

**MARTA PASTWA**

Wyższa Szkoła Turystyki i Języków Obcych w Warszawie

## **SPÓŁKI TURYSTYCZNE NA WARSZAWSKIEJ GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH. ANALIZA STANU FINANSOWEGO SPÓŁEK W LATACH 2007–2012**

**TOURIST COMPANIES ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE.  
ANALYSIS OF THE FINANCIAL CONDITION OF COMPANIES IN 2007–2012**

### **Wstęp**

Turystyka w stopniu mniejszym niż inne dziedziny gospodarki odczuła wpływ obecnego kryzysu ekonomicznego. Dotyczy to zarówno sytuacji w krajach Unii Europejskiej, jak i w Polsce. W Polsce liczba turystów krajowych zmniejszyła się i zmalały wydatki Polaków na podróże. Przyjazdy cudzoziemców oraz dochody z turystyki przyjazdowej zmniejszały się stopniowo w latach 2007–2009<sup>1</sup>, aby dopiero w 2010 r. odnotować wzrost (liczba przyjazdów była jednak ciągle zdecydowanie mniejsza niż w 2007 r.). W artykule przeprowadzono analizę stanu finansowego polskich spółek akcyjnych notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW), których działalność dotyczy szeroko rozumianych usług turystycznych. Uwzględniono podstawowe dane finansowe z bilansów i rachunków zysków i strat oraz porównano podstawowe wskaźniki, takie jak: wskaźniki rentowności (trzy), wskaźnik płynności i strukturę kapitału<sup>2</sup>. W zakresie notowań giełdowych wzięto pod uwagę notowania minimalne i maksymalne, a także aktualne (na dzień 14.11.2013).

Wybór spółek giełdowych podyktowany był dostępnością i rzetelnością danych finansowych, które spółki są zobowiązane publikować. Dane finansowe były porównywane w trzech latach: w 2007 r., który był ostatnim rokiem szybkiego wzrostu gospodarki, następnie w 2009 r., który z obecnej perspektywy można uznać za moment najgłębszego kryzysu, i w 2012 r., czyli za ostatni pełny okres rozliczeniowy. Częściowo uwzględniono również dane z 2013 r. (w odniesieniu do trzech kwartałów tego roku).

<sup>1</sup> Rok 2009 był najsłabszym rokiem w turystyce przyjazdowej. Liczba turystów przyjeżdżających do Polski stanowiła 79,4% stanu z 2007 r. (zob. K. Kotara, J.M. Ruszkowski, *Popyt turystyczny w Polsce w obliczu światowego kryzysu finansowego w latach 2007–2009*, „Zeszyty Naukowe US” 2012, nr 697, Ekonomiczne Problemy Usług, nr 82, s. 90).

<sup>2</sup> Zob. L. Bednarski et al., *Analiza Ekonomiczna Przedsiębiorstwa*, Wyd. AE, Wrocław 2001, s. 89–116;

<sup>M.</sup> Pastwa, *Analiza finansowa jako metoda diagnozy ekonomicznej firmy sportowo-rekreacyjnej*, [w:] *Techniki Organizatorskie w Teorii i Praktyce Kultury Fizycznej*, red. L. Jaczynowski, Wyd. AWF, Warszawa 2005, s. 198–205.

Obecnie na GPW notowane są cztery spółki akcyjne dla osób prowadzących działalność w zakresie turystyki. Przedstawiam wykaz spółek oraz daty debiutu giełdowego każdej z nich<sup>3</sup> według kolejności wchodzenia na giełdę:

- Orbis Spółka Akcyjna, 15.11.1997 (ORB);
- Travel Planet, 12.07.2005 (TVL);
- Interferie, 10.08.2006 (INF);
- Rainbow Tours, 9.10.2007 (RBW).

Spółki: Orbis, Rainbow Tours i Interferie zaliczane są na GPW do sektora Hotele i Restauracje, a spółka Travel Planet znajduje się w sektorze Inne Usługi. Analizowane spółki, poza Orbisem, weszły na GPW w końcu okresu dobrej koniunktury. Ma to swoje konsekwencje nie tylko w początkowych, bardzo dobrych wynikach, ale i w optymistycznych, początkowych prognozach rozwoju.

## **Charakterystyka spółek i analiza ich danych oraz wskaźników finansowych Orbis SA4**

Orbis jest najstarszą organizacją turystyczną w Polsce. Jego początki sięgają lat 20. XX w. Bogata historia Orbisu wiązała się ściśle z wydarzeniami historycznymi i przełomami społeczno-gospodarczymi w Polsce. Na GPW Orbis SA jest notowany od 15 listopada 1997 r. Należy do indeksu mWIG oraz segmentu Hotele i Restauracje. Wcześniej, w 1991 r., PP Orbis przekształcono w jednoosobową spółkę Skarbu Państwa. W lipcu 1993 r. z dotychczasowej struktury wyodrębniono dwie spółki: Orbis Travel oraz Orbis Transport, w których Orbis SA posiadała większościowe pakiety udziałów. W 1999 r. udział Skarbu Państwa w akcjonariacie spółki spadł poniżej 50%. W sierpniu 2000 r. nastąpił ostatni etap prywatyzacji, Orbis SA pozyskał partnera strategicznego – Accor, jedną z największych, międzynarodowych grup w dziedzinie turystyki, biur podróży i usług dla przedsiębiorstw; europejskiego lidera na rynku hotelowym. Orbis SA wraz ze spółkami zależnymi: Hekon –(Hotele Ekonomiczne) i Orbis Transport tworzy największą w Polsce, a szerzej: w Europie Środkowej, Grupę Kapitałową działającą w branży usług hotelowych i transportowych. W 2010 r. Orbis ogłosił upadłość spółki Orbis Travel. Wydarzenie to miało miejsce we wrześniu i było szeroko komentowane przez prasę, radio i telewizję.

