którego marża operacyjna Orbisu stopniowo będzie zbliżała się do poziomu notowanego przez inne sieci hotelowe. Przełomem pod tym względem powinien być rok 2004, kiedy przestanie obowiązywać pakiet prywatyzacyjny podpisany przez Accor ze Skarbem Państwa. Ogranicza on m.in. możliwości redukcji zatrudnienia.

Potencjalny wzrost wyceny wynikający z „uwolnienia” wartości skupionej w majątku spółki

Leasing hoteli

Na tle innych sieci hotelowych struktura własności hoteli Orbisu jest nietypowa. Z reguły sieci hotelowe są właścicielami 20-40% wszystkich obiektów, z których generują przychody. Pozostałą część stanowią obiekty będące w zarządzaniu lub posiadające umowy franchizingowe a także obiekty leasingowane.

Struktura własnościowa hoteli wybranych sieci

	Kraj	Własność	Leasing	Franchizing	Zarządzanie
NH Hotels	Hiszpania	35%	51%		13%
Accor	Francja	22%	42%	19%	17%
Sol Melia	Hiszpania	29%	13%	48%	10%
Six continents		46%		41%	13%
Orbis	Polska	100%			

Źródło: Raporty spółek

W przypadku Accora umowy leasingowe najczęściej podpisywane są na okres 20-25 lat, z opcją odkupu obiektu po 10-12 latach, co stanowi swoiste zabezpieczenie dla sieci hotelowej.

Aby dokonać oceny czy i w jakich warunkach leasing obiektów dodaje wartości do wyceny spółki musieliśmy przyjąć szereg założeń. Dotyczą one:

- skali leasingowanego majątku (należy określić maksymalny poziom, przy którym w związku z wyższymi kosztami operacyjnymi sytuacja finansowa spółki jest bezpieczna, uwzględniając tu również potencjalne pogorszenie sytuacji na rynku hotelowym).
- Okresu obowiązywania leasingu (wydłużenie okresu powoduje wzrost wartości spółki, przyjęty okres w wariantcie podstawowym to 25 lat).
- Cena sprzedaży nieruchomości (w relacji do BV)
- Yield

Założenia do modelu

	2003P	
	Przed leasingiem	Po leasingu
Przychody	806,6	806,6
EBITDA	119,2	92,3
Amortyzacja	87,5	77,6
EBIT	33,0	14,8

Okres leasingu	25 lat
BV leasingowanego majątku	348 mln PLN

Zastosowanie leasingu, wpływa na wzrost kosztów operacyjnych a tym samym obniżenie poziomu EBITDA, wykorzystywanego przez nas do wyceny porównawczej. W drugiej strony zwiększają się wolne środki finansowe obniżające implikowane wyceną wskaźnikową EV.



Wzrost wartości Orbisu przy zastosowaniu wyceny metodą porównawczą (EV/EBITDA2003=6,5)

Cena *	Yield					
	5,00%	6,00%	7,00%	8,00%	9,00%	10,00%
0,5	11,1%	10,1%	9,1%	8,0%	6,9%	5,8%
0,7	15,5%	14,1%	12,7%	11,2%	9,7%	8,2%
0,9	19,9%	18,2%	16,4%	14,5%	12,5%	10,5%
1,1	23,2%	21,1%	18,9%	16,6%	14,2%	11,7%
1,3	25,5%	22,9%	20,3%	17,6%	14,7%	11,8%

* cena określona jako procent wartości księgowej leasingowanego majątku

Wg tak przyjętych założeń nawet przy sprzedaży majątku po 0,5 wartości księgowej i 10% yield na nieruchomości (koszt operacyjny) transakcja dodaje wartości do wyceny spółki. Takie podejście nie uwzględnia rosnącego ryzyka wynikającego w dodatkowego wzrostu kosztów stałych, co zwiększa ryzyko inwestycyjne w okresie dekonjunktury na rynku hotelowym. Po wprowadzeniu powyższych założeń w modelu DCF oraz zwiększeniu bety o 0,1 (wyższe ryzyko działalności) wycena spółki wzrasta o 3,7%.

Wycena majątku od strony inwestora strategicznego

Wycenę majątku spółki traktujemy jako wycenę alternatywną – bardziej istotną dla inwestora strategicznego niż dla inwestorów finansowych, ale potwierdzającą, że obecny poziom cenowy jest atrakcyjny do akumulowania akcji Orbisu dla Accora. Naszym zdaniem będzie to ograniczało potencjał spadku akcji spółki, co ma znaczenie również dla inwestorów finansowych, którzy przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych nie kierują się zmianą kursów w relacji do WIG.

Dane operacyjne wybranych hoteli w I półroczu 2002 r.

Obiekt	Lokalizacja	Przychody*	Koszty*	Liczba pokoi	Wartość pok. wg kosztu inv.	Koszt remontu na pokój	Wartość netto hotelu	na akcje Orbisu	Yield**	koszt remontu / EV***
		mln PLN	mln PLN		tys. USD	tys. USD	mln PLN	PLN		
Victoria	Warszawa	22,88	9,11	341	173	0	241	5,2	8,6%	0,0%
Forum	Warszawa	21,00	9,40	723	80	47	97	2,1	6,0%	59,0%
Holiday Inn	Warszawa	19,63	6,28	336	100	22	108	2,3	10,2%	21,8%
Novotel	Warszawa	11,60	3,68	278	70	0	80	1,7	14,9%	0,0%
Europejski	Warszawa	11,48	4,97	237	90	50	6	0,1	4,6%	93,1%
Sofitel	Kraków	11,44	5,58	278	80	70	11	0,2	2,9%	87,7%
Hevelius	Gdańsk	10,17	3,61	281	60	9	59	1,3	10,4%	14,5%
Kasprowy	Zakopane	10,00	3,84	288	60	17	51	1,1	7,7%	28,2%
Poznań	Poznań	9,67	3,90	367	60	10	75	1,6	7,5%	16,6%
Grand	Warszawa	9,66	3,87	355	60	40	29	0,6	4,5%	66,7%
Cracovia	Kraków	8,71	3,86	314	60	0	77	1,7	9,4%	0,0%
Continental	Kraków	8,35	4,39	304	50	16	42	0,9	5,5%	32,1%
Merkury	Poznań	8,09	3,32	225	50	18	29	0,6	6,8%	36,8%
Gdynia	Gdynia	7,35	2,73	297	50	40	12	0,3	3,9%	80,0%
Mrongovia	Miągowo	7,23	3,37	258	50	9	43	0,9	7,1%	18,9%

* I połowa 2002 roku

** Yield = oczekiwany zysk hotelu po opodatkowaniu w 2002 roku / (MC + łączne koszty remontu)

*** EV = wartość netto hotelu + całkowity koszt remontu

Wycenę majątku spółki ograniczyliśmy do 15 największych (pod względem przychodów) hoteli.



