

ORCO

Karel Potměšil
Analytik
potmesil@cyrrus.cz

Flash analýza výsledků za rok 2008

Developerská a investiční společnost Orco Property Group zveřejnila včera 7. dubna pozdě večer, po dvojím odkladu, výsledky svého hospodaření za rok 2008.

VÝSLEDKY HOSPODAŘENÍ ZA ROK 2008

Datum	8. 4. 2009
Poslední závěr. kurs	115,0 CZK
Vydaných akcií	10 943 866 ks
Tržní kapitalizace	1 258,0 mil. CZK
Free float	987,3 mil. CZK
52 týdenní max.	1 549,0 CZK
52 týdenní min.	70,0 CZK
Beta	1,24
Váha v PX	0,24 %

Vývoj kurzu akcií Orco



Zdroj: Bloomberg

Akcionářská struktura

Ott & Co.	1,61 %
Bernard Gauthier	1,90 %
Jardenne Corporation	4,22 %
European Investors	4,73 %
Zaměstnanci	0,22 %
Vlastní akcie	1,15 %
Prosperita	5,02 %
Jan Burda	2,66 %
Free float	78,48 %

Zdroj: Orco

v tisících euro	2008	2008 O. Cyrrus	2007	y/y
Tržby	299 926	299 300	299 229	+0,2 %
Čistý zisk z přecenění	-216 951	-27 848	147 376	n.a.
Provozní zisk	-386 771	-39 668	177 104	n.a.
Čistý zisk	-390 560	-100 546	87 508	n.a.

Zdroj: odhad Cyrrus, Orco

Vzhledem k dvakrát posunutému termínu zveřejnění ukazatelů hospodaření a vstupu společnosti do režimu ochrany před věřiteli, jsou výsledky tentokrát ostře sledovanou událostí. Naše původní očekávání ztráty cca 100 milionů euro jsme po prvním ani druhém odkladu vydání výsledků neměnili z důvodu nepřehledné situace, která povzbuzovala k různým spekulacím ohledně další budoucnosti firmy. V tomto mezidobí se nicméně objevovaly informace o ztrátě přesahující 300 milionů euro, které se nakonec ukázaly (téměř) správnými.

Ztráta společnosti v roce 2008 dosáhla dokonce 390 milionů euro, ve srovnání se ziskem 87 milionů o rok dříve. Její výše tak překonala i pesimistické scénáře objevující se v posledních dvou týdnech. Důvody pro výši této ztráty je třeba hledat ponejvíce na provozní části hospodaření, zvláště u zisků/ztrát z přecenění. Ty celkově za rok 2009 dosáhly více než 400 milionů euro (byť v samotné položce zisků z přecenění je suma cca poloviční, zbytek firma přesunula do jiné položky: odpisy, znehodnocení a výdaje. Ztráty z přecenění se tak týkají investičního i developerského portfolia, výrazné jsou u projektů, které vyžadují redevelopment či nejsou plně pronajaty. Klesla i hodnota pozemků firmy.

Již na provozní úrovni tak Orco vykazuje výraznou ztrátu (386 milionů euro) blížící se konečné sumě. Na finanční úrovni k přílišnému zhoršení této částky nedochází vlivem kladné daně z příjmů přes 50 milionů euro a podílu minorit na ztrátě přes 73 milionů euro. Úrokové a jiné finanční náklady nicméně také narostly, finanční výsledek dosáhl v roce 2008 částky téměř -128 milionů euro, proti -74 milionům o rok dříve. Čisté úrokové výdaje se na výsledné sumě podílely prakticky přesně z poloviny, druhou pak tvořily kurzové ztráty a ostatní finanční náklady.

Při započtení těchto nákladů ztráta před zdaněním dosáhla více než půl miliardy euro (-514 milionů proti 103 milionům zisku o rok dříve), čistá ztráta připadající na skupinu a zohledňující pak výše zmíněné položky (daň, minority) „jen“ -390 milionů euro.

