

Raport aktualizujący

Turystyka Polska

10 Maj 2024

Rainbow Tours

Słońce wciąż świeci nad sektorem

Wzrost wolumenów nadal przesuwa trajektorię znormalizowanych zysków w górę. W zeszłym roku liczba klientów wyniosła około 636 tys. (+26% r./r. / +6 pp. vs. nasze założenia). Ponadto w tym roku nie ma efektu "normalizacji" na rynku, a wzrost oferty przedsprzedażowej pozostaje silny. **Oznacza to, że podnosimy nasze założenie wolumenu na ten rok o około +16 pp. do 740 tys. (+16% r./r. / nom. +104 tys. vs +131 tys. w 2023 r.).** Dane rynkowe pokazują, że średni wzrost wolumenu największych biur podróży może wynieść około +25-30% r./r. w 2023 roku. Tymczasem łączna liczba klientów biur podróży wzrosła o około +20% r./r. do 7,57 mln. Wyższa dynamika odnotowana przez największe biura podróży w Polsce może wynikać ze zmiany struktury wyjazdów na krajowe/zagraniczne. Liczba klientów biur podróży w stosunku do 2019 r. nadal oscyluje wokół -5% na koniec 2023 roku, a w RBW liczba klientów wzrosła o prawie +30% w latach 2019-23. Znacząca zmiana i wzrost udziału wycieczek zagranicznych w całym miksie może doprowadzić do dalszego wzrostu udziału w rynku dużych biur podróży. Wpływ czynnika demograficznego i efekt szybszego wzrostu wynagrodzeń w Polsce niż w innych krajach może wpłynąć na kontynuację tego trendu. **W związku z tym naszym zdaniem perspektywy dla sektora na najbliższe lata pozostają optymistyczne.**

Brak "efektu cenowego" na przychody. Szacujemy, że efekt cenowy dodał około +10 pp. do stopy wzrostu w 2023 roku. Na podstawie obecne ceny wycieczek i strukturę miejsca podróży oczekujemy, że poziom cen powinien być płaski r/r. **Oznacza to, że brak podwyżek cen powinien zmniejszyć dynamikę wzrostu nominalnych przychodów w porównaniu z rokiem 2022-23.**

Wysoka baza marży brutto, ale otoczenie pozostaje korzystne. Ostateczny poziom marży brutto w ubiegłym roku wyniósł około 16,6%, +3 pp. powyżej naszych założeń. **Oznacza to, że wzrost cen wycieczek był znacznie wyższy niż koszty wycieczek (+10% vs. +2% po stronie KWS).** To był optymistyczny scenariusz na 2023 r. i on się zmaterializował. W ubiegłym roku spółka była silnie wspierana przez korzystne kursy walutowe i ceny paliwa lotniczego. W tym roku dodatnia delta jest już mniejsza, ale nasze szacunki nadal sugerują, że koszty wycieczek rosną tylko nieznacznie szybciej niż ceny (w tym momencie nie ma spadków). Na początku maja nastąpił znaczny wzrost cen wycieczek, co może być sygnałem równowagi podaży i popytu na rynku. Presja konkurencyjna wydaje się być na niższym poziomie. Podsumowując, sezon wakacyjny wkrótce się rozpocznie, oferta wydaje się sprzedawać bardzo dobrze, a koszty nadal są korzystne. Może to oznaczać, że poziomy marż mogą być wyższe niż zakładaliśmy wcześniej. **Uważamy, że nasze założenia są potencjalnie konserwatywne i oczekujemy marży brutto na poziomie 14,0% (-2,6 pp. r/r) w 2024p.**

Biorąc pod uwagę obecne otoczenie rynkowe oraz dane operacyjne spółki, znacząco podwyższamy nasze prognozy finansowe. W kolejnych latach zakładamy w modelu, że znormalizowany poziom marży netto może wynieść około 2,7-3,0% (wobec 2,0% poprzednio). **Te powody skłaniają nas do podtrzymania rekomendacji KUPUJ, a 12-miesięczną cenę docelową rewidujemy w górę do 120 zł.** Silny bilans i znaczące poziomy FCF powinny pozwolić na wypłatę wysokiej dywidendy.

Podstawowe dane finansowe (mln PLN)

mln PLN	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Sprzedaż	2393	3293	3817	4206	4641	4996
EBITDA IFRS 16	54	237	171	175	186	197
EBITDA skor IAS 1	42	227	161	165	176	187
EBIT	33	215	149	151	160	169
Zysk netto	21	173	122	123	128	136
EPS	1.48	11.88	8.39	8.47	8.82	9.33
FCF (%)	14.6%	38.8%	4.6%	3.7%	7.9%	8.4%
DY (%)*	0.0%	1.4%	5.5%	5.8%	5.9%	6.1%
P/E	14.1	3.1	11.3	11.2	10.8	10.2
EV/EBITDA	11.9	1.4	7.4	7.4	6.7	6.2

**płatność zaliczki wstępnemu 2024 r.

Źródło: Spółka, BM Pekao

Kupuj

(rekomendacja podtrzymana)

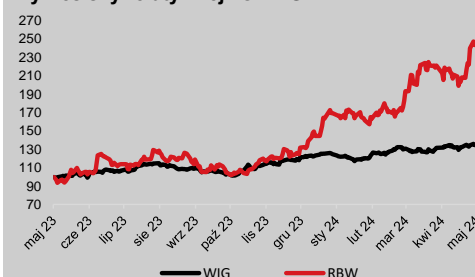
 Cena docelowa **120 PLN**

 Potencjał wzrostu **26%**
 Cena na 9 Maj 2024 94.9 PLN

 ESG rating **C**

 Final ESG score **0.88**

Wykres siły relatywnej vs. WIG



WYDARZENIA KORPORACYJNE

 24.05.2024 I kw.'2024
 27.09.2024 II kw.'2024
 22.11.2024 III kw.'2024

INFORMACJE OGÓLNE

 Reuters/Bloomberg RBW.WA/RBW PW
 Akcje w wolnym obrocie (%) 37.0
 Kapitalizacja (mln zł) 1381
 Liczba akcji (mln szt.) 14.552

Akcjonariat

 S.Wysmyk 12,8%
 NN PTE 11,8%
 Elephant Rock Fundacja Rodzina 7,5%
 Flyoo Sp. z o.o. 8,8%
 Aironi Quattro Fundacja Rodzina 7,1%
 Generali PTE 6,9%

Dariusz Dziubiński

dariusz.dziubinski@pekao.com.pl



Spis treści

Aktualizacja prognoz finansowych	3
Wycena.....	4
Ostatnie wydarzenia	7
Tezy inwestycyjne.....	9
Wybrane czynniki ryzyka.....	14
Kluczowe dane finansowe.....	15
DISCLAIMER.....	18



Aktualizacja prognoz finansowych

Podwyższamy nasze prognozy na ten rok (zysk netto w 2024e z 67 mln zł do 122 mln zł) i kolejne lata. W kolejnych latach zakładamy w modelu, że znormalizowany poziom marży netto może wynieść ok. 2,9% (wobec ok. 2,0% poprzednio). Wszystko wskazuje na to, że ten rok będzie kolejnym rekordowym w turystyce, szczególnie jeśli chodzi o wyjazdy zagraniczne. Wolumeny przedsprzedaży są na rekordowych poziomach, zmiana cen wycieczek powróciła na trajektorię wzrostową, a koszt jednej wycieczki jest prawdopodobnie tylko nieznacznie wyższy niż w ubiegłym roku. W rezultacie otoczenie rynkowe jest nadal korzystne zarówno dla sektora, jak i dla firmy. Poziom realnych dochodów gospodarstw domowych rośnie, wspierany przez dalszą stymulację fiskalną i „wealth effect” wśród gospodarstw domowych. Ponadto czynniki demograficzne i zmiana w koszyku wydatków konsumenckich wspierają dynamikę wzrostu całego rynku, a zwłaszcza podróży zagranicznych. **Dalszy trend wzrostowy w tym segmencie rynku powinien wspierać wzrost udziału w rynku głównych graczy.** Ta perspektywa rynkowa oraz zmiana cen i kosztów wycieczek powinny wspierać marżę brutto i wydaje się, że zakres "normalizacji" może nie być tak znaczący, jak się spodziewaliśmy. **W rezultacie podnosimy nasze prognozy finansowe, a co za tym idzie wycenę spółki.** W dalszej części raportu szczegółowo opisujemy założenia wolumenowe i efektu cenowego zastosowane w modelu. Warto zauważyć, że główne wskaźniki KPI w prognozach finansowych w porównaniu z bieżącymi danymi mogą wydawać się konserwatywne. Obecny obraz wydaje się być pozytywny i jeśli nic się nie zmieni w okresie letnim, powinno być miejsce na podniesienie prognoz finansowych. Główne założenia wskaźników KPI są następujące:

- **Liczba uczestników podróży w 2024e: ~740 tys. osób (+16% r/r) vs. +25% r/r w przedsprzedaży "Lato 2024".** W ubiegłym roku stosunek przedsprzedaży do całorocznych uczestników wyniósł 57%. To założenie na ten rok implikuje obecnie około 56% całorocznego pokrycia tego parametru (+1Q24p).
- **Przychody na wycieczkę: +0% r/r wobec +3-4% tego, co szacujemy na rynku w oparciu o wzrosty cen w poszczególnych destynacjach i z uwzględnieniem struktury wycieczek.**
- **Koszt jednej wycieczki: +3% r/r vs. +0-3% w oparciu o teoretyczne założenia podziału poszczególnych kosztów i trendów rynkowych. Oczekujemy marży brutto na poziomie 14,0% (-2,6 pp. r/r) w 2024e.**