Takie uproszczenie pozwala na dokładaną analizę, każdego z obiektów: stopnia jego dotychczasowej modernizacji, potrzeb inwestycyjnych oraz osiąganego Yield dla inwestora przy naszej wycenie i obecnych wynikach hotelu. Celem takiej analizy nie jest wyznaczenie ceny docelowej a jedynie określenie atrakcyjności obecnej ceny dla inwestora długoterminowego. Przy przyjętych przez nas założeniach wymienione obiekty mają wartość 22,2 PLN na akcję Orbisu, tj. 31% powyżej obecnego kursu akcji spółki. Wymienione w modelu hotele generują łącznie 60% przychodów spółki.

Wycenę poszczególnych obiektów przygotowaliśmy w oparciu o ostatnio dokonane inwestycje w sektorze po przeliczeniu ich na jeden pokój, w zależności od kategorii hotelu i jego lokalizacji. W przypadku obiektów nie zmodernizowanych lub będących w trakcie modernizacji od wyceny odjęliśmy koszty remontu, który uwzględniałby dostosowanie do nowego standardu pokoi, holów, recepcji oraz zewnętrznej elewacji (wartość hotelu = liczba pokoi x nakłady inwestycyjne na pokój w nowych hotelu wg określonej kategorii i lokalizacji – całkowity koszt remontu). Po przyjętych inwestycjach zmodernizowany obiekt miałby być w pełni konkurencyjny z nowo otwartymi hotelami konkurencji, w tym również obiektami samego Accora.

Koszt budowy ostatnio realizowanych obiektów hotelowych

Sieć hotelowa	Kategoria [liczba *]	Liczba pokoi	Lokalizacja	Wartość inwestycji	
				łącznie [mln USD]	na pokój [tys. USD]
Holiday Inn by Express	2	180	Kraków	7,0	38,9
Accor	2,3	600	Kraków, Szczecin	43,8	73,0
Envergure	1,2,3	495	Warszawa	20,7	41,9
Radisson	4+	311	Warszawa	53,7	172,5
Westin	5	366	Warszawa	77,9	212,9
Intercontinental	5	400	Warszawa	107,8	269,5
Warsaw Airport	4	300	Warszawa	30,0	100,0
Dorint	4	191	Wrocław	19,6	102,6

Źródło: EuroBuild Newsletter, Rzeczpospolita, Gazeta Wyborcza

Powyższa tabela prezentuje zestawienie ostatnio zrealizowanych inwestycji lub będących w trakcie realizacji. Wynika z niej m.in., że budowa hoteli Ibis i Novotel w Krakowie i Szczecinie kosztowała Accor blisko 44 mln USD, tj. średnio 73 tys. USD na pokój w standardzie 2 i 3 - gwiazdkowym.

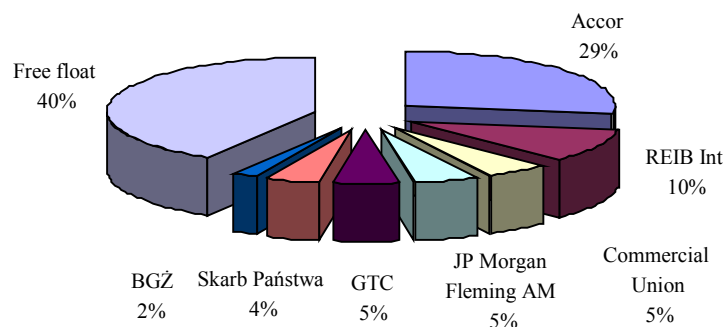
Uwzględniając przygotowane wyceny poszczególnych obiektów oraz wyniki hoteli Orbisu jakie osiągnęły w I półroczu br. oszacowaliśmy zwrot z inwestycji. Zysk każdego hotelu do kalkulacji Yield uwzględnia podatek dochodowy (25% stopa podatkowa) i w uproszczeniu jest równy dwukrotności wyniku osiągniętego w I półroczu. Wartość inwestycji równa jest sumie wartości hotelu z wyceny i kosztów niezbędnych remontów. Z obliczeń wyraźnie widać, że hotele w których proces modernizacji dobiegł lub dobiega do końca osiągają znacznie wyższy poziom Yield niż obiekty stare. Po zakończeniu procesu modernizacji należy oczekiwać również poprawy wyników tych obiektów.

Spośród hoteli nie uwzględnionych w wycenie większość nie spełnia wymaganych standardów, które na rynku zaczyna dyktować konkurencja, dlatego również dla Accora mogą stanowić one mniejszą wartość. Jak to miało miejsce w przypadku hotelu we Wrocławiu, czy obecnie przykład Sofitela w Krakowie pokazują, że bardziej opłacalne może być zburzenie i pobudowanie na posiadanej działce nowego obiektu lub całkowite wyjście z inwestycji. Tym niemniej, nasza lista nie uwzględnia również nowo oddanych lub zmodernizowanych hoteli (Panorama we Wrocławiu, Pod Orłem w Bydgoszczy), które z pewnością znajdują się w sferze zainteresowania inwestora. Ponadto, część hoteli, które wymagają znaczących nakładów inwestycyjnych jest zlokalizowana na atrakcyjnych działkach, których wartość w dużym stopniu określa wartość całej nieruchomości (warszawskie hotele – Solec i Vera). Po połączeniu obu sieci należy oczekiwać, że część starych obiektów Orbisu zostanie sprzedana.