Dosažená ztráta pak prostřednictvím poklesu vlastního kapitálu ovlivňuje výrazně také hodnotu NAV, jež poklesla na 42,6 euro na akcii (z 91,7 euro o rok dříve). Pokles hodnoty portfolia má vliv i na ukazatele zadluženosti, ukazatel loan-to-value činil na konci roku 67,2 %, proti cílovému poměru 50 %.

OCHRANA PŘED VĚŘITELI

Kromě výsledků samotných se firma v prezentované zprávě obsáhle věnuje ochraně před věřiteli, do které vstoupila 25. března. Tato ochrana má platnost po dobu šesti měsíců s možností prodloužení (na základě firmou předložených plánů reorganizace) na konci prvního období).

Po dobu průběhu ochrany před věřiteli musí firma provádět opatření, která zajistí její budoucí životaschopnost – tedy srovnat hospodaření do přijatelných mezí, co se tvorby cash-flow, ukazatelů zadluženosti a ziskovosti týká. Toto vybalancování hospodářských výsledků se neobejde bez řady zásadních opatření, která ovlivní budoucí podobu společnosti. Opatření musí mít rozsah takový, aby přesvědčila věřitele, že Orco je i nadále v nějaké budoucí podobě „going concern“, tedy firmou s další budoucností.

Orco se hodlá v budoucnu z větší části soustředit na investiční portfolio, které má tvořit dvě třetiny budoucích aktiv firmy (do roku 2011). Omezena bude regionální struktura portfolia, základními cílovými trhy mají být Praha a Berlín, doplněné o aktivity v Budapešti, Düsseldorfu a Varšavě.

Doplněním investičního portfolia má být i nadále development residenčních projektů, s cílovými trhy Praha a Varšava, kde sází na pokračující slušnou poptávku a omezení nabídky odchodem některých hráčů z trhu. Financování projektů má být zajištěno vlastními zdroji.

Orco samo nemusí být schopno developmentu pozemků, které má ve svém portfoliu, to se týká např. pozemku v Praze – Bubnech, který může být po částech prodán. Tyto části by měly koupit buď dcery Orca, či společně podniky s nějakým partnerem, které by zajistily zástavbu.

Ze zaměření na aktivity (investiční portfolio, residenční development) a trhy vyplývá, že část aktivit firmy musí být utlumena. Těmito aktivitami je logistika, residenční portfolio – investiční, hotely a správa aktiv. Orco tak čeká rozprodej majetku, který se dotkne např. moskevského projektu Molcom, developerských aktivit v Německu apod., dojde také k uzavření poboček firmy mimo výše zmíněná cílová města. S omezením aktivit bude spojeno i snižování provozních nákladů, ať již personálních vlivem poklesu počtu zaměstnanců, tak dalších.

Špatné hospodaření firmy, situace na trhu a nutnost především zahraňovat, co se dá, také povede k podstatně nižším investičním výdajům. I to by mělo pomoci přesvědčit v probíhajících jednáních věřitele k dohodě ohledně závazků firmy, tedy nastavení splátkového kalendáře apod. Vyloučit nelze ani vstup věřitelů do projektů výměnou za odpuštění části dluhů. Výsledkem by mělo být snížení zadluženosti (ukazatel loan-to-value by měl poklesnout na 50 %).

SHRNUTÍ

Celkově patrně včerejší výsledky investory příliš nepotěšily. Ztráta větší než pesimistické odhady objevující se v mezidobí mezi původním datem zveřejnění výsledků a konečným je negativní zprávou. Všechna navržená opatření vedoucí k záchraně firmy lze považovat v dané situaci za nezbytná, jejich hodnocení pak bude možno až v okamžiku, kdy půjde posoudit výsledky, které tyto kroky přinesou. Pro akcionáře tak firma zůstává nečitelná, podobně jako konečná hodnota jejich podílů po případném vyřešení problémů. Největší slovo nicméně momentálně mají věřitelé, na jejichž přístupu bude záviset budoucí podoba společnosti. Tomuto přístupu se musí přizpůsobovat i vedení v aktuálním každodenním řízení firmy.