Rainbow Tours: zmiana prognoz finansowych

mln PLN	2023			2024P			2025P		
	Finalne	Poprzednio	Różnica (%)	Obecnie	Poprzednio	Różnica (%)	Obecnie	Poprzednio	Różnica (%)
Przychody ze sprzedaży	3293	3261	1%	3817	3458	10%	4206	3770	12%
Zysk brutto na sprzedaży	547	442	24%	534	425	26%	589	463	27%
Koszty SG&A	-332	-314	6%	-381	-339	12%	-434	-367	18%
Zysk netto na sprzedaży	215	150	44%	153	85	80%	155	96	61%
EBITDA	237	150	58%	171	122	40%	175	122	44%
EBIT	215	127	70%	149	85	75%	151	96	57%
Zysk netto	173	98	76%	122	67	84%	123	77	60%
MbNŚ (%)	16.6%	13.6%	3.1%	14.0%	12.3%	1.7%	14.0%	12.3%	1.7%
Marża EBITDA (%)	7.2%	4.6%	2.6%	4.5%	3.5%	1.0%	4.2%	3.2%	0.9%
Marża EBIT (%)	6.5%	3.9%	2.6%	3.9%	2.5%	1.5%	3.6%	2.6%	1.0%
Marża netto (%)	5.2%	3.0%	2.2%	3.2%	1.9%	1.3%	2.9%	2.0%	0.9%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research



Wycena

Stosujemy metodę DCF i metodę porównawczą z wagami odpowiednio 100% i 0%. Dla celów prezentacyjnych przedstawiamy również wynik wyceny metodą porównawczą (waga 0%). Naszym zdaniem wycena metodą DCF jest bardziej odpowiednia niż inne metody wyceny, między innymi ze względu na:

1. Uwzględnienie w procesie wyceny długoterminowych prognoz zysków i nakładów inwestycyjnych,
2. Czynniki specyficzne dla spółki odzwierciedlone w stopie dyskontowej zastosowanej w wycenie,
3. Nieoptymalna, naszym zdaniem, grupa porównawcza oparta wyłącznie na spółkach zagranicznych ze względu na brak prognoz dla porównywalnych spółek w Polsce (niepublicznych).

Rainbow Tours: Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Cena (PLN)	Waga (%)	Poprzednia	Zmiana
12M DCF	120.0	100%	60.0	100%
12M Wycena porównawcza	67.0	0%	61.6	9%
12M cena docelowa	120.0		60.0	100%
Obecna cena	94.9			
Potencjał zmiany względem aktualnej ceny (%)	26%			

Źródło: Pekao Equity Research

Wycena DCF

Podwyższamy naszą 12-miesięczną cenę docelową dla akcji Rainbow Tours do 120 PLN/akcję z 60 PLN/akcję. Zmiana wynika głównie ze znacznego podwyższenia prognoz finansowych na ten rok i kolejne lata. W naszym modelu stosujemy średni ważony koszt kapitału (WACC) na lata 2024-29p przy następujących założeniach:

1. Stopa wolna od ryzyka (10Y POL): 5,6% (średnia z ostatnich dwóch miesięcy na rynku),
2. Premia za ryzyko rynkowe: 6,00%,
3. nielewarowana beta: 1,00x
4. Premia za ryzyko długu: 2,50%.

Główne zmiany w założeniach modelu:

- Zmiana okresu prognozy z 2023-28e na 2024-29e (zgodnie z wewnętrzną metodologią). Większe pozycje gotówkowe netto w wycenie DCF (+9,2 PLN/sh).
- Wzrost marży EBIT w wartości końcowej o +0,8 pp. do 2,4%.
- WACC z 12,0% do 11,6% i 9,0% w wartości końcowej (bez zmian).
- Wzrost poziomu g z 2,0% do 3,0% ze względu na wzrost poziomów ROIC/ROE w okresie prognozy.

Wskaźniki wyceny przy cenie docelowej (120 PLN):

PLN mn	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
FCF yield (%)		14.6%	38.8%	3.6%	2.9%	6.2%
P/E		14.1	3.1	14.3	14.2	13.6
<i>12M</i>					14.2	
EV/EBITDA IAS 17		11.9	1.4	9.6	9.6	9.4
<i>12M</i>					9.6	
ROIC (%)		16%	80%	52%	43%	39%
ROE (%)		20%	108%	57%	50%	44%

Source: Company, Pekao Brokerage Office

Kalkulacja WACC

Kalkulacja WACC	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	Rok końcowy
Stopa wolna od ryzyka	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	4.0%
Premia za ryzyko rynkowe	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
ESG discount/premium	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt kapitału własnego	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	9.0%
Koszt długu	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	6.5%
Koszt długu po podatku	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	5.3%
Waga kapitału własnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
WACC	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	9.0%

Wycena DCF

(mln PLN)	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	Rok końcowy
Przychody	3 817	4 206	4 641	4 996	5 349	5 728	5 900
EBIT	149.3	150.8	159.8	168.8	167.7	168.4	139.9
Podatek na EBIT	-28.4	-28.6	-30.4	-32.1	-31.9	-32.0	-26.6
NOPAT	120.9	122.1	129.4	136.7	135.8	136.4	113.4
Amortyzacja i odpisy	12.1	14.4	16.5	18.2	19.8	20.7	10.0
Zmiana kapitału obrotowego	4.5	36.5	-8.9	-7.0	-7.6	-8.2	0.0
Nakłady inwestycyjne	-50.0	-50.0	-45.0	-45.0	-34.7	-36.3	-12.0
FCFF	78	50	110	117	129	129	111
<i>Wzrost po okresie prognozy</i>							3.0%
Wartość rezydualna							1 912
Stopa dyskonta	0.90	0.80	0.72	0.65	0.58	0.52	0.48
Zdyskontowane przepływy pieniężne na 31.12.2023	70.4	40.2	79.1	75.6	74.4	66.9	963.3
Wartość przedsiębiorstwa (EV) na 31.12.2023	1 370						
Udziały mniejszości	42						
Dług netto	-236						
Inne korekty	58						
Wartość kapitału własnego (31.12.2023)	1 506						
Liczba akcji (mln)	14.6						
12-miesięczna cena docelowa (PLN)	120.0						
Cena akcji na dzień 09.05.2024	94.90						
Potencjał zmiany względem aktualnej ceny	26%						

Wzrost przychodów	16%	10%	10%	8%	7%	7%	3.0%
Marża EBIT	3.9%	3.6%	3.4%	3.4%	3.1%	2.9%	2.4%
Stawka podatku	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Nakłady inwestycyjne/przychody	1.3%	1.2%	1.0%	0.9%	0.6%	0.6%	0.2%
Nakłady inwestycyjne/amortyzacja	413%	347%	272%	247%	175%	175%	120.0%

Analiza wrażliwości ceny docelowej na stopę wzrostu po okresie prognozy oraz WACC

Wartość końcowa (g)/WACC	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
7.0%	120	127	135	146	158	175	197
8.0%	109	114	120	127	135	146	158
9.0%	101	105	109	114	120	127	135
10.0%	94	97	101	105	109	114	120
11.0%	89	92	94	97	101	105	109

Wrażliwość 12-miesięcznej ceny docelowej na akcję na kluczowe czynniki wpływające na zyski spółki

Wartość końcowa (g)/marża EBIT	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
1.4%	76	78	81	84	87	91	96
2.4%	101	105	109	114	120	127	135
3.4%	126	131	137	145	153	163	175
4.4%	150	157	166	175	186	199	214
5.4%	175	184	194	205	219	235	254

Źródło: Pekao Equity Research



Aktualizacja wyceny porównawczej

Grupa porównawcza składa się z pięciu wybranych przez nas zagranicznych spółek działających w branży usług turystycznych. Do wyznaczenia 12-miesięcznej wyceny akcji Rainbow Tours wykorzystujemy mnożniki P/E i EV/EBITDA na lata 2024e-2026e (mediana dla grupy porównawczej) oraz nasze prognozy dla Rainbow Tours na te lata w zakresie odpowiednio zysku netto na akcję i EBITDA oraz długu netto.

Rainbow Tours: Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	P/E			EV/EBITDA		
		2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
TUI	TUJLN	6.4	5.4	4.7	4.0	3.7	3.5
On the Beach Group	OTB LN	9.9	8.5	7.5	4.0	3.5	3.1
Voyageurs du Monde	ALVDM FP	15.7	15.2	16.6	5.5	5.3	4.8
Helloworld Travel	HLO AU	10.8	9.0	8.4	4.3	3.7	3.5
Flight Centre Travel Group	FLT AU	21.6	15.6	13.7	10.4	8.3	7.6
Mediana		10.8	9.0	8.4	4.3	3.7	3.5
Rainbow Tours		11.3	11.2	10.8	7.4	7.4	6.7
<i>Premia/dyskonto vs Mediana</i>		5%	25%	28%	71%	99%	93%
Implikowana cena za akcję PLN		90.6	76.2	74.1	58.1	50.4	52.7
<i>waga (%)</i>		33%	33%	33%	33%	33%	33%
Implikowana ważona cena za akcję PLN		67.0					

Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research / wszystkie prognozy za wyjątkiem tych dla Rainbow Tours bazują na konsensusie

Rainbow Tours: Konsensus rynkowy

PLN mn	2024p			2025p			2026p		
	Pekao	Cons.	Diff. (%)	Pekao	Cons.	Diff. (%)	Pekao	Cons.	Diff. (%)
Sprzedaż	3817	3881	-2%	4206	4439	-5%	4641	5 118	-9%
EBITDA	171	173	-1%	175	182	-4%	186	221.0	-16%
EBIT	149	150	0%	151	157	-4%	160	189.0	-15%
Zysk netto	122	116	6%	123	121	2%	128	151.0	-15%
<i>marża EBITDA (%)</i>	5.2%	5.3%	-0.1%	4.6%	5.2%	-0.7%	4.4%	5.9%	-1.4%
<i>marża EBIT (%)</i>	4.5%	4.6%	-0.1%	3.9%	4.5%	-0.6%	3.8%	5.0%	-1.2%
<i>marża netto (%)</i>	3.7%	3.5%	0.2%	3.2%	3.5%	-0.3%	3.1%	4.0%	-1.0%

Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research

ESG rating

Nasz rating ESG opiera się na ocenie szeregu kryteriów związanych z E-S-G z odpowiednio 30/30/40% wagą w całkowitej ocenie. Nasza metodologia implikuje ostateczny wynik ESG dla Rainbow Tours na poziomie 0,88 i ocenę ESG "C".