Grupa Hotelowa Orbis oferuje obecnie 10,5 tys. pokoi w blisko 60 hotelach, które są zlokalizowane w 24 miastach Polski oraz w Wilnie na Litwie. Grupę tworzą spółki Orbis SA oraz Hekon Hotele Ekonomiczne SA, UAB Hekon i Orbis Kontrakty sp. z o.o. Orbis SA jest członkiem IH&RA (Międzynarodowego Stowarzyszenia Hoteli i Restauracji) oraz partnerem wielu polskich organizacji społecznych i gospodarczych<sup>5</sup>. Biuro turystyczne Spółka Orbis przeszła liczne reorganizacje. Musiała zmierzyć się z nowymi warunkami przemian

<sup>3</sup> <http://www.gpw.pl> – debiuty w latach: 2005, 2006, 2007, 2008 [7.11.2013].

<sup>4</sup> Orbit (fac.) – świat.

<sup>5</sup> <http://www.orbis.pl/firma/o-firmie/lad-korporacyjny/statut-prospekt-regulaminy> [3.11.2013].

systemowych w kraju i utratą dominującej pozycji na rynku. Historia i przemiany tej spółki były przedmiotem wielu analiz<sup>6</sup>.

Tabela 1. Podstawowe dane finansowe Orbis SA w latach: 2007, 2009, 2010, 2012 (w tys. zł)

Wyszczególnienie	2007	2009	2010	2012
Przychody ze sprzedaży netto	637 924	552 872	534 872	537 284
Zysk (strata) z dział. oper.	168 322	32 698	38 783	32 264
Zysk (strata) brutto na sprzedaży	.	116 971	111 635	137 874
Zysk (strata) netto	125 317	107 407	10 440	104 241
Aktywa	2 260 089	2 259 029	2 164 766	1 849 171
Kapitał własny	1 686 500	1 721 520	1 731 960	1 931 913

Źródło: <http://gpwinforesta.pl/GPWIS2/pl/reports/espi/view/246620> [15.10.2013]; <http://www.orbis.pl/firma/relacje-inwestorskie/wskaźniki-finansowe> [13.11.2013].

Tabela 2. Podstawowe wskaźniki finansowe Orbis SA za lata 2007 2009, 2010, 2012

Wyszczególnienie	2007	2009	2010	2012
Rentowność sprzedaży	19,64%	2,42%	1,95%	19,4%
Rentowność na aktywach (ROA)	5,54%	0,59%	0,48%	5,64%
Rentowność kapitału własnego	7,43%	0,77%	0,6%	5,49%
Wysoka płynność	0,82*	0,21	0,33	1,28

\* Ze względu na brak informacji o zapasach policzono w 2007 r. płynność bieżącą.

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych spółki, <http://www.orbis.pl/firma/relacje-inwestorskie/wskaźniki-finansowe> [12.11.2013].

Struktura akcjonariatu Orbis SA (stan na dzień 27.06.2013) przedstawia się następująco:

- Accor SA – 52,7%,
- Aviva OFE – 9,94%,
- ING PTE – 5,19%,
- Ampliko PTE – 5,1%,
- wolny obrót – 27,1%<sup>7</sup>.

Dane finansowe Orbis SA wskazują na zmniejszenie się przychodów w wielkościach nominalnych. W przeliczeniu na wielkości realne (biorąc za podstawę wskaźnik wzrostu cen dóbr i usług konsumpcyjnych GUS) dynamika przychodów, liczona przy przyjęciu za podstawę roku 2007, wynosiła odpowiednio: 81% (2009), 77,3% (2010), 72% (2012). Tak więc spadek przychodów spółki w latach kryzysu był istotny, a w 2012 r., mimo że

<sup>6</sup> 50 lat działalności Orbisu, red. K. Saysse-Tobiczyk, Zjednoczenie Przedsiębiorstw Turystycznych „Orbis”, Warszawa 1973, s. 140; I. Kochanowska, 85 lat wakacji, „Polityka” 2005, nr 26 (1510).

<sup>7</sup> <http://www.orbis.pl/firma/relacje-inwestorskie/struktura-akcjonariatu> [3.11.2013].

w wielkościach nominalnych odnotowano niewielki wzrost przychodów, były one nadal zdecydowanie mniejsze niż w roku wyjściowym. Ponadto zmniejszyła się wyraźnie wartość aktywów firmy. Spółka nie naruszyła jednak kapitału własnego, który po okresie stagnacji (2009 i 2010) został podwyższony.