Obecnie, Accor posiada 29,3% akcji Orbisu. Ponadto inwestor negocjuje odkupienie pakietu akcji spółki od BGŻ oraz Skarbu Państwa dysponujących łącznie 6,2% akcji.

Wejście na dany rynek oznacza konieczność budowy własnej sieci obiektów lub zakup już istniejących. Zgodnie z podpisanym przez Accor pakietem inwestycyjnym francuski inwestor nie może budować w Polsce własnych obiektów do końca 2006 roku (z wyjątkiem objętych umową z Orbisem, a które zostaną włączone do sieci Orbisu). Finalizacja transakcji znacząco zmniejszy zaangażowanie Accora w Polsce. Uwzględniając koszt budowy hoteli w 5 kluczowych dla sektora miastach uważamy, że dla Accora zdecydowanie taniej jest skupować akcje Orbisu niż budować obiekty np. w centrum Warszawy czy Wrocławia, co udowadnia powyższa wycena. W tym celu francuski inwestor będzie mógł wykorzystać środki jakie pozyska po transakcji z Orbisem (sprzedaż spółki Hekon).

Struktura akcjonariuszy Orbis S.A.



Źródło: Orbis S.A.

Na mocy umowy prywatyzacyjnej Orbis z 26 lipca 2000 roku, Accor, GTC oraz REIB (Deutsche Bank) w kluczowych dla spółki sprawach głosują zgodnie. Można przypuszczać, że docelowo Accor odkupi od ww. podmiotów ich udziały. Po uwzględnieniu akcji jakie Accor kupiłby od Skarbu Państwa oraz BGŻ jego udział wzrósłby do 50,5%.

Połączenie sieci Accora i Orbisu

Zgodnie z deklaracjami Prezesa Grelowskiego inwestorzy powinni poznać warunki na jakich miałyby odbyć się transakcja w ciągu kilku tygodni. Po raz kolejny termin ten jest przesuwany. Transakcja ma kluczowe znaczenie przy wycenie spółki.

Istnieje kilka możliwych wariantów, z których naszym zdaniem najbardziej prawdopodobny zakłada przejście przez Orbis jedynie zarządzanie obiektami Hekonu. Takie rozwiązanie ma kilka zasadniczych zalet:

- nie angażuje Orbisu kapitałowo, a zaoszczędzone w ten sposób środki mogą zostać przeznaczone na modernizację własnych obiektów,
- pozwoli na zdywersyfikowanie portfela, na wzór zagranicznych sieci hotelowych (dotychczas Orbis był jedną z nielicznych sieci, która posiadała na własność niemal wszystkie zarządzane przez siebie obiekty),
- Orbis będzie konsolidował wyniki sieci Accora

Orbis przejmie 12 obiektów posiadających łącznie 2120 pokoi hotelowych, z czego jeden znajduje się nadal w budowie (Ibis na warszawskim Muranowie). Ponieważ ostateczne warunki transakcji jeszcze nie są znane jak również nie znamy wyników sieci hoteli Accora, nie uwzględniamy ich w naszych prognozach oraz wycenie.



Najprawdopodobniej w ramach transakcji Orbis stanie się również właścicielem powstającego na Litwie trzygwiazdkowego hotelu Accora, dysponującego trzystoma pokojami. Z informacji uzyskanych w spółce wynika, że w przyszłości Orbis miałby stać się spółką zarządzającą obiektami Accora w Europie Wschodniej. Podobną rolę dla Francuzów pełni Panonia na Węgrzech (zarządza hotelami w Austrii). Obecnie plany te ograniczają się do wspomnianego obiektu na Litwie. Naszym zdaniem kluczowe dla spółki jest obecnie zmodernizowanie bazy noclegowej na terenie Polski. a ekspansja na rynki ościenne ma drugorzędne znaczenie.

Przychody z działalności hotelarskiej

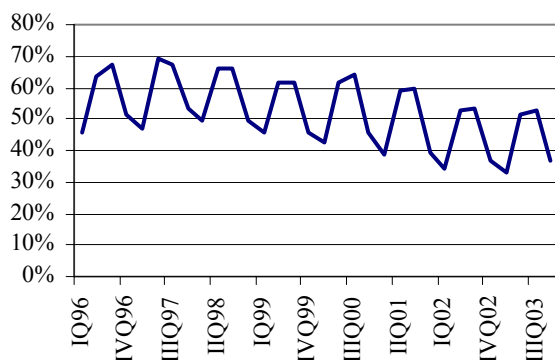
	1999	2000	2001	2002
Przychody z działalności hotelarskiej (mln PLN)*	789	778	682	608
Sprzedane pokojonocy (mln)	1,98	1,89	1,78	1,62
ADR (PLN)	245	249	221	212

* sprzedaż miejsc noclegowych, konferencje, gastronomia, telekomunikacja

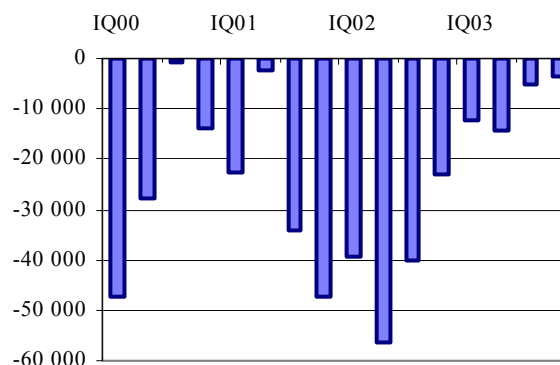
Źródło: Orbis S.A.