Durables and Du	E	S	G
Score	0.61	1.20	0.85
Sector weight	30%	30%	40%
Final ESG Score	0.88		
ESG Rating	C		

Zgodnie z naszą metodologią, rating "C" przekłada się na +0,0% dyskonta w premii za ryzyko kapitałowe (jako % stopy wolnej od ryzyka) w naszej kalkulacji kosztu kapitału własnego.

	score from:	to	Rating	WACC risk premium impact (% of RFR)
ESG Score	1.50	2	A	-15.00%
	1.0	1.50	B	-7.50%
	0.5	1.0	C	0%
	0	0.5	D	15.00%

Ostatnie wydarzenia

Wyniki za czwarty kwartał 2023 r.

Rainbow Tours: Wyniki kwartalne

mln PLN	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	r./r. kw./kw.	Pekao fcst	vs. Pekao fcst	consensus	vs. consensus	YTD22	YTD23	YY	
Przychody ze sprzedaży	459.8	556.0	709.1	1434.0	594.3	29%	-59%	578.0	3%	607	-2%	2393	3293	38%
Zysk (strata) brutto na sprzedaży	37.8	88.0	121.8	266.6	71.1	88%	-73%	71.0	0%			254.8	547.4	115%
SG&A	-52.9	-63.3	-77.1	-123.9	-68.2	29%	-45%	-80.0	-15%			-220.9	-332.4	50%
Zysk (strata) ze sprzedaży	-15.0	24.7	44.6	142.7	2.9	-	-	-9.0	-			33.9	215.0	534%
EBITDA	-15.7	30.6	49.6	146.4	10.3	-	-	-3.1	-	-3.6	-	53.3	236.9	345%
EBIT	-17.3	24.3	43.2	142.6	4.9	-	-	-11.6	-	-10.2	-	31.7	215.0	579%
Zysk netto	-17.3	19.8	34.7	111.9	5.6	-	-	-13.2	-	-10.4	-	20.3	172.0	746%
Marże operacyjne														
Marża brutto na sprzedaży	8.2%	15.8%	17.2%	18.6%	12.0%			12.3%			10.6%	16.6%	6.0%	
zmiana w p.p. r./r.	2.5%	6.3%	7.9%	6.0%	3.7%			4.1%						
SG&A %	-11.5%	-11.4%	-10.9%	-8.6%	-11.5%			-13.8%			-9.2%	-10.1%	-0.9%	
zmiana w p.p. r./r.	4.0%	0.5%	-0.8%	-1.5%	0.0%			-2.3%						
marża zysk (strata) ze sprzedaży	-3.8%	4.4%	6.1%	9.9%	0.8%			-2.0%			1.3%	6.5%	5.2%	
zmiana w p.p. r./r.	4.4%	6.8%	7.1%	4.4%	4.6%			1.8%						
Bilans i przepływy pieniężne														
Dług netto przed MSSF 16	-44	7	-240	-337	-236									
ND / EBITDA przed MSSF 16	-	-	-	-	-									
OCF ex IFRS 16	-59	-33	261	115	-98						111	244		
CAPEX	-24	-17	-6	-2	-7						-26	-33		
FCF	-83	-51	255	113	-105						85	211		
FCF LTM	45	35	166	233	211									
FCF LTM (% yield)	4.1%	3.2%	15.2%	21.4%	19.4%									
Wycena wskaźnikowa														
EV/EBITDA (TTM)	19.7	12.9	6.4	3.6	3.6									
PE (TTM)	53.7	23.5	12.6	7.3	6.3									

- **Zysk brutto:** 71 mln (+88% r/r)
- **Marża brutto:** 12,0% (+3,7 pp. r/r)
- **Koszty SG&A:** -68 mln (+29% r/r)
- **Zysk netto ze sprzedaży:** +3.0 mln vs -15,0 mln w ub.r.
- **EBITDA:** +10.0 mln vs -15,7 mln w ub.r.
- **Środki pieniężne netto (mln zł):** 236 mln zł

Raport roczny (komentarz do trendów konsumenckich i wyników): Na poprawę nastrojów konsumenckich i wzrost wolumenów wpłynęły następujące czynniki::

- Potencjał odbudowy rynku turystyki zorganizowanej w Polsce, któremu towarzyszy wzrost zamożności polskiego społeczeństwa (w tym w ważnej z punktu widzenia Rainbow grupie docelowej, jaką są rodziny z dziećmi, pokolenie 45+ oraz pokolenie 60+, czyli tzw. "silver generation", coraz częściej określane jako "power generation") i wynikający z tego potencjał wzrostu odsetka osób chętnych do podróżowania w ramach organizacji turystyki. Jest to ważna grupa docelowa dla Rainbow, tj. rodziny z dziećmi, pokolenie osób w wieku 45+ oraz osoby w wieku 60+, czyli tzw. "silver generation", coraz częściej określane jako "power generation") i wynikający z tego potencjał wzrostu odsetka osób chętnych do podróżowania w ramach turystyki zorganizowanej (w stosunku do poziomów uczestnictwa w tego typu turystyce w np. Niemczech czy Czechach, gdzie odsetek korzystających z usług touroperatorów wynosi odpowiednio ok. 30% i 20%, podczas gdy w Polsce jest to co najwyżej dwucyfrowy procent); utrzymywanie się na relatywnie wysokim poziomie chęci i motywacji do podróżowania m.in. wśród ważnej dla Spółki grupy docelowej klientów, tj. osób w wieku 40-60 lat o ustabilizowanej sytuacji finansowej i rodzinnej, pozostających poza wpływem wysokich stóp procentowych (spłacone kredyty hipoteczne) i którzy nie są narażeni na negatywny wpływ wysokiej inflacji oraz wzrost kosztów życia i funkcjonowania,



- Zmiana hierarchii wydatków konsumpcyjnych w polskim społeczeństwie, z zauważalną tendencją do przesunięcia punktu ciężkości wydatków z dóbr materialnych na wydatki związane z wypoczynkiem (np. podróże).

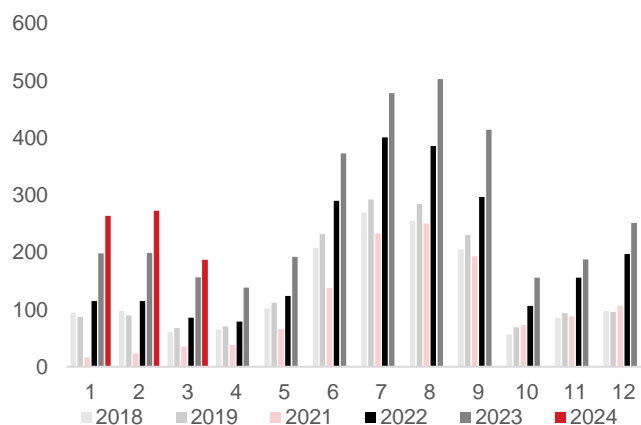
Dywidenda. Spółka planuje wypłacić łącznie ok. 91,5 mln zł, czyli ok. 6,29 zł na akcję, dywidendy z zysku za 2023 rok. Akcjonariusze otrzymali już 40,6 mln zł w formie zaliczek na poczet dywidendy, czyli ok. 2,79 zł na akcję. W tym roku spółka ogłosiła, że wypłaci kolejne 3,5 zł na akcję z ubiegłorocznego zysku. Spodziewamy się również, że spółka wypłaci kolejną dywidendę zaliczkową, podobnie jak w ubiegłym roku. W kolejnych latach zakładamy, że stopa DPR powinna wynosić około 66%. Biorąc pod uwagę poziom kapitału własnego, plany inwestycyjne i środki pieniężne w bilansie. **Implikuje to DY(%) na poziomie około 5,5-6,0% w nadchodzących latach, biorąc pod uwagę zakładaną trajektorię wyników finansowych**

Nakłady inwestycyjne. W I kwartale 2023 r. spółka White Olive A.E. dokonała inwestycji w Grecji związanych z nabyciem nieruchomości gruntowych na wyspie Rodos. Spółka zależna White Olive A.E. nabyła trzy działki o łącznej powierzchni 11.000 m². Działki znajdują się w okolicy hotelu White Olive Premium Lindos. Zakup miał na celu bieżącą rozbudowę istniejącego hotelu o kolejne 75-82 pokoje bez konieczności rozbudowy infrastruktury towarzyszącej, tj. części wspólnych i zaplecza kuchennego, co przyniesie synergii z obecnie funkcjonującym własnym hotelem. **W związku z planowanymi inwestycjami w segmencie hotelowym zakładamy poziom nakładów inwestycyjnych na poziomie ok. 45-50 mln rocznie w najbliższych latach (CapEx/przychody na poziomie ok. 1,2%).**

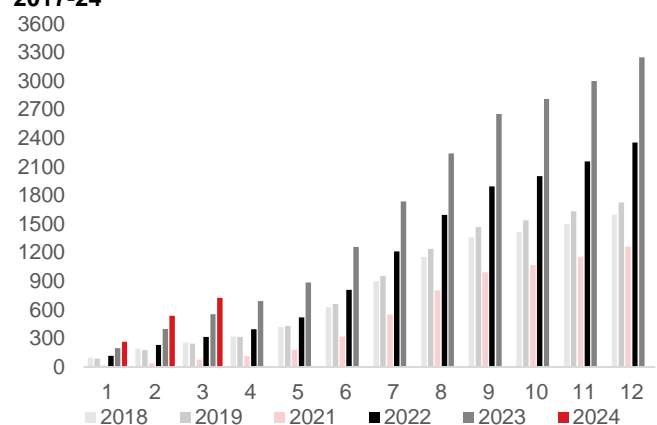
Przedsprzedaż oferty "Lato 2024". Przedsprzedaż wycieczek z oferty sezonowej "Lato 2024" (wycieczki realizowane w miesiącach kwiecień-październik 2024 r.) od rozpoczęcia przedsprzedaży do 30.04.2024 r. wyniosła 307 619 osób (+25,3% r/r / nom: +62 tys.). Przedsprzedaż "Lato 2023" do 15.05.2023 r.: 270 170 osób (+43,4% r/r / nom: +81 tys.). W ubiegłym roku liczba klientów wyniosła około 636 tys. (+26% r/r / nom. +130 tys.).