Podstawowymi wskaźnikami oceny efektywności funkcjonowania zastosowanymi w analizie są trzy rodzaje rentowności: rentowność sprzedaży, aktywów i kapitału własnego. Wszystkie wykazują zdecydowany (ponad 10-krotny) spadek w latach 2009 i 2010. Rentowność kapitału własnego na poziomie poniżej jednego procenta jest w sposób oczywisty niższa od jakiegokolwiek lokaty i może być zaakceptowana jedynie jako metoda na przetrwanie trudnego okresu. W 2012 r., choć sytuacja spółki była zdecydowanie lepsza niż w latach 2009 i 2010, jedynie wskaźnik ROA (rentowności aktywów) był wyższy niż w 2007, ale wpływ na ten wynik miał spadek wartości aktywów. Lata 2009 i 2010 były także okresem zagrożenia płynności finansowej firmy, tj. możliwości terminowego spłacania jej bieżących zobowiązań. Wskaźnik płynności wysokiej<sup>8</sup> w 2012 r. był na poziomie gwarantującym bieżącą wypłacalność. Struktura akcjonariatu spółki wskazuje na dominującą rolę w zarządzaniu firmy Accor – potentata hotelowego w branży turystycznej.


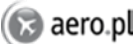


### Spółka Travel Planet

Travelplanet.pl SA jest firmą oferującą sprzedaż szeroko pojętych usług turystycznych przez Internet oraz pierwszym biurem podróży i firmą e-commerce na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Spółka działa jako multiagent, prowadzący sprzedaż przez bezpośrednie kanały dystrybucji: Internet, Call Center oraz Punkty Obsługi Klienta (POK). Spółka oferuje wyjazdy zagraniczne od największych organizatorów wycieczek. Posiada także w swojej ofercie bilety lotnicze, hotele, ubezpieczenia podróżne oraz umożliwia wynajem samochodów w dowolnym miejscu na świecie. Spółka rozpoczęła swoją działalność w grudniu 2000 r., przy wsparciu finansowym funduszu inwestycyjnego MCI Management SA. Założycielami spółki byli Piotr Multan, Tomasz Moroz i Łukasz Bartoszewicz. Portal turystyczny uruchomiono w maju 2001 r., a siedzibą spółki jest Wrocław. Model biznesowy portalu oparty został na rozwiązaniach europejskich i amerykańskich internetowych biur podróży i dostosowany do specyfiki polskiego rynku turystyki online. W 2003 r. Travel Planet dokonała przejęcia jednej z firm działających na polskim rynku w segmencie sprzedaży biletów lotniczych – Aero.pl. W 2003 r. spółka Travel Planet rozpoczęła sprzedaż biletów lotniczych poprzez Aero.pl, w 2004 r. wprowadziła ofertę turystycznych bonów płatniczych pod marką TravelPass, natomiast od początku 2005 r. do grona portali tematycznych spółki dołączył serwis Hotele24.pl, oferujący usługę rezerwacji hoteli online. 12 lipca 2005 spółka zadebiutowała na warszawskiej GPW.

<sup>8</sup> W turystyce zapasy odgrywają niewielką rolę i mają z reguły niską wartość – taka była również sytuacja w analizowanych spółkach, stąd przyjęto w analizie jako podstawę wskaźnik płynności wysokiej, liczony jako stosunek wartości aktywów obrotowych pomniejszonych o wartość zapasów do zobowiązań krótkoterminowych. Przyjmuje się, że wartość tego wskaźnika powinna kształtować się na poziomie zbliżonym do 1,2.

W 2006 tygodnik „Wprost” uznał portal za najlepszą stronę biura podróży w Polsce (II Ranking Sklepów Internetowych 2006). Spółka zajęła też drugie miejsce w rankingu najbardziej dynamicznych firm w Europie Środkowej – „Technology Fast 50” – firmy doradczej Deloitte (2007). Travel Planet to internetowe biuro podróży, sprzedające produkty i usługi partnerów handlowych, szczególnie w zakresie turystyki zagranicznej.

Do grupy Travelplanet.pl SA należą następujące serwisy internetowe:

- serwis turystyczny,  travelplanet.pl
- serwis sprzedaży biletów lotniczych,  aero.pl
- serwis rezerwacji miejsc w hotelach,  hotele24.pl
- serwis turystyki aktywnej.  zingtravel.pl

Sprzedaż usług następuje przez Internet i jest wspomagana przez Call Center, w którym klient po wybraniu produktu może sfinalizować rezerwację i potwierdzić szczegóły związane z odbiorem dokumentów podróży. Dzięki technologii online wraz z interaktywnym kalkulatorem można sprawdzić wiele kombinacji i cen oferty. Technologia online pozwala na obsługę zakupu automatycznie. Kanały sprzedaży wspiera sieć 20 Punktów Obsługi Klienta, będących własnością spółki i sześciu franczyzowych. Są one zlokalizowane głównie w centrach handlowych największych miast w Polsce, m.in. w Warszawie, Wrocławiu, Łodzi, Katowicach, Krakowie, Poznaniu, Bydgoszczy, Częstochowie, i umożliwiają zakup usług turystycznych w sposób tradycyjny.

Struktura akcjonariatu według liczby akcji i głosów (stan na dzień 07.01.2013 r.) wygląda następująco:

- INVIA.CZ, A.S. (44,44%),
- Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych INVESTORS (21,17%),
- Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU SA (9,87%),
- Jerzy Krawczyk (7,21%),
- Fajna Holdings Limited (5,07%),
- pozostali (12,24%), czyli osoby fizyczne – członkowie zarządu spółki<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> <http://www.relacje.travelplanet.pl/spolka/akcjonariat.html> [9.11.2013].