W związku z rozbudową bazy noclegowej w Polsce oraz słabym wzrostem popytu na usługi hotelowe w 2002 roku nastąpił spadek liczby sprzedanych pokojonocy o 153 tys., tj. blisko 9% w stosunku do roku 2001. Tym samym frekwencja w hotelach spółki spadła do zaledwie 44% w stosunku do 49% przed rokiem. Jest to poziom znacząco niższy niż w przypadku innych europejskich sieci hotelowych. Z jednej strony obrazuje słabość polskiego rynku hotelarskiego (wysokie bezrobocie i niska siła nabywcza społeczeństwa, słabo rozwinięta infrastruktura komunikacyjna) a z drugiej skutkuje niższą niż w przypadku wspomnianych zagranicznych sieci hotelowych marżą na działalności operacyjnej.

Frekwencja



Zmiana liczby sprzedanych pokojonocy (Y/Y)

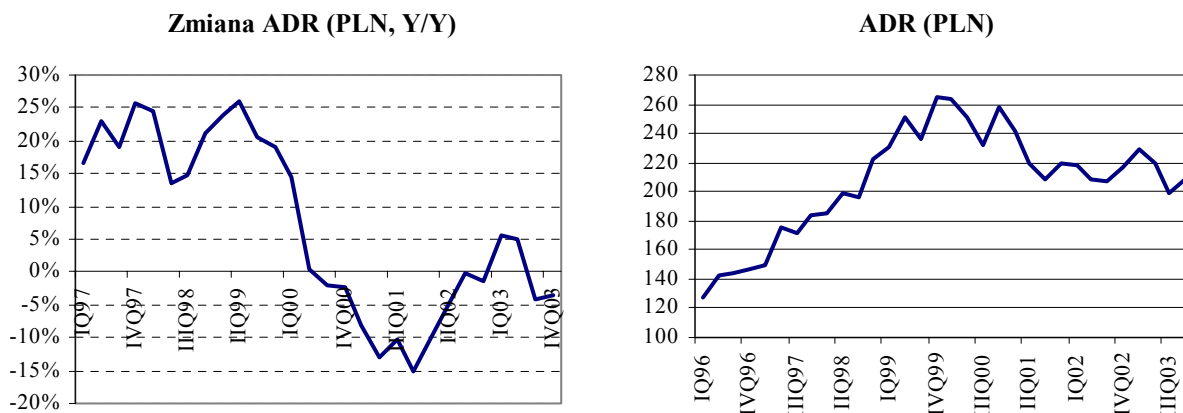


Źródło: DI BRE Banku S.A. na podstawie Orbis S.A.

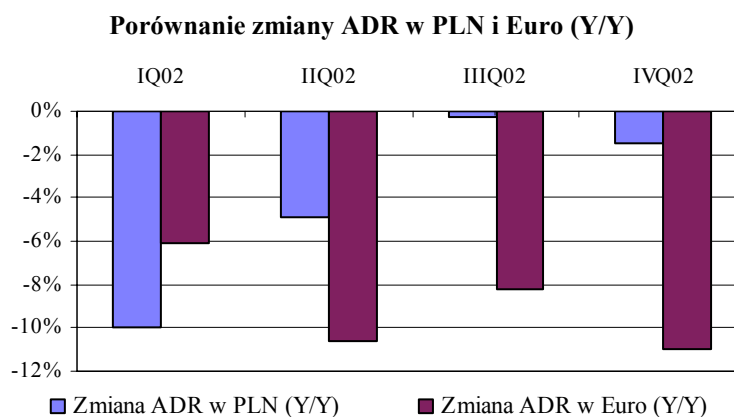
Wg danych GUS na trzy kwartały 2002 roku liczba sprzedanych miejsc noclegowych w obiektach hotelowych wzrosła o 2%, co oznacza, że Orbis w dalszym ciągu tracił udział w rynku. Tendencja ta będzie kontynuowana również w br. Spodziewamy się, że liczba sprzedanych pokojonocy zmniejszy się o kolejne 3%. Nasza prognoza zakłada, że w drugim półroczu na rynku hotelarskim nastąpi ożywienie. Istotnym czynnikiem wpływającym na spadek sprzedaży będzie wyłączenie z eksploatacji hotelu Sofitel w Krakowie, który w ujęciu rocznym zapewniał sprzedaż ok. 50 tys. pokojonocy.

Trudna sytuacja w sektorze przyniosła spadek cen wynajmu pokoi, co przełożyło się na spadek średniego przychodu na sprzedany pokój (ADR) z 221 PLN w 2001 do 212 PLN w 2002 roku. Podstawą rozliczeń z klientami są ceny katalogowe podawane w Euro. W ostatnich dwóch kwartałach 2002 roku na skutek osłabienia złotego spadek ADR był minimalny, co częściowo zamortyzowało wpływ rosnącej konkurencji. W pierwszych dwóch kwartałach roku oczekujemy wzrostu ADR wyrażonego w złotówkach o 4%, co jednak będzie oznaczało spadek średniego

przychodu na pokój wyrażonego w Euro o 6%. Powyższe szacunki zostały dokonane przy średniorocznym kursie PLN/Euro równym 4,2. Umocnienie złotego będzie miało niekorzystny wpływ na przychody Orbisu.



Źródło: DI BRE Banku S.A. na podstawie Orbis S.A.



Źródło: Szacunki DI BRE Banku S.A.

Orbis Transport

W 2002 roku blisko 12,5% wzrost przychodów (do 75 mln PLN) osiągnęła spółka zależna Orbis Transport. Głównym czynnikiem wpływającym na wyższe przychody miał wzrost popytu na autokarowe przewozy turystyczne. Jest to efekt dwóch elementów: po zamachach terrorystycznych zmniejszyła się liczba osób podróżujących drogą lotniczą; seria wypadków autokarowych mniejszych przewoźników spowodowała przejście klientów do bardziej renomowanych i oferujących wyższy standard usług firm.