Przychody po 1Q24e. Spółka podała, że przychody w marcu wyniosły 188 mln zł (+20% r/r / narastająco: +31% r/r / dane jednostkowe). W dalszej części materiału należy zaznaczyć, że wzrost przychodów jest wypadkową obu czynników, tj. wolumenów oraz wzrostu cen wycieczek w stosunku do ubiegłego roku (zmiana miksu i przygotowanie oferty w 2023 r.). Jeśli chodzi o wolumeny, to warto przypomnieć dane z ostatniej informacji o przedsprzedaży oferty "Zima 2023/24" (wycieczki realizowane w miesiącach listopad 2023 - marzec 2024). Na koniec października przedsprzedaż wyniosła 91 383 osób (+41% r/r).

Przychody według miesięcy w latach 2017-24



Przychody (narastająco) po każdym miesiącu w latach 2017-24



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research



Prognozy na 1Q24e. Przychody w marcu nieznacznie poniżej założeń (1Q24e: +30% vs +32% w prognozach). Założenia: W naszych prognozach zakładamy, że spółka może już wchodzić w efekt wysokiej ubiegłorocznej bazy, a część ubiegłorocznej marży mogła mieć pozytywny jednorazowy wpływ (np. zmiana cen paliw czy kursów walut). Dlatego zakładamy pewną normalizację marży brutto i spadek rok do roku. Wydaje nam się, że są to konserwatywne założenia, a sytuacja na rynku może być bardziej optymistyczna.

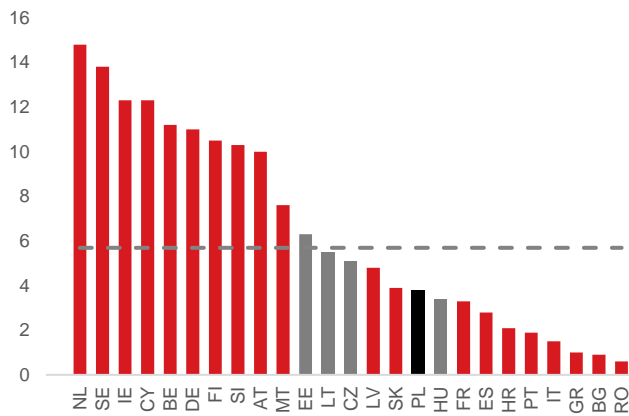
PLN mn	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24e	Y/Y	Q/Q
Revenues	556.0	709.1	1434.0	594.3	733.0	32%	23%
Gross profit	88.0	121.8	266.6	71.1	105.0	19%	48%
SG&A expenses	-63.3	-77.1	-123.9	-68.2	-78.0	23%	14%
Net profit on sales	24.7	44.6	142.7	2.9	27.0	9%	-
EBITDA	30.6	49.6	146.4	10.3	35.5	16%	-
EBIT	24.3	43.2	142.6	4.9	26.5	9%	-
Net profit	19.8	34.7	111.9	4.8	20.5	3%	-
Profitability ratios							
Gross margin (%)	15.8%	17.2%	18.6%	12.0%	14.3%		
change yoy	6.3%	7.9%	6.0%	3.7%	-1.5%		
SG&A %	-11.4%	-10.9%	-8.6%	-11.5%	-10.6%		
change yoy	0.5%	-0.8%	-1.5%	0.0%	0.7%		
EBIT margin	4.4%	6.1%	9.9%	0.8%	3.6%		
change yoy	6.8%	7.1%	4.4%	4.6%	-0.7%		
Valuation ratios							
EV/EBITDA (TTM)	16.3	8.6	5.0	4.8	4.7		
PE (TTM)	29.7	16.0	9.3	8.1	8.0		

Teza inwestycyjna

Struktura rynku. W ubiegłym roku liczba klientów biur podróży wyniosła około 7,6 mln (~ +20% r/r i -5% vs 2019). Liczba klientów w RBW odnotowała wspomniany wzrost o +26% r/r i +30% vs. 2019. W raportach sektorowych pojawiają się istotne informacje na temat podziału na turystykę krajową i międzynarodową. Według danych rynkowych liczba osób korzystających z biur podróży może być niższa niż w 2019 r., ale może nastąpić znacząca zmiana proporcji klientów korzystających z podróży krajowych w stosunku do zagranicznych. **W kategorii podróży międzynarodowych wzrost w porównaniu z 2019 r. może wynieść blisko +20-25%, podczas gdy znaczące spadki odnotowano w turystyce krajowej lub w krajach sąsiednich.** Dane statystyczne pokazują, że krajowi konsumenci nadal w stosunkowo niewielkim stopniu korzystają z tej formy wakacji w porównaniu z innymi krajami europejskimi i wydaje się, że jest miejsce na dalszy wzrost tego parametru. Według Eurostatu tylko 6,9% populacji korzysta z zagranicznych wycieczek trwających dłużej niż 4 dni, w porównaniu do średniej UE wynoszącej około 14,7%. **Wydaje się, że liczba klientów RBW zmieniła się zgodnie z tym trendem. Biorąc pod uwagę całkowitą liczbę klientów biur podróży jako szacunek, udział RBW w rynku wyniósł około 6,3% w 2019 r., w porównaniu z około 8,4% na koniec ubiegłego roku.** Zatem zarówno trendy w postaci zmiany liczby klientów biur podróży jako liczby ogółem, jak i struktura wycieczek wydają się być kluczowe dla założeń zmiany wolumenów w RBW. Kolejnym istotnym czynnikiem może być nie tylko indywidualna liczba osób, ale także to, ile każda z nich wyjeżdża na wakacje w ciągu roku. W związku z tym wydaje się, że czynniki w postaci ogólnego wzrostu liczby osób korzystających z usług biur podróży, a także wzrostu wzorca podróży zagranicznych i wzrostu wydatków na wakacje na osobę, mogą skutkować wzrostem całkowitej wartości rynku i przesunięciem wolumenów do największych biur podróży specjalizujących się w tej ofercie. **W związku z tym obecnie dość komfortowo czujemy się z założeniem wzrostu liczby klientów / sprzedanych wycieczek w ciągu najbliższych kilku lat na poziomie około CAGR: +6-7%.**

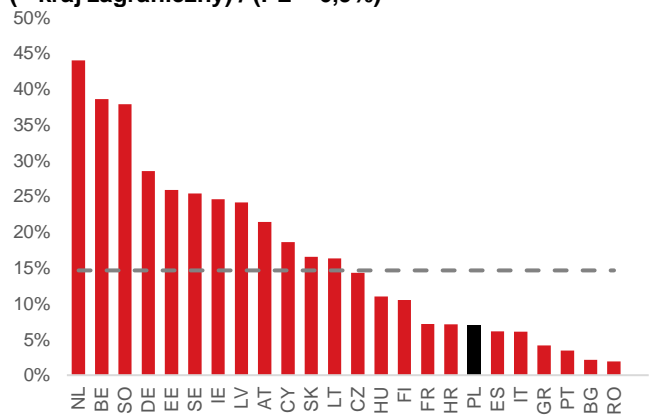


Średnia liczba nocy spędzonych za granicą na mieszkańca w wieku co najmniej 15 lat (PL =3,8x)

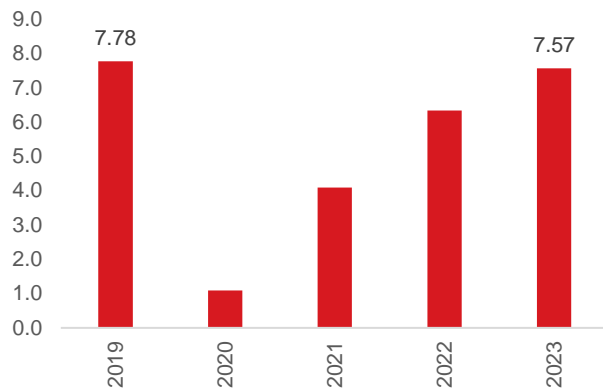


Source: Eurostat, Pekao Equity Research

Osoby uczestniczące w turystyce w celach osobistych według długości pobytu (> 4 dni) i miejsca docelowego (= kraj zagraniczny) / (PL = 6,9%)

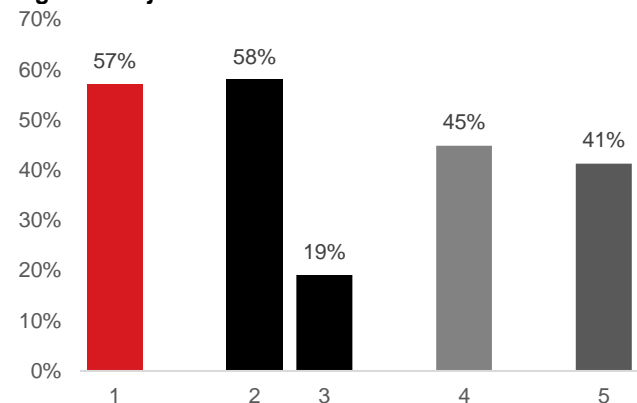


Liczba klientów biur podróży w Polsce w latach 2019-23



Źródło: Eurostat, GUS, Spółka Pekao Equity Research

Zmiana przeciętnego wynagrodzenia/miesiąc w Polsce vs. zmiana cen w Polsce vs. koszt wycieczki zagranicznej w latach 2019-24e



Skrót: NL: Holandia, SE: Szwecja, IE: Irlandia, CY: Cypr, BE: Belgia, DE: Niemcy, FI: Finlandia, SI: Słowenia, AT: Austria, MT: Malta, EE: Estonia, LT: Litwa, CZ: Czechy, LV: Łotwa, SK: Słowacja, PL: Polska, HU: Węgry, FR: Francja, ES: Hiszpania, HR: Chorwacja, PT: Portugalia, IT: Włochy, GR: Grecja, BG: Bułgaria, RO: Rumunia.