Tabela 3. Podstawowe dane finansowe spółki Travel Planet w latach 2007, 2009, 2010, 2012 (w tys. zł)<sup>10</sup>

<b>Wyszczególnienie</b>	<b>2007</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2012</b>
Przychody ze sprzedaży netto	13 088	17 762	16 850	20 846
Zysk (strata) z dział. oper.	360	-556	-3192	-357
Zysk (strata) brutto	267	-765	-3317	-738
Zysk (strata) netto	26	-663	-2838	-1486
Aktywa	14 530	9793	9938	13 513
Kapitał własny	5386	3300	4187	1583

Źródło: <http://www.relacje.travelplanet.pl/informacje-finansowe/podstawowe-wskazniki-finansowe.htm> [16.11.2013].

Tabela 4. Podstawowe wskaźniki finansowe spółki Travel Planet w latach 2007, 2009, 2010, 2012

<b>Wyszczególnienie</b>	<b>2007</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2012</b>
Rentowność kapitału własnego	0,98%	-20%	-67,7%	-30,7
Rentowność sprzedaży	0,20%	-3,9%	-16,8%	-7,13%
Wysoka płynność	1,20	0,93	1,01	0,53
Ogólne zadłużenie	0,63	0,67	0,58	0,88
Rentowność na aktywach (ROA)	0,18%	-8,5%	-27,9%	-10,99%

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych spółki.

Jako jedyna z analizowanych spółek wykazała straty nie tylko w latach 2009 i 2010, ale także (choć wielkość strat uległa zmniejszeniu) w 2012 r. Odpowiednio wszystkie wskaźniki rentowności są minusowe i ich analiza nie ma sensu. Najgorsza była sytuacja spółki w 2010 r. Pomimo ponoszonych strat Travel Planet zachowała stosunkowo dobrą płynność finansową, a jej zadłużenie (liczone jako zobowiązania długoterminowe odniesione do wartości aktywów) mieściło się w granicach 0,6–0,7. W 2012 r., kiedy zmalała wysokość strat spółki, pogorszyły się wskaźniki płynności i zadłużenia. W całym analizowanym okresie przychody spółki wzrastały, aktywa zmniejszyły się w latach 2009 i 2010, a następnie ich wartość wzrosła do poziomu zbliżonego do stanu z 2007. Sytuacja kryzysowa Travel Planet doprowadziła do spadku wysokości kapitału własnego do poziomu stanowiącego jedynie mniej niż 1/3 (29,4%) kapitału z 2007 r. Początkowy optymizm wiązany z działalnością spółki okazał się nieuzasadniony. Spółka poszukiwała inwestora. Największy, ale nie większościowy pakiet akcji (44%) zakupiła firma turystyczna z Czech – INVIA.CZ, A.S.

<sup>10</sup> <http://www.relacje.travelplanet.pl/informacje-finansowe/wybrane-dane-finansowe.html#1> [10.11.2013].

## Spółka Interferie

Biuro turystyczne INTERFERIE w Lubinie zostało otwarte 10 czerwca 1992 ze środków pochodzących z wyodrębnienia z majątku restrukturyzowanego Kombinatu Górniczo-Hutniczego Miedzi części przeznaczonej na zaplecze wypoczynkowe dla pracowników. Obecnie KGHM Polska Miedź kontroluje 66,82% akcji Interferii. Spółka początkowo miała świadczyć usługi noclegowe i żywieniowe na rzecz pozostałych spółek holdingu KGHM. W kolejnych latach jej strategię obliczono na coraz szerszy wachlarz usług wypoczynkowych, rehabilitacyjnych i odnowy biologicznej. Znaczący odsetek usług świadczonych przez biuro stanowi sprzedaż miejsc w obiektach wypoczynkowych należących do spółki Interferie. Za pośrednictwem biura turystycznego można także, poza rezerwacją standardowego pobytu wczasowego, zorganizować konferencję, szkolenie, wycieczkę, imprezę integracyjną w oparciu o bazę noclegowo-gastronomiczną spółki. Firma kieruje swoją ofertę zarówno do klientów krajowych, jak i zagranicznych, ze szczególnym uwzględnieniem gości z Niemiec. Mogą oni połączyć wypoczynek z zabiegami pielęgnacyjnymi i zdrowotnymi, jakie oferują ośrodki Interferii w górach i nad Bałtykiem. Uzupełnienie oferty biura turystycznego stanowi świadczenie usług w zakresie sprzedaży:

- biletów lotniczych: tradycyjne połączenia rejsowe oraz przeloty typu „low cost”,
- biletów na międzynarodowe przewozy autokarowe,
- wczasów zagranicznych (imprezy autokarowe i samolotowe),
- wycieczek objazdowych – kolonii,
- obozów, zimowisk dla dzieci i młodzieży,
- ubezpieczeń turystycznych (w tym także Karty Euro<26).

Baza hotelarska spółki obejmuje:

- pięć ośrodków nad Bałtykiem, w tym pięciogwiazdkowy hotel Interferie Medical SPA w Świnoujściu,
- dwa hotele miejskie (w Głogowie i Lubinie),
- dwa hotele w Karkonoszach (w Świeradowie Zdroju i Szklarskiej Porębie).

Tabela 5. Struktura akcjonariatu spółki Interferie

<b>Struktura akcjonariatu powyżej 5%</b>	<b>Liczba głosów</b>	<b>Akcyonariat według liczby głosów</b>	<b>Akcyonariat według liczby akcji</b>
Fundusz Hotele 01 sp. z o.o. spółka komandytowo-akcyjna	9 731 625	66,82%	66,82%
Marian Urbaniak i ZUW URBEX sp. z o.o.	2 062 986	14,16%	14,16%
Pozostali	2 769 589	19,02%	19,02%

Źródło: [http://www.interferie.pl/pliki/relacje\\_inwestorskie/ro/rr2007/sar\\_2007.pdf](http://www.interferie.pl/pliki/relacje_inwestorskie/ro/rr2007/sar_2007.pdf) [17.11.2013].