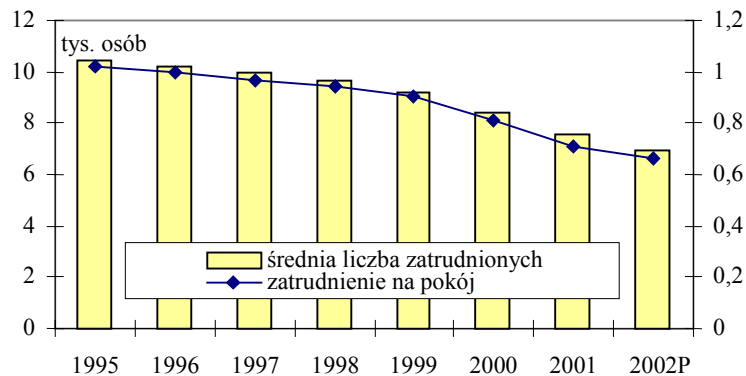
Poza usługami przewozowymi Orbis Transport oferuje leasing oraz wypożyczanie pojazdów.

W br. widzimy szereg czynników ryzyka dla działalności transportowej Orbisu. Są to przede wszystkim: wysokie ceny paliw, w przyszłości konkurencja ze strony tanich linii lotniczych, które na analogicznych destynacjach zaoferują zbliżone ceny do oferty przewozów autokarowych.

Koszty operacyjne

Działalność hotelarska charakteryzuje się wysoką dźwignią operacyjną, dlatego w okresie dekonjunktury kluczowe znaczenia odgrywa redukcja kosztów stałych. W przypadku Orbisu taką możliwość utrudnia pozycja związków zawodowych oraz pakiet inwestycyjny podpisany przez Accora, gwarantujący utrzymanie zatrudnienia do końca 2003 roku. Zwolnienia jakie dokonały się w spółce w ostatnich latach odbyły się kosztem wysokich odpraw dla dobrowolnie odchodzących pracowników. Zgodnie z szacunkami zarządu w 2002 roku zatrudnienie w Orbisie zmniejszy się o ok. 660 osób, tj. o 8%.

Średnie zatrudnienie i wskaźnik zatrudnienia na pokój w latach 1995-2002

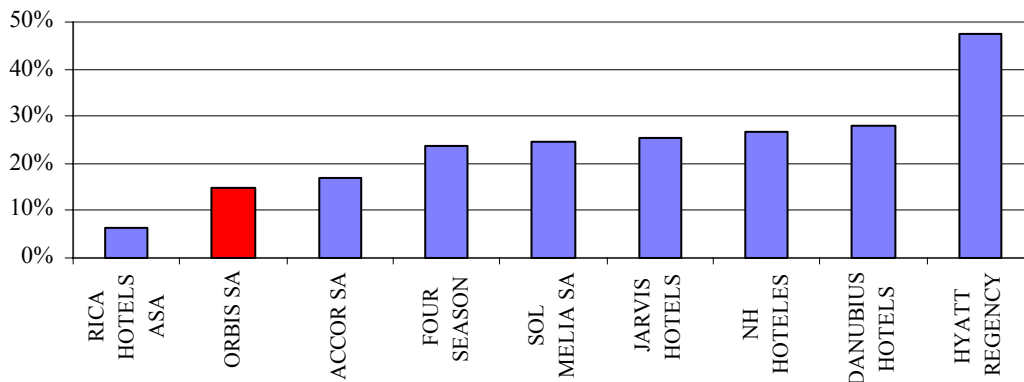


Źródło: Orbis S.A.

Dzięki redukcji personelu Orbis obniżył wskaźnik liczby zatrudnionych na pokój z 0,94 w 1998 do 0,66 w roku bieżącym. Tym niemniej w znaczącej liczbie hoteli zatrudnienie nadal nie osiągnęło optymalnego poziomu. Dla hoteli Ibis należących do sieci Accora, które docelowo znajdują się w Orbisie wskaźnik ten wynosi zaledwie 0,25. W obiektach o wyższej kategorii liczba ta jest wyższa, co łączy się z koniecznością zapewnienia lepszej jakości obsługi oraz rozbudowaną częścią gastronomiczną.

Innym elementem kosztów, które spółka zamierza ograniczyć jest gastronomia (zwiększenie kontroli wykorzystania produktów spożywczych) oraz scentralizowane zakupy, do czego została powołana nowa spółka.

Rentowność EBITDA Orbisu na tle innych sieci hotelowych (prognoza na rok 2002)



Źródło: Bloomberg



W naszych prognozach zakładamy, że w kolejnych latach Orbis stopniowo będzie zbliżał się do rentowności osiągananej przez inne sieci hotelowe, co będzie efektem:

- rosnącej frekwencji
- ograniczeniu kosztów osobowych
- modernizacji obiektów

Działalność finansowa

W poprzednich latach znaczącą część wyniku brutto Orbis osiągał dzięki działalności finansowej, wykorzystując m.in. środki finansowe pozyskane w ofercie publicznej i wysokie oprocentowanie papierów dłużnych. W roku 2001 i 2002 wzrost wyniku na działalności finansowej jest efektem nie tylko przychodów odsetkowych, ale również transakcji sprzedaży aktywów.

Wpływ wyniku na działalności finansowej na zysk brutto

	1998	1999	2000	2001	2002
Udział	32,9%	23,9%	15,0%	23,7%	35,5%

Źródło: DI BRE Banku na podstawie Orbis S.A.

Potencjalne transakcje w przyszłości

Zamknięcie transakcji sprzedaży Polkardu poprawi tegoroczne wyniki spółki, jednak jeśli chodzi o aktywa finansowe przeznaczone na sprzedaż możliwości Orbisu zostały wyczerpane. Zakładamy, że spółki: Orbis Travel, Transport i Casino są inwestycjami długoterminowymi. Z drugiej strony Orbis w dalszym ciągu posiada szereg działek i nieruchomości, które szczególnie po połączeniu z siecią Accora mogą zostać sprzedane. Chodzi tu przede wszystkim o hotele, które:

- nie spełniają standardów Accora,
- wymagałyby znaczących nakładów inwestycyjnych,
- znajdują się na wartościowej działce,
- ich lokalizacja dubluje się z przejętymi hotelami Accora.