1: Średnie wynagrodzenie w Polsce, 2: Skumulowana inflacja w kategorii "Hotele i restauracje" w Polsce, 3: Skumulowana inflacja w kategorii "Hotele-Kawiarnie-Restauracje" w Grecji, 4: Szacowana zmiana cen wycieczek w RBW (ogółem), 5: Ceny paliwa lotniczego

Prognoza cen wycieczek i liczby sprzedanych wycieczek na kolejne kwartały.

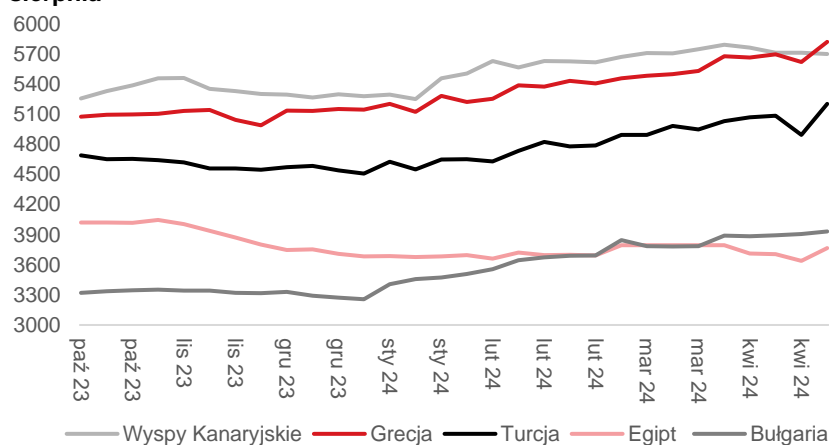
Przedsprzedaż wycieczek z oferty sezonowej "Lato 2024" (wycieczki realizowane w miesiącach kwiecień-październik 2024 r.) od rozpoczęcia przedsprzedaży do 30.04.2024 r. wyniosła 307.619 osób (+25,3% r/r / nom: +62 tys.). Przedsprzedaż "Lato 2023" do 15.05.2023: 270 170 osób (+43,4% r/r / nom: +81 tys.). W ubiegłym roku liczba klientów wyniosła około 636 tys. osób (+26% r/r / nom. +130 tys.). Przypomnienie ubiegłorocznych danych przed rozpoczęciem sezonu (pod koniec czerwca 2023 r.): Przedsprzedaż wycieczek objazdowych z oferty sezonowej "Lato 2023" (wycieczki realizowane w miesiącach kwiecień-październik 2023 r.) od rozpoczęcia przedsprzedaży do 30 czerwca 2023 r. wyniosła 365 531 osób (+29,2% r/r) / (vs +44% r/r w połowie V'23). Ponadto statystyki wyglądają następująco (na podstawie raportu niefinansowego za 2023 r.):termin rezerwacji powyżej 3 m-cy przed datą wylotu: 26,11% rezerwacji (w 2021 roku: 12,5%);



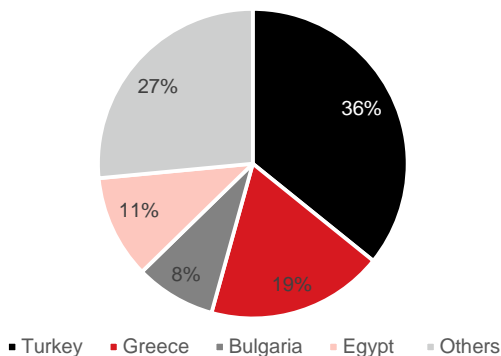
- **termin rezerwacji ponad 3 miesiące przed datą wylotu: 34% rezerwacji (2022: 26% i 2021: 12,5%);**
- termin rezerwacji powyżej 2 miesięcy do 3 miesięcy przed datą wylotu: 11% rezerwacji (w 2022 r.: 13%);
- termin rezerwacji powyżej 1 miesiąca do 2 miesięcy przed datą wylotu: 17% rezerwacji (w 2022 r.: 21%);
- termin rezerwacji od 11 do 31 dni przed datą wylotu: 21% rezerwacji (w 2022 r.: 22%);
- termin rezerwacji do 10 dni przed datą wylotu: 17% rezerwacji (w 2022 r.: 18%).

Jeśli chodzi o miesiące w roku kalendarzowym z największą liczbą rezerwacji, to według zestawienia przygotowanego przez travelplanet.pl w 2023 roku są to lipiec (12,7% rezerwacji), sierpień (12% rezerwacji) i czerwiec (10% rezerwacji). Dane wyraźnie wskazują na wzrost znaczenia sprzedaży "first minute" w stosunku do sprzedaży "last minute", co może mieć wpływ na politykę cenową w bieżącym sezonie. Ponadto należy zauważyć, że popyt prawdopodobnie dorównuje lub nawet przewyższa podaż (ilość ofert przygotowanych przez biura podróży). Ogólnie rzecz biorąc, jest to pozytywny trend dla sektora. Podsumowując, w całym roku spodziewamy się wzrostu wolumenu sprzedaży o około +16% r/r. Zmianę poziomu cen wycieczek szacujemy na podstawie struktury destynacji i odnotowujemy wzrost o około +3-4% rok do roku. Statystyka ta wygląda interesująco w odniesieniu do wzrostu kosztów wycieczek w sektorze na poziomie marży produktowej. Nasze oczekiwania na ten rok dotyczyły raczej "normalizacji" marży brutto, ale wydaje się, że otoczenie jest ponownie bardziej korzystne dla branży.

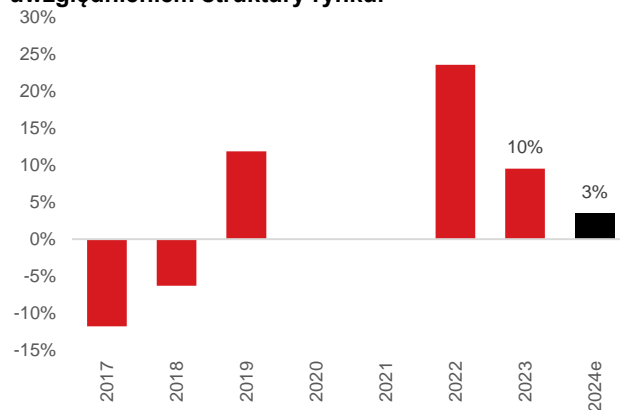
Średnie ceny wycieczek na głównych kierunkach z wylotami w pierwszym tygodniu sierpnia



Struktura wyjazdów klientów na podstawie głównych kierunków w 2023 roku (%)



Oszacowanie zmiany cen wycieczek w 2024 r. z uwzględnieniem struktury rynku.



Zródło: Spółka, Pekao Equity Research na podstawie raportu niefinansowego spółki + na podstawie Instytut Badań Rynku Turystycznego Traveledata

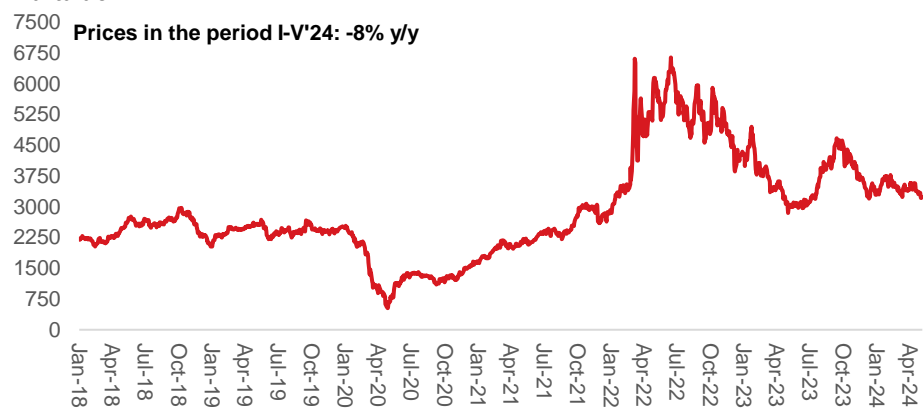


Czy możliwe będzie utrzymanie zeszłorocznej wysokiej marży brutto w sprzyjającym otoczeniu rynkowym? Główne kategorie kosztów pozostają potencjalnie korzystne dla sektora, aby osiągnąć wysokie marże brutto. Ceny wycieczek powróciły do trendu wzrostowego w porównaniu z poprzednim rokiem. Skala pozytywnego wpływu może być mniejsza niż w ubiegłym roku, ale ponownie sektor może zmierzać w kierunku, w którym ceny wycieczek rok do roku mogą być takie same lub nieco wyższe niż koszty wycieczek. **W naszym bazowym scenariuszu zakładamy marżę brutto na poziomie około 14% (-2,6 pp r/r).** Jednak, podobnie jak w ubiegłym roku, zwracamy uwagę, że uważamy to założenie za konserwatywne i obecnie większość czynników może sprzyjać możliwości uzyskania wyższej marży brutto. W poniższej tabeli prezentujemy nasze szacunki rozkładu głównych kosztów i próbę korekty trajektorii zmian w każdej kategorii w oparciu o dane rynkowe i ceny spot (paliwo w PLN i pozostałe koszty w walucie). **Analiza wrażliwości wskazuje (ceteris paribus), że każde odchylenie marży brutto o +/- 1 p.p. to wpływ na wynik netto rzędu 30-32 mln PLN.**

Teoretyczne zmiany marż handlowych / na produkcie (p.p. r./r.) z dynamiką zmian CPI (cen produktów na rynku) i PPI (głównych kosztów). (założenia wew. / eksperckie).