Investory ještě upozorňujeme na větu, kterou ve zveřejněné zprávě firma nijak zvláště nerozváděla, a to že: **restrukturalizace zahrnuje delisting cenných papírů obchodovaných mimo primární trh a možný delisting (cenných papírů) dcer.** Investoři by tak měli být připraveni na ukončení obchodování s akciemi firmy na BCPP.

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Head of research	hatlapatka@cyrrus.cz	Banky, energetika, zahr. trhy
Jan Procházka	Chief analyst	prochazka@cyrrus.cz	Energetika, letecká doprava
Karel Potměšil	Senior analytik	potmesil@cyrrus.cz	Farmacie, development
Ondřej Moravanský	Analytik	moravansky@cyrrus.cz	Telekomunikace, IT, média

Trading & Sales:

Pavel Pikna	Brno	pikna@cyrrus.cz
Kamil Kricner	Praha	kricner@cyrrus.cz

Portfolio management:

Jindřich Rovný	Praha	rovny@cyrrus.cz
Peter Dömény	Brno	domeny@cyrrus.cz

Corporate finance:

Tomáš Kunčický	Brno	kuncicky@cyrrus.cz
----------------	------	--

Výhrada (disclaimer): Informace a investiční doporučení jsou výstupem společnosti CYRRUS, a.s., obchodníka s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 („společnost“). Společnost je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Společnost podléhá regulaci a dohledu České národní banky. Společnost čerpá informace z důvěryhodných zdrojů a vynaložila přiměřenou péči, aby informace nebyly nepravdivé či zavádějící, nicméně nikterak nezaručuje jejich správnost. Pokud jsou v investičním doporučení uvedeny informace, které se vztahují k budoucím událostem, jsou založeny na předpokladech a výpočtech společnosti nebo důvěryhodných zdrojů. Skutečnosti, které v budoucnu nastanou, se mohou od uvedených informací významně lišit. Informace mohou být zjednodušeny, neboť mají sloužit výhradně k vytvoření obecné a základní představy o dané otázce či tématu. Investiční doporučení představuje názor společnosti nebo osoby v něm uvedené ke dni zveřejnění a může být změněno bez předchozího upozornění. Interval budoucích změn investičního doporučení není možné předem stanovit. Investoři jsou povinni se o výhodnosti obchodů a investic do jakýchkoli finančních nástrojů rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného rizika a vlastní právní, daňové a finanční situace. Pokud se v investičním doporučení hovoří o jakémkoliv výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoliv investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není zaručena. Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost nenesे odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

Upozornění na možné zájmy a střetů zájmů (disclosure): Společnost nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Žádný emitent finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu společnosti. Společnost nemá s žádným emitentem finančních nástrojů uzavřenu dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení. Emitenti finančních nástrojů kotovaných na regulovaných trzích nejsou společností seznamováni s investičními doporučeními před jejich vydáním. Společnost má zájem o uzavírání smluvních vztahů s emitenty finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, je závislá zejména na kvalitě odvedené práce, dosažených výsledcích a celkového zisku společnosti. Osoby, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení nejsou finančně ani jinak motivovány k vydání investičních doporučení konkrétního směru a stupně. Společnost uplatňuje v rámci organizace vnitřního provozu vnitřní předpisy, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením. Toho je dosahováno zejména důsledným dodržováním čínských zdí mezi jednotlivými organizačními útvary společnosti.

Bližší informace o společnosti, službách a analytické zpravodajství je možno nalézt na <http://www.cyrrus.cz>.

BRNO
 Veveří 111 (Platinum)
 616 00 Brno
 Tel.: +420 538 705 711

PRAHA
 Radlická 14, Anděl Park
 150 00 Praha 5, Smíchov
 Tel.: +420 221 592 361