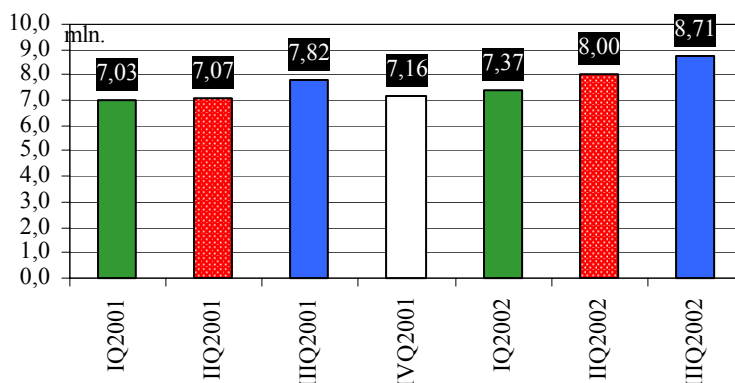
Orbis podjął już decyzję co do sprzedaży nieruchomości, na której znajdował się krakowski Sofitel, co również znajdzie swoje odzwierciedlenie w tegorocznych wynikach. Z informacji od spółki wynika, że kolejne tego typu transakcje są przygotowywane. Więcej informacji na ten temat zostanie najprawdopodobniej ujawnione po ogłoszeniu strategii połączonych sieci Orbisu i Accora.

Wzrost bazy hotelowej.

Pierwsze symptomy ożywienia popytu?

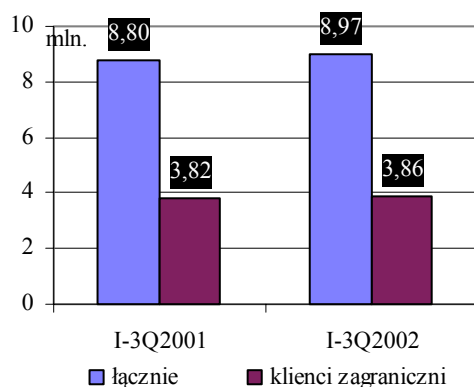
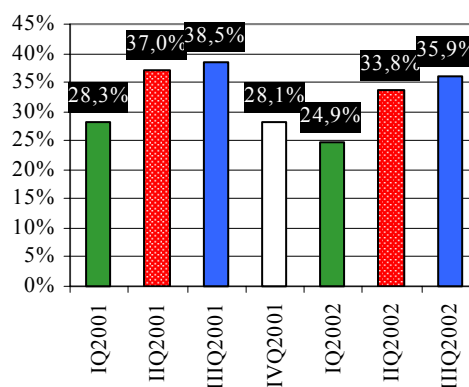
Jeszcze przed trzema laty Orbis pozostawał jedyną z niewielu, akceptowalnych pod względem standardu, alternatyw dla osób korzystających z bazy hotelowej w Polsce. Obecnie pozycja spółki systematycznie słabnie na skutek inwestycji dokonywanych zarówno przez międzynarodowe sieci hotelowe jak i krajowych inwestorów. Na rzecz pierwszej grupy Orbis traci przede wszystkim klientów zagranicznych, w tym najbardziej dochodowy segment klientów biznesowych w dużych miastach, takich jak. Warszawa, Poznań, Wrocław czy Kraków. Wyremontowane i oferujące wysoki standard za przystępną cenę hotele rodzinne i pensjonaty, stanowią konkurencję dla oferty Orbisu skierowanej w segmencie turystycznym, przede wszystkim osób indywidualnych. Dzięki rozbudowanej sieci obiektów spółka zachowuje nadal silną pozycję w segmencie grup turystycznych, preferujących turystykę objazdową.

Poniższy wykres prezentuje jak zmieniła się liczba dostępnych miejsc noclegowych w pierwszych kwartałach br. w stosunku do roku 2001. Poniższe dane zostały oszacowane na bazie danych GUS, dotyczących sprzedanych miejsc noclegowych oraz stopnia ich wykorzystania w obiektach hotelowych. Dane te obejmują wszystkie kategorie hoteli a nie tylko obiekty o standardzie wyższym niż odpowiadający trzem gwiazdkom sektorze w którym operuje Orbis. Niezależnie od tego uogólnienia wyraźnie widać, że w I półroczu liczba dostępnych miejsc noclegowych istotnie wzrosła. W I kwartale była wyższa niż przed rokiem o 4,8% natomiast w II różnica wzrosła do 13,2% (w III kwartale następuje sezonowy wzrost bazy związany z okresem wakacyjnym).

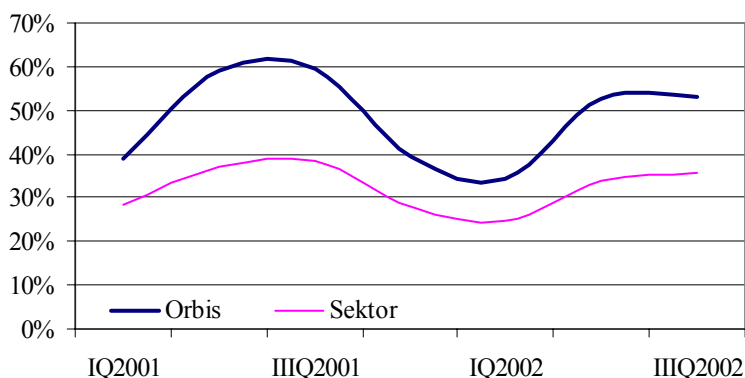
Rozwój hotelowej bazy noclegowej (liczba dostępnych pokoi w kwartale) w wg danych GUS


Źródło: DI BRE Banku S.A. na podstawie danych GUS

Przy słabnącym wzroście gospodarczym w I półroczu hotele udzieliły 5,44 mln noclegów w stosunku do 5,41 mln. przed rokiem. 0,6% wzrost jest zbliżony do dynamiki PKB w tym okresie. Podobną dynamiką charakteryzował się również segment klientów zagranicznych. Wspomniany wcześniej wzrost bazy noclegowej w analizowanym okresie spowodował spadek średniej frekwencji dla sektora, co widoczne jest również w wynikach Orbisu.

Noclegi udzielone w obiektach hotelowych

Wykorzystanie miejsc noclegowych w obiektach hotelowych w Polsce


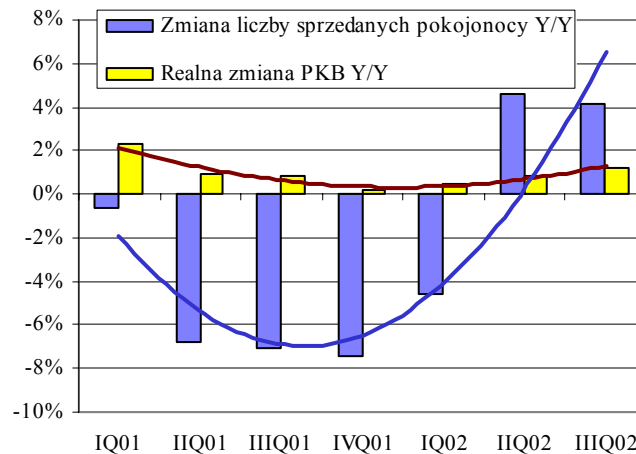
Źródło: GUS

Frekwencja w hotelach Orbisu na tle frekwencji sektora w Polsce


Źródło: GUS, Orbis S.A.

Po uwzględnianiu liczby sprzedanych pokojonocy w rozbiciu na kwartały widać, że okres kwiecień-wrzesień br. był okresem, w którym nastąpił wzrost popytu. Widoczna jest korelacja między zmieniającą się dynamiką wzrostu PKB i znacznie silniej reagującym popytem na rynku usług hotelarskich. Obecnie jest jeszcze zbyt wcześnie aby wyrokować, że trend spadkowy został zakończony, co wynika z niepewności co do wzrostu PKB i sytuacji geopolitycznej. Analizę zależności PKB i popytu w sektorze ograniczyliśmy do krótkiego okresu obejmującego jedynie rok 2001 i 2002. Wynika to z nieporównywalności danych dotyczących sektora hotelarskiego prezentowanych przez GUS za rok 1999, co uniemożliwia obliczenie dynamiki zmian.

Zmiana nominalnego PKB vs. zmiana liczby sprzedanych miejsc noclegowych



Źródło: DI BRE Banku S.A. na podstawie GUS

Wzrost liczby sprzedanych pokojonocy w II i III kwartale 2002 r. jest efektem wzrostu aktywności turystów krajowych. Mniejsza liczba wyjazdów turystycznych za granicę (maj, czerwiec to początek sezonu) skłoniła część osób do spędzenia urlopu w krajowych obiektach. Można przypuszczać, że ruch turystyczny trafił w głównej mierze do hoteli niższej kategorii w ośrodkach turystycznych. Ten pozytywny trend nie objął jednak w takim stopniu obiektów Orbisu.

Hość rozpoczętych inwestycji i dalsze zapowiedzi zagranicznych sieci hotelowych o ekspansji w Polsce (Radisson SAS, Holiday Inn) powodują, że w krótkim okresie branża staje się jednym z najbardziej przeinwestowanych sektorów gospodarki. Inwestycje zagranicznych sieci hotelowych skupiły się przede wszystkim w trzech miastach: Warszawie, Krakowie i Wrocławiu. Warszawa to przede wszystkim centrum biznesowe, które w największym stopniu powinno skorzystać na wejściu Polski do UE i związanym z tym rozwojem kontaktów gospodarczych. Kraków i Wrocław ścigają inwestycje hotelarskie w mniejszym stopniu w oparciu o aspekty gospodarcze, natomiast ich główną atrakcją są walory turystyczne.

W Warszawie Orbis oddaje konkurencji rynek hoteli wyższej kategorii. Może o tym świadczyć przeklasyfikowanie czołowego dla spółki hotelu Forum (obecnie Novotel) z kategorii czterogwiazdkowej do trzygwiazdkowej. Na rynku stołecznym po zakończeniu realizowanych obiektów konkurencja w segmencie drogich hoteli będzie bardzo silna a Orbis najwyraźniej nie zamierza w niej partycypować. Z drugiej strony niższa kategoria pozwoli na zmniejszenie wydatków inwestycyjnych niezbędnych na wyremontowanie każdego pokoju.

Niewątpliwą szansą dla sektora jest pojawienie się tanich linii lotniczych, takich jak RyanAir czy EasyJet zapewniających połączenia z krajami europejskimi. Powinno to szczególnie stymulować popyt na usługi hotelowe w okresie weekendowym.



Rachunek wyników

(mln PLN)	2000	2001	2002P	2003P	2004P	2005P	2006P
Sprzedane pokoionoce (tys.)	1890	1778	1624	1575	1622	1703	1805
ADR (PLN)	249	221	212	213	216	220	224
Frekwencja	54%	49%	44%	43%	44%	46%	49%
Przychody hotele	778	682	608	603	605	648	701
Przychody spółek z grupy	240	201	210	204	204	219	237
Przychody netto	1 018	882	818	807	810	867	938
Koszty sprzedanych produktów	742	673	631	620	622	648	679
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	276	209	189	186	188	220	259
Koszty sprzedaży	51	46	47	49	49	52	57
Koszty ogólnego zarządu	124	115	106	106	106	114	123
Zysk (strata) na sprzedaży	102	48	36	32	33	54	79
Pozostałe przychody operacyjne	34	40	30	0	0	0	0
Pozostałe koszty operacyjne	26	40	34	0	0	0	0
EBITDA	184	134	119	119	124	146	173
Amortyzacja	75	86	86	87	91	93	94
EBIT	109	48	32	32	33	54	79
Przychody finansowe	44	47	37	1	11	10	11
Koszty finansowe	28	23	19	8	8	8	7
Zysk na sprzedaży udziałów	0	0	0	39	15	0	0
Zysk (strata) z działalności gospodarczej	125	72	51	63	51	56	83
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	1	0	0	0	0	0	0
Odpis wartości firmy jedn. podp.	0	0	0	0	0	0	0
Odpis ujemnej wartości firmy	-1	-1	-1	0	0	0	0
Zysk (strata) brutto	127	73	51	63	51	56	83
Podatek dochodowy	40	22	17	17	13	14	21
Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku	0	0	0	0	0	0	0
Udział w zyskach	2	1	1	0	0	0	1
(Zysk) straty mniejszości	-1	0	-1	2	1	0	-1
Zysk netto	88	52	35	49	39	42	62

Wskaźniki finansowe

	2000	2001	2002P	2003P	2004P	2005P	2006P
Marża zysku brutto ze sprzedaży	27,1%	23,7%	23,0%	23,1%	23,2%	25,3%	27,6%
Marża EBITDA	18,1%	15,2%	14,5%	14,8%	15,3%	16,9%	18,5%
Marża zysku operacyjnego	10,7%	5,5%	3,9%	3,9%	4,1%	6,2%	8,4%
Marża zysku brutto	12,5%	8,2%	6,3%	7,8%	6,3%	6,5%	8,8%
Marża zysku netto	8,6%	5,9%	4,3%	6,0%	4,9%	4,9%	6,6%
ROAE	8,6%	4,6%	2,9%	4,0%	3,1%	3,3%	4,6%
ROAA	6,7%	3,7%	2,4%	3,2%	2,5%	2,7%	3,8%
Rotacja należności	26,5	24,6	27,0	26,5	26,5	26,5	26,5
Rotacja zapasów	7,6	6,9	6,1	6,6	6,8	6,8	6,8
Rotacja zobowiązań	57,8	52,8	49,4	50,2	48,1	48,3	48,6



Wskaźniki rynkowe

	2000	2001	2002P	2003P	2004P	2005P	2006P
P/E	9,0	15,3	22,5	16,2	20,0	18,6	12,8
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
P/S	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8
P/CF	4,8	5,7	6,5	5,8	6,1	5,8	5,0
EV/SALES	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	0,8	0,7
EV/EBIT	6,9	15,6	22,2	22,3	21,8	13,5	8,6
EV/EBITDA	4,1	5,6	6,0	5,9	5,8	5,0	3,9

Bilans

(mln PLN)	2000	2001	2002P	2003P	2004P	2005P	2006P
AKTYWA	1 351	1 473	1 472	1 536	1 559	1 589	1 642
Aktywa trwałe	1 158	1 284	1 234	1 290	1 331	1 368	1 373
Wartości niematerialne prawne	30	7	6	9	14	19	23
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	0	0	0	0	0	0	0
Rzeczowe aktywa trwałe	1 052	1 186	1 193	1 252	1 286	1 318	1 320
Należności długoterminowe	0	1	2	1	1	1	1
Inwestycje długoterminowe	60	69	16	12	12	12	12
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	15	21	17	16	16	16	16
Aktywa obrotowe	194	189	238	246	228	221	269
Zapasy	21	17	14	15	15	16	18
Należności krótkoterminowe	75	60	61	59	60	64	69
Inwestycje krótkoterminowe	97	105	156	165	147	134	174
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0	7	7	7	7	7	8

(mln PLN)	2000	2001	2002P	2003P	2004P	2005P	2006P
PASYWA	1 351	1 473	1 472	1 536	1 559	1 589	1 642
Kapitał własny	1 058	1 186	1 197	1 245	1 280	1 318	1 376
Kapitał zakładowy	92	92	92	92	92	92	92
Akcje (udziały) własne	0	0	0	0	0	0	0
Kapitał zapasowy	597	687	725	760	803	839	877
Kapitał z aktualizacji wyceny	284	289	282	282	282	282	282
Zysk (strata) z lat ubiegłych	-3	66	63	63	63	63	63
Zysk (strata) netto	88	52	35	49	39	42	62
Kapitały mniejszości	13	11	11	11	11	11	11
Ujemna wartość firmy	2	1	0	0	0	0	0
Zobowiązania rezerwy na zobowiązania	279	276	265	280	267	259	254
Rezerwy na zobowiązania	63	101	90	86	83	79	76
Zobowiązania długoterminowe	33	48	73	88	81	71	66
Zobowiązania krótkoterminowe	148	118	93	93	93	97	102
Rozliczenia międzyokresowe	36	9	9	13	11	12	11

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2000	2001	2002P	2003P	2004P	2005P	2006P
Przepływy operacyjne	176	208	116	155	111	123	141
Zysk netto	88	52	35	49	39	42	62
Amortyzacja	75	86	86	87	91	93	94
Zmiana kapitału obrotowego	-14	-70	5	-19	19	12	15
Przepływy inwestycyjne	300	205	54	146	130	130	100
Inwestycje w majątek trwały i wnp	266	197	106	150	130	130	100
Zmiana pozostałych inwestycji dług.	34	8	-53	-4	0	0	0
Przepływy finansowe	-13	10	17	0	0	-6	-1
Środki pieniężne na koniec okresu	234	97	90	108	101	89	88

**Wcześniejsza rekomendacja dla Orbisu**

Rekomendacja	TRZYMAJ
data wydania	04-04-2002
kurs z dnia rekomendacji	21,4
WIG w dniu rekomendacji	14763,89

EV - dług netto + wartość rynkowa (*EV*- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny plus amortyzacja

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV- zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 3-6 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana.

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie o co najmniej 15% wyższa niż WIG

AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie 5%-15% wyższa niż WIG

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie mieścić się w granicach +/-5% w relacji do WIG

REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie 5%-15% niższa w relacji do WIG

SPRZEDAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie co najmniej 15% niższa w relacji do WIG

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne.

DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bądź rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – ciągle jest uważana za najbardziej właściwą metodologicznie metodę wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż *DCF* odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.