CPI vs PPI i poziom marży brutto na sprzedaży (%)	2019	2022	2023	2024p
Przychody ze sprzedaży (2019=100 / efekt cenowy):	100	132	145	145
- Change in travel tours prices in the market (based on market KWS):	86	32%	10%	0%
		118	121	125
y/y		37%	2%	3%
1) Koszty związane z transportem (m.in. paliwo / 45% w KWS)	38.8	68.0	67.6	68.3
y/y		75%	-1%	1%
2) Koszty związane z zakwaterowaniem (m.in. hotele / 45% w KWS)	38.8	40.8	43.2	45.8
y/y		5%	6%	6%
3) Pozostałe (~10% w KWS)	8.6	9.5	10.0	10.5
y/y		10%	5%	5%
Zysk brutto na sprzedaży	13.7	14.1	24.1	20.3
Marża brutto na sprzedaży (%)	13.7%	10.6%	16.6%	14.0%
		p.p. y/y vs 2019	-3.0%	6.0%
			2.9%	-2.6%
		assumption in the model in P&L		14.0%

Cena paliwa lotniczego 'European Jet CIF NWE Cargo Spot' (PLN/t) oraz średnia cena w poszczególnych kwartałach.



Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research, *koszt własny sprzedaży, Spółka

W strukturze kosztów produktu koszt przewozu lotniczego może stanowić około 45-50%, z czego około 1/3 to koszt paliwa lotniczego (~15% w KWS), a reszta to koszty ECTS i opłaty około lotnicze. Druga istotna kategoria to koszt hoteli który wynosi około 45%. W ostatnich miesiącach widać spadek cen paliwa lotniczego i silne umocnienie PLN.

Podsumowując, pomimo znacznego wzrostu prognoz finansowych na ten rok i kolejne lata, jak widać wiele założeń modelowych można określić jako konserwatywne w obecnym otoczeniu rynkowym. Pod względem wolumenów rynek powinien ponownie osiągnąć rekordowe poziomy, efekt cenowy powinien być znacznie mniejszy niż w poprzednich

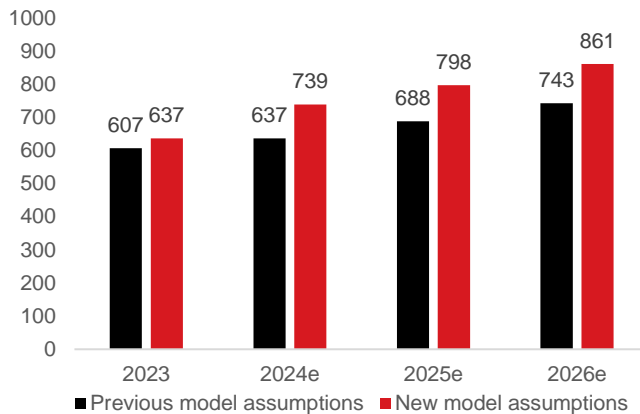


latach, a nawet przy "normalizacji" marż poziom wyników operacyjnych powinien być na dobrym poziomie. Poziom realnego dochodu do dyspozycji powrócił do wzrostu, konsumenci znacznie się delewarują, a koszt kredytu prawdopodobnie nie będzie wyższy niż obecnie. Perspektywy dla siły nabywczej konsumentów są zatem co najmniej pozytywne. Ponadto zmiana w strukturze podróży krajowych i międzynarodowych powinna przynieść korzyści największym biurom podróży. **W związku z tym jesteśmy obecnie dość zadowoleni z założenia wzrostu liczby klientów / sprzedanych wycieczek w ciągu najbliższych kilku lat na poziomie około +6-7% CAGR.** Czynniki ryzyka obejmują potencjał zwiększonej aktywności konkurencyjnej w przypadku znacznego wzrostu marż operacyjnych i poprawy zwrotu z kapitału, co może prowadzić do chęci konkutowania o udział w rynku. Jednak pod względem bilansu spółka również wygląda bardzo dobrze, ponieważ zakładamy, że nawet pomimo wyższych nakładów inwestycyjnych i wypłaty dywidendy, **pozycja gotówkowa jest silna (FCF'24e IAS 17: 63 mln zł).**

Dane operacyjne do modelu	2019	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Liczba uczestników imprez turystycznych (tys. osób)	491	506	637	739	798	861
r./r.	-3%	51%	26%	16%	8%	8%
Przychód per uczestnik (lub per wycieczka / PLN)	3534	4677	5122	5122	5224	5329
r./r.	12%	24%	10%	0%	2%	2%
Przychody ze sprzedaży imprez turystycznych (mln PLN)	1735	2366	3261	3782	4167	4590
r./r.	10%	86%	38%	16%	10%	10%
Koszty per uczestnik (PLN)	-3069	-4228	-4313	-4445	-4535	-4629
r./r.		38%	2%	3%	2%	2%
Zysk brutto na sprzedaży (mln PLN)	239	255	547	534	589	654
Marża brutto nas sprzedaży (%)	13.8%	10.8%	16.8%	14.1%	14.1%	14.3%
pp. y/y	2.3%	-0.7%	6.0%	-2.7%	0.0%	0.1%
r./r.	31%	75%	115%	-2%	10%	11%

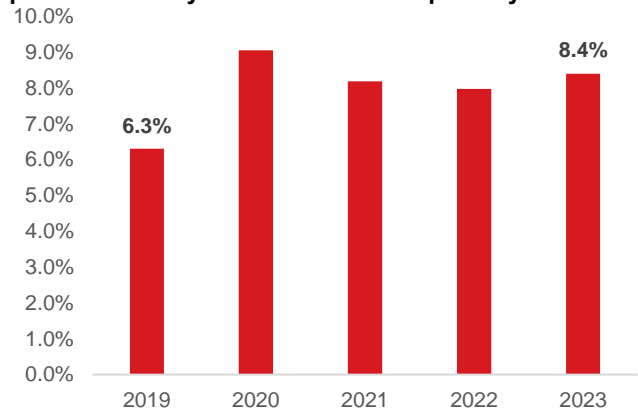
Źródło: Pekao Equity Research, Spółka

Liczba klientów (tysiące osób)



Źródło: Pekao Equity Research, Spółka

Szacowany udział Rainbow Tours w rynku (%). Na podstawie liczby klientów w biurach podróży.





Wybrane czynniki ryzyka

Poniżej przedstawiamy wybrane czynniki ryzyka, które mogą wpływać na nasze prognozy, wycenę oraz zachowanie się kursu akcji Rainbow Tours.

Agresja wojskowa Federacji Rosyjskiej na terytorium Ukrainy poczynając od 24 lutego 2022 r. i wywołany nią konflikt zbrojny. Chociaż oferta produktowa realizowana przez Rainbow Tours na terytorium Rosji lub Ukrainy miała nieznaczący wolumen (głównie wycieczki objazdowe) i nie stanowiła istotnego udziału w realizowanej sprzedaży, konflikt ten może mieć negatywny wpływ na działalność i wyniki spółki. Utrzymujące się długookresowo lub średnioterminowo niekorzystne poziomy cen na rynku paliwowym mogą negatywnie wpływać na popyt i marże osiąganą przez spółkę. Dodatkowo, potencjalna destabilizacja i wzrost kursów na rynku walutowym, w tym w szczególności w odniesieniu do osłabienia złotego polskiego (PLN) w odniesieniu do walut rozliczeniowych: dolara amerykańskiego (USD) i euro (EUR), może negatywnie wpływać na wyniki.

Otoczenie makroekonomiczne i nastroje konsumenckie. Pogorszenie w otoczeniu makroekonomicznym bądź nastrojach konsumenckich może negatywnie wpłynąć na decyzje/budżety wyjazdowe Polaków.

Otoczenie konkurencyjne. Bardziej agresywna walka o udziały rynkowe może negatywnie wpłynąć na wolumeny bądź realizowane marże. Potencjalnym ryzykiem byłoby również relatywne zwiększenie atrakcyjności oferty tanich linii lotniczych.

Ryzyko walutowe (EUR i USD). Ekspozycja na ryzyko walutowe wynika z rozliczeń z dostawcami w walutach obcych (płatności za hotele głównie w EUR i część oferty zimowej w USD; płatności za czartery w USD), podczas gdy sprzedaż wycieczek odbywa się w PLN. Niekorzystne zmiany kursów w okresie pomiędzy płatnościami do dostawców a wpływami od klientów mogą obniżać rentowność.

Ryzyko wzrostu ceny na rynku paliwowym. Nagłe i gwałtowne wzrosty lokalnie mogą wpłynąć na rentowność wycieczek. W dłuższej perspektywie wzrosty cen ropy na rynkach światowych przekładają się na wzrost cen wycieczek, co tworzy ryzyko dla strony popytowej. Standardowo, w ramach umowy czarterowej linia lotnicza stosuje średnią cenę paliwa sprzed dwóch miesięcy.

Ryzyko większej niż zakładana presji kosztowej, zwłaszcza z tytułu rosnących wynagrodzeń.

Ryzyko związane z sezonowością sprzedaży. Największy popyt przypada na wycieczki w 2. i 3. kwartale. Spółka jest narażona na ryzyko niezapełnienia samolotów czy niesprzedania zakontraktowanych miejsc hotelowych.

Ryzyko związane z inwestycjami w działalność hotelową w Grecji. Obecne i planowane przyszłe inwestycje w rozwój greckiej sieci hoteli White Olive są obarczone ryzykiem przekroczenia planowanych wydatków, poniesienia strat, nieoptymalnego obłożenia lub opóźnienia realizacji oczekiwanych zysków.

Ryzyko pogorszenia sytuacji polityczno-społecznej / katastrof w kluczowych destynacjach, ryzyko związane z czynnikiem pogodowym. Wszelkie tragiczne wydarzenia czy anomalie pogodowe mogą bezpośrednio wpływać na popyt na usługi turystyczne w danym regionie.