Tabela 6. Podstawowe dane finansowe spółki Interferie w latach 2007, 2009, 2010, 2012 (w tys. zł)<sup>11</sup>

<b>Wyszczególnienie</b>	<b>2007</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2012</b>
Przychody ze sprzedaży	36 647	43 041	39 463	38 155
Zysk (strata) z dział. oper.	854	2357	2964	1992
Zysk (strata) brutto	1317	2185	2961	2928
Zysk (strata) netto	1083	1 672	2412	2367
Aktywa	103 324	115 847	115 491	133 113
Kapitał własny	91 855	100 013	102 425	106 753

Źródło: <http://gielda.interferie.pl/assets/Uploads/Informacje-finansowe/wybrane-dane-finansowe-jednostkowe-2008-2012.pdf> [18.11.2013].

Tabela 7. Podstawowe wskaźniki finansowe spółki Interferie w latach 2007, 2009, 2010, 2012

<b>Wyszczególnienie</b>	<b>2007</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2012</b>
Rentowność sprzedaży	2,96%	3,89%	6,11%	6,20%
Wysoka płynność	0,4	0,5	0,93	0,43
Zadłużenie	0,01	0,07	0,06	0,12
Rentowność na aktywach (ROA)	1,05%	1,44%	2,08%	1,78%
Rentowność kapitału własnego	1,12%	1,67%	2,35%	2,22%

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych spółki.

Spółka Interferie odnotowała spadek przychodów w 2010 r., a w 2012 r. były one ciągle mniejsze niż w 2010. W całym analizowanym okresie małe były wszystkie rodzaje rentowności, choć od 2010 r. nieco wzrosła rentowność aktywów i kapitału własnego. Spółka miała w całym badanym okresie (z wyjątkiem 2010 r.) niski wskaźnik płynności finansowej, ale równocześnie bardzo niskie były też wskaźniki zadłużenia długoterminowego (zob. tabela 7).

### **Spółka Rainbow Tours**

Siedzibą spółki jest Łódź. Firma Rainbow Tours jest obecna na rynku touroperatorów od 1990 r. Jest jednym z największych i najprężniej działających podmiotów świadczących usługi turystyczne w Polsce i członkiem Polskiej Izby Turystyki. Jest także jednym z założycieli Polskiego Związku Organizatorów Turystyki.

Działalność spółki polega na sprzedaży własnych imprez turystycznych, pośrednictwie w sprzedaży imprez turystycznych innych touroperatorów, sprzedaży biletów lotniczych, autokarowych i promowych.

<sup>11</sup> <http://www.relacje.interferie.pl/informacje-finansowe/wybrane-dane-finansowe.html#1> [20.11.2013].



Obecnie Rainbow Tours oferuje wyłącznie wyjazdy zagraniczne. Jednak zamierza ona wprowadzić do oferty podróże po Polsce dla klientów spółki zależnej z Ukrainy (Rainbow Tours Ukraina sp. z o.o.). Mają to być wycieczki objazdowe po najatrakcyjniejszych turystycznie miastach Polski. W sprzedaży usług turystycznych największy udział i największą dynamikę wzrostu mają wycieczki i wczasy lotnicze. Na koniec 2006 r. udział tego produktu w sprzedaży imprez turystycznych wynosił prawie 70%. Uzupełnieniem sprzedaży oferty lotniczej są przede wszystkim przychody z oferty autokarowej. Łącznie wypoczynek lotniczy i autokarowy generował około 98% przychodów w 2007 r.

Tabela 8. Struktura kapitału spółki Rainbow Tours

Akcjonariusz	Liczba posiadanych akcji (sztuki)	Liczba głosów (sztuki)	Udział w liczbie głosów na WZ* Spółki (%)	Udział w kapitale zakładowym spółki (%)
Sławomir Wysmyk	1 890 000	3 780 000	17,54	12,99
Grzegorz Baszczyński	2 292 000	4 147 000	19,24	15,75
Remigiusz Talarek	2 035 800	3 680 800	17,08	13,99
Tomasz Czaplą	1 990 000	3 600 000	16,70	13,68
Razem	8 207 800	15 207 800	70,56	56,41

\* Walnym Zgromadzeniu

Źródło: <http://gielda.onet.pl/rainbow-tours,18648,101,7,6742,profile-akcjonariat> [18.11.2013].

Tabela 9. Podstawowe dane finansowe spółki Rainbow Tours latach 2007, 2009, 2010, 2012 (w tys. zł)

Wyszczególnienie	2007	2009	2010	2012
Przychody ze sprzedaży netto	147 286	276 689	309 068	607 531
Zysk (strata) ze sprzedaży	.	641	6010	69 167
Zysk (strata) brutto na działalności operacyjnej	.	2889	6087	3951
Zysk (strata) netto	4891	47	4635	2818
Aktywa	45 700	55 982	75 527	103 372
Kapitał własny	26 880	21 874	40 297	36 334

Źródło: <http://gpwinfostrafa.pl/GPWIS2/pl/reports/espi/view/248129> [21.11.2013].

Raport analityczny RBT z 2007 r. zawiera bardzo interesującą prognozę stanu finansowego firmy do 2015 r. Prognoza ta przewiduje stały, dynamiczny rozwój firmy, szacując m.in. przychody ze sprzedaży w 2009 r. na kwotę 230 155 tys. zł, co oznaczałoby wzrost stanu z 2007 r. o około 80%, a na 2015 r. – potrojenie przychodów (kwota 551 957 tys. zł). Porównując cytowaną prognozę z danymi finansowymi spółki, można stwierdzić, że już w 2012 r. jej przychody ze sprzedaży były większe niż w prognozie na 2015 r.

Tabela 10. Podstawowe wskaźniki finansowe spółki Rainbow Tours w latach 2007, 2009, 2010, 2012

Wyszczególnienie	2007	2009	2010	2012
Rentowność sprzedaży	1,33%	0,016%	1,5%	0,046%
Płynność Wysoka	2,05	1,78	2,79	1,18
Ogólne zadłużenie	0,46	0,38	0,24	0,65
Rentowność na aktywach (ROA)	4,7%	0,8%	6,1%	2,7%
Rentowność kapitału własnego	8,64%	0,2%	11,5%	7,75%

Źródło: Obliczenia własne na podstawie raportów giełdowych spółki RBT.

Spółka Rainbow Tours w analizowanym okresie osiągnęła najlepsze wyniki ze wszystkich analizowanych spółek. Świadczą o tym wszystkie wskaźniki rentowności, a w szczególności rentowność na aktywach i rentowność kapitału własnego. Nieprzerwanie rosną także przychody spółki, choć tempo wzrostu w 2010 r. wyraźnie spadło. Spółka działa przy bardzo wysokiej płynności finansowej i w latach 2009 i 2010 przy praktycznie zerowym zadłużeniu długoterminowym. Taką strategię można ocenić jako bardzo ostrożną – oznacza to zaniechanie inwestycji i wykorzystywania dźwigni finansowej. Strategia okazała się jednak skuteczna w okresie kryzysu, tym bardziej że w trzech kwartałach 2013 przychody ze sprzedaży wygenerowane przez giełdowego touroperatora wyniosły 655,7 mln zł i były wyższe od przychodów osiągniętych w porównywalnym terminie w 2012 r. aż o 133,5 mln zł, tj. o 26%. „Na tak dobry rezultat złożyło się wiele czynników, między innymi: wzrost przychodów z tytułu organizacji imprez turystycznych, z pośrednictwa sprzedaży, a także restrukturyzacja spółek ABC Świat Podróży oraz BeeFree (są to spółki córki RBT)”<sup>12</sup>. Na szczególną uwagę zasługuje rekordowy zysk spółki osiągnięty w analizowanym okresie – wyniósł on prawie 19 mln zł brutto i był wyższy o 12 mln zł od analogicznego okresu w 2012 r., co stanowi trzykrotny wzrost.

## Zadłużenie spółek

Odrębnej analizie poddano zadłużenie spółek, biorąc pod uwagę zobowiązania długoterminowe i ich relację do majątku (aktywów) oraz kapitału własnego, a także stosunek zobowiązań długoterminowych do zobowiązań ogółem (struktura zobowiązań).

<sup>12</sup> Z wypowiedzi Prezesa Spółki RBT Grzegorza Baszczyńskiego na portalu internetowym spółki (<http://ir.rainbowtours.pl/PressRelease.259955.po?changeLocale=PL>) [18.11.2013].

Tabela 11. Zobowiązania Orbis SA i ich struktura

<b>Wyszczególnienie</b>	<b>2007</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2012</b>
Zobowiązania ogółem	573 589	537 509	432 806	128 256
Zobowiązania długoterminowe	389 638	63 352	154 069	40 251
Zobowiązania długoterminowe	0,17	0,28	0,71	0,02
Aktywa				
Zobowiązania długoterminowe	0,23	0,037	0,089	0,02
Kapitał własny				
Zobowiązania długoterminowe	0,68	0,12	0,36	0,31
Ogólna kwota zobowiązań				

Źródło: Obliczenia własne na podstawie raportów giełdowych spółek.

Tabela 12. Zobowiązania spółki Travel Planet i ich struktura

<b>Wyszczególnienie</b>	<b>2007</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2012</b>
Zobowiązania ogółem	9144	6493	5751	11 930
Zobowiązania długoterminowe	116	1305	790	1060
Zobowiązania długoterminowe	0,008	0,13	0,079	0,78
Aktywa				
Zobowiązania długoterminowe	0,21	0,39	0,19	0,67
Kapitał własny				
Zobowiązania długoterminowe	0,012	0,20	0,14	0,09
Ogólna kwota zobowiązań				

Źródło: Obliczenia własne na podstawie raportów giełdowych spółek.

Tabela 13. Zobowiązania spółki Interferie i ich struktura

<b>Wyszczególnienie</b>	<b>2007</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2012</b>
Zobowiązania ogółem	9237	15813	13066	26360
Zobowiązania długoterminowe	1103	8154	7256	15730
Zobowiązania długoterminowe	0,011	0,07	0,06	0,12
Aktywa				
Zobowiązania długoterminowe	0,12	0,08	0,07	0,15
Kapitał własny				
Zobowiązania długoterminowe	0,12	0,52	0,56	0,60
Ogólna kwota zobowiązań				

Źródło: Obliczenia własne na podstawie raportów giełdowych spółek.

Spółka Rainbow Tours miała minimalne zobowiązania długoterminowe. Wynosiły one w 2007 r. 421 tys., w 2012 r. – 88 tys., a w latach 2009 i 2010 spółka nie miała żadnych zobowiązań długoterminowych.

Ekonomiści przewidują, że konsekwencją kryzysu finansowego będzie kryzys zadłużenia, tj. braku możliwości spłaty zaciągniętych kredytów. Jak wskazują przytoczone dane i wyliczone wskaźniki, analizowanym spółkom taki kryzys nie grozi. Wyjątkiem jest spółka Travel Planet, która po kilku latach ponoszenia strat zmniejszyła drastycznie kapitał własny, a od 2012 r. jej zobowiązania długoterminowe doszły do poziomu 78% aktywów.

## Notowania giełdowe spółek

Na zakończenie podaję krótką informację o notowaniach giełdowych. Spółki Orbis i Interferie miały najwyższą wartość akcji w 2007 r., a najniższą – w 2009 r. Tendencje giełdowe przebiegały podobnie jak kształtowała się sytuacja finansowa firm. Spółka Rainbow Tours odnotowała minimalny poziom wartości akcji również w 2009 r., ale maksymalny – w 2013 r. – i jest to zgodne z jej sytuacją finansową. Jeśli chodzi o deficytową i zadłużoną Travel Planet SA, to wartość jej akcji wzrosła w 2013 r., choć nie nastąpiła poprawa sytuacji finansowej tej spółki.

Można więc stwierdzić, że zmiany notowań giełdowych spółek były zgodne ze zmianami ich sytuacji finansowej tylko jeśli chodzi o tendencję (i to nie we wszystkich przypadkach). Poziom zmian był natomiast w większym stopniu wynikiem ogólnej sytuacji na giełdzie i nastrojów inwestorów niż rzeczywistego pogorszenia się stendingu finansowego. Giełda, jak wynika z przytoczonych danych (Tabela 11), reaguje raczej dość gwałtownie, a czasem pozostaje zagadką niespodziewany wzrost wartości akcji (np. Travel Planet), dlatego też notowania giełdowe nie mogą stanowić podstawy wnioskowania o sytuacji ekonomicznej i finansowej spółek.

Tabela 14. Maksymalne, minimalne i aktualne wartości akcji analizowanych spółek\*

Nazwa spółki	Maksymalna wartość akcji		Minimalna wartość akcji		Aktualna (14.11.2013) wartość akcji (w zł)
	kwota (w zł)	data	kwota (w zł)	data	
Orbis SA	93,0	19.02.2007	24,5	20.01.2009	40,0
Travel Planet	76,0	25.06.2007	1,88	2.07.2013	2,92
Interferie	11,52	15.05.2007	3,90	6.03.2009	4,75
Rainbow Tours**	12,09	14.11.2013	1,06	3.03.2009	wartość maksymalna

\* Wszystkie wartości akcji podano w cenach zamknięcia.

\*\* Na giełdzie od 20.11.2007.

Źródło: [www.gpw.pl/karta\\_spolki](http://www.gpw.pl/karta_spolki) [18.11.2013].

## Rok 2013 w spółkach

Jaka przedstawia się sytuacja spółek w 2013 r.? Czy wyraźne jest wychodzenie ze stanu obniżonej koniunktury?

Wstępne raporty spółek wskazują na wzrosty przychodów i zysków. Przychody ze sprzedaży spadły jedynie w Orbis SA. Nawet ponosząca straty Travel Planet odnotowała niewielki wzrost przychodów. Rainbow Tours, z dynamiką przychodów ponad 25% i ponad trzykrotnym wzrostem zysku, jest absolutnym liderem turystycznych spółek giełdowych.

Tabela 15. Przychody oraz dynamika spółek w trzech kwartałach 2013 i 2012

Spółka	Trzy kwartały 2013	Trzy kwartały 2012	Dynamika (wielkości nominalne w 2012 r. = 100)
Orbis SA	513 440	551 087	93,1%
Travel Planet	17 155	16 660	102,97%
Interferie	31 092	29 682	104,75%
Rainbow Tours	655 660	522 234	125,55%

Źródło: <http://gpwinforesta.pl/GPWIS2/pl/reports/espi/view/247464#21h2ly12j1> [26.11.2013].

Dynamika zysku netto spółek (trzy kwartały roku 2013 / trzy kwartały 2012) kształtowała się następująco:

- Orbis SA – 78,77%,
- Travel Planet – powiększyła straty niemal pięciokrotnie,
- Interferie – 61,15%,
- Rainbow Tours – 278,3%.

## Podsumowanie

Największą z analizowanych spółek (uwzględniając wysokość aktywów, przychodu i kapitału własnego) jest Orbis SA, ale najlepsze wyniki w analizowanym okresie osiągnęła spółka Rainbow Tours. Świadczą o tym wszystkie wskaźniki rentowności, a w szczególności rentowność na aktywach i rentowność kapitału własnego. Nieprzerwanie rosną także przychody Rainbow Tours, choć tempo wzrostu w 2010 r. wyraźnie spadło. Spółki działają w różnych segmentach rynku turystycznego, i to też miało niewątpliwie wpływ na ich wyniki finansowe: Orbis SA – w sektorze hoteli (decydującą rolę odgrywa tu turystyka przyjazdowa i biznesowa), Interferie – na rynku turystyki krajowej, w tym bardzo dynamicznie rozwijającej się turystyki spa. W przypadku spółki Interferie zagrożeniem mógł być wpływ kryzysu na przyjazdy turystów z Niemiec i ograniczenie sprzedaży usług z zakresu turystyki zdrowotnej dla tej grupy (jest to jeden z ważnych kierunków działalności spółki). W przypadku Travel Planet, która jest najmniejszą i najmłodszą z analizowanych spółek, sytuacja finansowa stawia pod znakiem zapytania jej dalsze funkcjonowanie.

Wstępna analiza danych bilansowych, przychodów i zysków firm z uwzględnieniem podstawowych wskaźników finansowych daje jedynie ogólny obraz ich stanu. Porównanie danych w czasie prowadzi do następujących wniosków:

- wszystkie spółki odczuły negatywny wpływ kryzysu finansowego;
- wpływ ten był uzależniony od segmentu rynku, na którym spółka oferuje swoje usługi;
- wszystkie spółki mają relatywnie niskie zadłużenie długoterminowe, a ich działalność nie jest obciążona spłatą kredytów;
- analizowane spółki mają strukturę pasywów wykazującą na dominację zobowiązań krótkoterminowych, a więc związanych z bieżącą działalnością firmy.

Przeprowadzona analiza doprowadziła do nieco ogólniejszych wniosków, których zweryfikowanie wymaga głębszych analiz. Pierwszy dotyczy kredytów i inwestowania. Ostrożne inwestowanie i unikanie kredytów inwestycyjnych pozwala lepiej przetrwać kryzys, ale może mieć negatywny wpływ na przyszły rozwój firm. Drugi wniosek odnosi się do zagadnienia struktury kapitałów właścicielskich spółek – chodzi o wykupywanie udziałów, przejmowanie pakietów własnościowych, uczestnictwo kapitałów spoza branży turystycznej, a także tworzenie i przejmowanie tzw. spółek córek. Zjawiska te występują na poziomie globalnego rozwoju turystyki<sup>13</sup>.

## Bibliografia

1. Bednarski L. et al., *Analiza Ekonomiczna Przedsiębiorstwa*, Wyd. AE, Wrocław 2001.
2. Byszewska-Dawidek M., Łopaciński K., *Rynek biur podróży 2012*, Wyd. SGTiR, Warszawa 2013.
3. Gadowski W., *Dlaczego upadł Orbis Travel. Koniec Turystycznej Marki*, „Gazeta Wyborcza” 2010, 4 października.
4. Kochanowska J., *85 lat wakacji*, „Polityka” 2005, nr 26 (1510).
5. Kotara K., Ruszkowski J.M., *Popyt turystyczny w Polsce w obliczu światowego kryzysu finansowego w latach 2007–2009*, „Zeszyty Naukowe US” 2012, nr 697, Ekonomiczne Problemy Usług, nr 82.
6. Pastwa M., *Analiza finansowa jako metoda diagnozy ekonomicznej firmy sportowo-rekreacyjnej*, [w:] *Techniki Organizatorskie w Teorii i Praktyce Kultury Fizycznej*, red. L. Jaczynowski, Wyd. AWF, Warszawa 2005.
7. *50 lat działalności Orbisu*, red. K. SAYSSE-Tobiczyk, Zjednoczenie Przedsiębiorstw Turystycznych „Orbis”, Warszawa 1973.

## Strony internetowe

1. <http://gielda.interferie.pl> [18.11.2013].
2. <http://gielda.onet.pl> [18.11.2013].
3. <http://gpwinfostrefa.pl> [15.10.2013].
4. <http://ir.rainbowtours.pl/> [18.11.2013].
5. <http://www.gpw.pl> [7.11.2013].

<sup>13</sup> Zob. M. Byszewska-Dawidek, K. Łopaciński, *Rynek biur podróży 2012*, Wyd. SGTiR, Warszawa 2013, s. 4–5.

6. <http://www.interferie.pl> [17.11.2013].
7. <http://www.orbis.pl> [3.11.2013].
8. <http://www.relacje.interferie.pl> [20.11.2013].
9. <http://www.relacje.travelplanet.pl> [9.11.2013].

### Streszczenie

Tematem artykułu jest analiza stanu finansowego spółek oferujących usługi turystyczne, notowanych na GPW w Warszawie. Celem analizy była odpowiedź na pytanie, czy i w jakim zakresie pogorszył się stan finansowy spółek turystycznych w latach kryzysu ekonomicznego. Analiza podstawowych danych i wskaźników finansowych pozwala stwierdzić, że wszystkie spółki wykazały obniżenie rentowności w latach 2009 i 2010. Lata 2012, a w szczególności 2013 charakteryzują się powrotem na drogę ponownego, szybkiego wzrostu przychodów, zysków i rentowności.

**Słowa kluczowe:** spółki giełdowe, wskaźniki finansowe, notowania giełdowe, kryzys

### Abstract

The theme of the article is financial analysis of tourism companies listed on the Warsaw Stock Exchange in 2007–2012. The aim was to show how travel companies go through financial crisis. The basic values analyzed were: revenue, profit, equity, and indicators: profitability, liquidity and long-term debts. The analysis found that in all the companies financial situation has deteriorated in 2009–2010. The impact of the crisis depends on the segment of the tourism market. Preexisting financial condition and previous development strategy were also important. None of the surveyed companies do not have excessive debt, because they lead reasonable credit policy.

**Keywords:** the listed companies, financial ratios, stock quotes, crisis

### NOTKA O AUTORCE

**Dr Marta Pastwa**, pracownik Wyższej Szkoły Turystyki i Języków Obcych w Warszawie; zainteresowania naukowe: ekonomika turystyki i rekreacji ruchowej, zarządzanie finansami, strategie rozwoju lokalnego turystyki.