Kolejna fala pandemii COVID-19. Przywrócenie restrykcji w ruchu lotniczym, obawy konsumentów przed zorganizowanym podróżowaniem.



Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	2393	3293	3817	4206	4641	4996
Zysk brutto na sprzedaży	255	547	534	589	654	709
Koszty SG&A	-221	-332	-381	-434	-491	-537
Pozostała działalność operacyjna	-1	0	-4	-4	-4	-4
EBITDA	54	237	171	175	186	197
EBIT	33	215	149	151	160	169
Saldo na działalności finansowej	-4	0	3	2	0	0
Zysk przed opodatkowaniem	29	215	152	153	160	169
Podatek dochodowy	-6	-42	-29	-29	-30	-32
Zysk netto jednostki dominującej	21	173	122	123	128	136
EPS (PLN)	1.5	11.9	8.4	8.5	8.8	9.3

Bilans (mln PLN)	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa obrotowe	439	642	685	718	757	786
Środki pieniężne i ekwiwalenty	142	276	244	240	237	232
Pozostałe	296	367	441	479	520	554
Aktywa trwałe	287	341	379	415	443	470
Rzeczowe aktywa trwałe	195	202	240	275	304	331
Pozostałe	93	139	139	139	139	139
Aktywa (razem)	726	983	1064	1133	1200	1256
Kapitał własny	112	207	224	267	314	365
Zobowiązania długoterminowe	134	75	80	93	77	58
Kredyty bankowe i pożyczki MSR	59	21	26	39	23	4
Pozostałe	75	54	54	54	54	54
Zobowiązania krótkoterminowe	439	659	717	730	766	790
Kredyty bankowe i pożyczki	40	19	23	35	21	4
Pozostałe	398	640	694	695	745	786
Kapitał własny i zobowiązania (razem)	726	983	1 064	1 133	1 200	1 256
Dług netto MSR17	-44	-236	-195	-165	-193	-224
Dług netto IFRS 16	20	-151	-110	-80	-108	-139

Przepływy pieniężne (mln PLN)	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Zysk netto	21	173	122	123	128	136
Amortyzacja	19	22	22	22	24	26
Pozostałe (włączając kapitał obrotowy)	42	62	-21	-34	11	9
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	83	256	123	111	164	171
Nakłady inwestycyjne	-26	-35	-50	-50	-45	-45
Pozostałe	-6	-16	0	0	0	0
Przepływy pieniężne z działalności	-20	-19	-50	-50	-45	-45
Dywidenda	-22	-19	-105	-81	-81	-85
Pozostałe	18	-85	0	15	-40	-46
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-4	-104	-105	-66	-122	-131
Przepływy pieniężne netto	58	133	-32	-4	-3	-5
Środki pieniężne na koniec okresu	142	276	244	240	237	232
DPS (PLN)	1.50	1.29	7.20	5.54	5.59	5.82

Zmiana rdr	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	87%	38%	16%	10%	10%	8%
EBITDA	-	-	-28%	2%	6%	6%
EBIT	-	555%	-31%	1%	6%	6%
Zysk netto	-	704%	-29%	1%	4%	6%
EPS	-	704%	-29%	1%	4%	6%

Wskaźniki rentowności	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Marża brutto na sprzedaży	10.6%	16.6%	14.0%	14.0%	14.1%	14.2%
Marża EBIT	1%	6.5%	3.9%	3.6%	3.4%	3.4%
Marża netto	1%	5.2%	3.2%	2.9%	2.8%	2.7%
ROE	17%	20%	57%	57%	50%	44%

Wskaźniki	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
BVPS (PLN)	7.69	14.22	15.41	18.34	21.57	25.08
Dług netto/EBITDA	-	-	-	-	-	-
Dług brutto/Kapitał własny	88%	19%	22%	28%	14%	2%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research



Key Data	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Revenue	1279	2393	3293	3817	4206	4641	4996
Gross Margin %	11.4%	10.6%	16.6%	14.0%	14.0%	14.1%	14.2%
EBIT	20	33	215	149	151	160	169
EBITDA	39	54	237	171	175	186	197
Net income Adj+	17	21	173	122	123	128	136
EPS adjusted	1.19	1.48	11.88	8.39	8.47	8.82	9.33
BPS	7.4	7.7	14.2	15.4	18.3	21.6	25.1
DPS	0.0	1.5	1.3	7.2	5.5	5.6	5.8
ROE	17.2%	19.5%	108.4%	56.6%	50.2%	44.2%	40.0%
ROA	12.6%	15.3%	16.4%	18.8%	19.0%	19.0%	18.0%
Net Debt	38	20	-151	-110	-80	-108	-139
Depreciation & Amortization	19	22	22	22	24	26	28
Free Cash Flow	101	57	221	73	61	119	126
CAPEX	-44	-26	-35	-50	-50	-45	-45



NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ UKOŃCZONY W DNIU 10 MAJA O GODZ. 08:20 CET.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ OPUBLIKOWANY W DNIU 10 MAJA 2024 O GODZ. 08:27 CET.

PRZED PUBLIKACJĄ TREŚĆ RAPORTU NIE BYŁA UDOSTĘPNIANA ŻADNEMU Z PODMIOTÓW, KTÓRYCH DOTYCZY

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA PUBLIKACJĘ:

Biuro Maklerskie Pekao (BM) jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Polska Kasa Opieki S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa, Polska. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa, jest wpisany do rejestru przedsiębiorców w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, KRS: 0000014843, NIP: 526-00-06- 841, REGON: 000010205, kapitał zakładowy (opłacony w całości) w wysokości: 262 470 034 zł.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością BM jest Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa, Polska. BM podlega regulacjom Komisji Nadzoru Finansowego, a także niektórych innych organów regulacyjnych w Unii Europejskiej.

Niniejsza analiza inwestycyjna („Raport”) została przygotowana przez BM w ramach **Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.** („Program”). Informacje dotyczące Programu dostępne są pod adresem <https://www.gpw.pl/gpwpa>. Prawa autorskie do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Z tytułu sporządzenia Raportu BM będzie przysługiwało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na zasadach wskazanych w umowie zawartej pomiędzy BM a Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Niniejsza analiza inwestycyjna jest publiczna, nie jest ogólną poradą inwestycyjną, ani rekomendacją inwestycyjną świadczoną w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego, ani częścią usługi zarządzania portfelem instrumentów finansowych. BM, w związku z wydaniem analizy inwestycyjnej, nie ustala profilu inwestycyjnego Klienta, w tym nie weryfikuje jego wiedzy i doświadczenia, jego sytuacji finansowej i celów inwestycyjnych ani nie dokonuje oceny odpowiedniości usługi.

Analiza inwestycji opiera się na informacjach uzyskanych z publicznych źródeł informacji, które uważamy za wiarygodne, ale za ich kompletność i dokładność nie ponosimy żadnej odpowiedzialności. Wszystkie szacunki, projekcje, prognozy i opinie zawarte w niniejszej analizie inwestycyjnej stanowią niezależny osąd analityków na dzień publikacji. Zastrzegamy sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym momencie bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do nieaktualizowania tych informacji lub całkowitego zaprzestania ich udostępniania bez uprzedzenia.

Niniejsza analiza inwestycyjna służy wyłącznie do celów informacyjnych i nie stanowi części oferty kupna, sprzedaży lub subskrypcji jakiegokolwiek instrumentu finansowego na jakimkolwiek rynku finansowym. Nie stanowi też reklamy.

BM nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie analizy inwestycyjnej. Analiza inwestycyjna nie daje jakiegokolwiek gwarancji, że dana strategia, czy projekcja cenowa jest właściwa dla konkretnego Klienta, a korzystając z niej nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych niż przedstawione czynniki ryzyka. Omawiane instrumenty finansowe mogą podlegać wahaniom pod względem ceny lub wartości. Inwestorzy mogą odzyskać mniej, niż zainwestowali. Zmiany kursów walutowych mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Ponadto wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Ryzyko związane z inwestycją w omawiany instrument finansowy nie zostało w całości wyjaśnione w niniejszym dokumencie. Korzystanie z usług BM wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, szczegółowo opisanym na stronie internetowej www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie

INFORMACJE DOTYCZĄCE REKOMENDACJI:

Niniejsza analiza inwestycyjna ma charakter rekomendacji o charakterze ogólnym.

Niniejsza rekomendacja jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia UE 2017/565 i została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych.

Wykaz wszystkich rekomendacji inwestycyjnych wydanych przez BM w okresie ostatnich 12 miesięcy, informacja o odsetku wszystkich rekomendacji inwestycyjnych stanowiących rekomendacje „kup”, „trzymaj”, „sprzedaj” lub równoważne z okresu ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie rekomendacji, które można przypisać każdej z powyższych kategorii, znajduje się pod adresem: www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/ratings

Niniejszy dokument nie może być rozpowszechniany w Australii, Kanadzie, Japonii lub Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii ani na obszarze żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie właściwych przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

UJAWNIEŃ W OBREBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW:

Obecne potencjalne konflikty interesów dotyczą następujących emitentów (patrz definicja kluczy poniżej):

AB S.A. 3; Alior 3; Allegro 3; Astarta S.A. 3; Asseco Poland 3, 4; CCC 3; CD Projekt 3, 4; Cyfrowy Polsat 3, 4; Dino Polska 3; ENEA 3; ENERGA 3; GPW 3, 4; JSW 3; KGHM 3; LPP 3; Lotos 3; LW Bogdanka 4; mBank 4; Mercator 3; Orange Polska 3, 4; PGE 3; PGNiG 3, 4; PKN Orlen 3; PKO BP 3; PKP Cargo 4; Play 3; Santander Bank Polska 3; Tauron PE 3; Stalprodukt S.A. 3, WP Holding 4;

Słownik:

Klucz 1: Emitent posiada co najmniej 5% kapitału zakładowego Banku Pekao S.A.

Klucz 2: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy była głównym managerem lub co-lead managerem (gwarantem lub współgwarantem) w ciągu ostatnich 12 miesięcy publicznej oferty instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 3: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w zakresie instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 4: Analizowana firma oraz BM i/lub powiązana z nimi osoba prawna zawarły umowę świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych.

Klucz 5: Analityk lub osoba z nim powiązana zasiada w radzie nadzorczej / zarządzie emitenta.

Klucz 6: BM posiada pozycję długą netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Klucz 7: BM posiada pozycję krótką netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Analitycy mogą odnosić się do jednej lub kilku firm w swoich analizach. W niektórych przypadkach analizowani emitenci aktywnie dostarczali informacji do tej analizy. Analiza inwestycyjna nie została ujawniona żadnemu emitentowi papierów wartościowych przez datę jej pierwszej publikacji.

Wynagrodzenie BM lub osób pracujących dla BM, które brały udział w sporządzaniu rekomendacji, nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami w zakresie usług BM określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub innego rodzaju transakcjami, które wykonuje BM lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy, lub nie jest związane z opłatami i prowizjami, które otrzymuje BM lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy.

Informacja o posiadaniu instrumentów finansowych lub ich instrumentów pochodnych przez osoby uczestniczące w procesie sporządzania rekomendacji inwestycyjnych lub informacja, że osoba rekomendująca nie posiada takich instrumentów:

Imię i nazwisko	Stanowisko	Instrument	Liczba akcji	Pozycja (długa/krótka)	Średnia cena transakcji	Daty transakcji
Dariusz Dziubiński	Ekspert, Analityk	Rainbow Tours	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

BM i/lub inna osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy kapitałowej może regularnie handlować akcjami analizowanej spółki. BM i/lub inne powiązane z nim osoby prawne mogą posiadać otwarte pozycje o znacznej wartości na akcjach analizowanej spółki lub na instrumentach pochodnych takich akcji. Bank i inne osoby prawne z Grupy Pekao mogły udzielić analizowanej spółce znacznych kredytów. BM i/lub inne powiązane osoby prawne mogą mieć znaczący interes finansowy związany z analizowaną spółką lub mogą mieć taki interes w dowolnym momencie w przyszłości. W związku z tym, że BM i/lub inna osoba prawna są uprawnieni, z zastrzeżeniem obowiązującego prawa, do dokonywania takich czynności w dowolnym momencie w przyszłości, które mogą prowadzić do zaistnienia znaczącego interesu finansowego, do celów niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub jakakolwiek powiązana osoba prawna faktycznie wykona takie działania, które mogą doprowadzić do zaistnienia znaczącego interesu finansowego w odniesieniu do analizowanej spółki.

Analizowana spółka i BM i/lub jakakolwiek osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy mogły zawrzeć umowę dotyczącą świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w ciągu ostatnich 12 miesięcy, w zamian za co BM i/lub taka osoba prawna będąca częścią tej samej grupy otrzymała wynagrodzenie, przyrzeczenie zapłaty lub zamierza to uczynić. W związku z tym, że BM i/lub każda osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy jest uprawniona do zawarcia, zgodnie z obowiązującym prawem, umowy o świadczenie usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B Załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z analizowaną spółką w dowolnym momencie w przyszłości i mogą otrzymać wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty, na potrzeby niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub każda osoba prawna należąca do tej samej grupy faktycznie zawarła takie umowy i faktycznie otrzymała takie wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty.

Aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić, BM i/lub inna osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy ustaliła bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez dział zgodności. Powstające konflikty interesów są zarządzane przez bariery prawne i fizyczne oraz niefizyczne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednym obszarem / działem BM i/lub innymi powiązanymi z nimi osobami prawnymi. W szczególności jednostki bankowości inwestycyjnej, w tym finansów przedsiębiorstw, działalność na rynku kapitałowym, doradztwo finansowe i inne działania związane z pozyskiwaniem kapitału, są oddzielone fizycznymi i niefizycznymi barierami od jednostek sprzedażowych, a także od działu analiz inwestycyjnych. Ujawnienia znanych i potencjalnych konfliktów interesów są zamieszczone w analizach inwestycyjnych. Analitycy są na bieżąco nadzorowani i zarządzani przez osoby, które nie są odpowiedzialne za działalność w zakresie bankowości inwestycyjnej, w tym za działalność w zakresie finansów przedsiębiorstw lub inną działalność związaną z oferowaniem papierów wartościowych.

METODY STOSOWANE DO FORMUŁOWANIA ZALECEŃ INWESTYCYJNYCH:

Nasze wyceny przedsiębiorstw oparte są na dwóch metodach wyceny, wybranych spośród następujących: model dyskontowy, model oparty na analizie porównawczej lub metoda wyceny wartości aktywów.

Modele dyskontowe charakteryzują się jednoczesnym i kompleksowym uwzględnianiem kluczowych determinant wartości wewnętrznej, np. operacyjne przepływy pieniężne, nakłady inwestycyjne, koszt kapitału (WACC). Są teoretycznie atrakcyjne i zapewniają bezpośrednie obliczenie wartości przedsiębiorstwa. Jednak wyceny modeli dyskontowych są bardzo wrażliwe na zmiany założeń, szczególnie stopy wolnej od ryzyka i końcowej stopy wzrostu. Ponadto prognozy nie są pewne - nieprzewidziane przyszłe zdarzenia mogą spowodować, że prognozy dochodów lub zysków będą nieaktualne.

Analiza porównawcza oparta jest na analizie mnożników wyceny danego przedsiębiorstwa względem innych podobnych przedsiębiorstw z branży. Wśród mocnych stron modeli mnożników możemy wyróżnić ich prostotę, ponieważ są one łatwe do obliczenia i zrozumienia. Ponadto do wyceny wybierane są tylko kluczowe statystyki dla inwestorów. Z drugiej strony mnożniki oparte są na danych historycznych lub prognozach krótkoterminowych. Wyceny oparte o mnożniki nie będą zatem w stanie uchwycić różnic w przewidywanej wydajności w dłuższej perspektywie. Ponadto może być problematyczne wybranie odpowiedniej grupy porównawczej.

Metody oparte o wyceny wartości aktywów mogą być stosowane, nawet jeśli firma ma krótki rejestr zysków lub jej przyszłe istnienie jest niepewne. Określenie wartości rynkowej niektórych aktywów, zwłaszcza wartości niematerialnych, może być jednak trudne. Ponadto modele oparte na aktywach nie uwzględniają przyszłych zmian wyników finansowych ani nie zawierają pozycji pozabilansowych, takich jak know-how.

Zalecenia inwestycyjne dotyczą generalnie horyzontu 12-miesięcznego. Jednak podlegają one również warunkom rynkowym i mogą stanowić jedynie wskazówkę. W rzeczywistości ceny docelowe mogą być osiągnięte szybciej lub wolniej niż oczekiwano lub wymagać korekty w górę lub w dół. W tabelach i na wykresach w całym niniejszym raporcie lata oznaczamy literą „E” w celu wskazania, że przedstawione liczby są prognozami i szacunkami.

Definicje oznaczeń (zaleceń) zawartych w rekomendacjach fundamentalnych:

Obecnie używamy trzypoziomowego systemu rekomendacji dla akcji objętych naszym pokryciem analitycznym: Kup, Trzymaj lub Sprzedaj (definicje poniżej):

Zalecenie **Kupuj** stosujemy wtedy się, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy jest wyższy niż 15%.

Zalecenie **Trzymaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy mieści się w zakresie od 0% do 15%.

Zalecenie **Sprzedaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy jest ujemny.

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:

Zastrzeżone: rating i / lub prognozy finansowe i / lub cena docelowa nie są ujawniane ze względu na względy regulacyjne, takie jak okres zamknięty lub konflikt interesów.

W okresie przejściowym: Ze względu na zmiany w zespole analitycznym wydawanie zaleceń dot. akcji i/lub ceny docelowej jest czasowo zawieszona. Spółka pozostaje w uniwersum analitycznym, a opracowania analityczne zostaną wznowione w odpowiednim czasie.

W trakcie przeglądu: rekomendacja inwestycyjna i/lub prognozy finansowe i/lub cena docelowa są w tej chwili poddawane przeglądowi przez analityka i nie należy polegać na poprzedniej rekomendacji i/lub prognozach finansowych i/lub cenie docelowej.

Brak ocen: nie wydajemy zaleceń dotyczących danej spółki i nie planujemy ich wydawać w dającej się przewidzieć przyszłości.

WYJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ STOSOWANEJ W OPRACOWANIU:

C/Z lub P/E – wskaźnik „Cena/Zysk” lub „Price/Earnings” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do wyniku netto emitenta instrumentu finansowego.

C/WK lub P/B – wskaźnik „Cena/Wartość Księgową” lub „Price/Book Value” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do bilansowej wartości księgowej kapitałów własnych przedsiębiorstwa.

EPS – „Earnings per Share”, czyli zysk netto na jedną akcję.

BVPS – „Book Value per Share”, czyli wartość księgowa na jedną akcję.

FWD – „Forward” - oznacza wskaźnik (np. C/Z) wyliczony na podstawie oczekiwanych wyników.

DPS – „Dividend per Share”, tj. dywidenda na akcję.

DY – „Dividend Yield”, tj. Stopa dywidendy, wskaźnik liczony jako dywidenda na akcję podzielona przez aktualną cenę akcji.

EBIT – „Earnings Before Interest and Taxes” to wynik operacyjny emitenta instrumentu finansowego.

EBITDA - „Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji.

EV/EBITDA – “Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to kapitalizacja giełdowa spółki (Cena x liczba akcji) powiększona o wartość długu finansowego netto oraz wartość udziałów akcjonariuszy mniejszościowych podzielona przez wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji aktywów spółki.

NWZA – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy