

## Rainbow Tours

### Wakacje jednak bardziej gorące?

Wzrost wolumenów nadal przesuwają trajektorię znormalizowanych zysków w górę. Dane lekko powyżej założeń przed sezonem. W zeszłym roku liczba klientów wyniosła około 636 tys. (+26% r./r.). Ponadto w tym roku nie ma efektu "normalizacji" na rynku, a wzrost oferty przedsprzedażowej pozostaje silny. **Oznacza to, że podnosimy nasze założenie wolumenu (ponownie) na ten rok o około +2-3 pp. do 756 tys. (+19% r./r. / nom. +120 tys. vs +131 tys. w 2023 r.).** Dane o przedsprzedaży na „Lato 2024” na koniec maja są obiecujące i wskazują na realizację bardziej optymistycznego scenariusza (+25% r./r. / nom. +73k). 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. Wyniki po 1Q24 i bieżąca struktura kosztów napawa optymizmem przed kluczowym okresem.** Na początku maja nastąpił 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 poziom marży brutto może być ponownie wyższe niż zakładaliśmy wcześniej. W związku z czym rewidujemy w górę nasze oczekiwania na ten rok do poziomu marży brutto około 15.6% (-1.0 pp. y/y / +1.5 pp. y/y) 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 3.4% (wobec 2,9% poprzednio). **Te powody skłaniają nas do podtrzymania rekomendacji KUPUJ, a 12-miesięczną cenę docelową rewidujemy ponownie w górę do 155 PLN/akcja (+29%).** Silny bilans i znaczące poziomy FCF powinny pozwolić na wypłatę wysokiej dywidendy.

#### Podstawowe dane finansowe (mln PLN)

mIn PLN	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Sprzedaż	2393	3293	3908	4504	4970	5374
EBITDA IFRS 16	54	237	241	216	226	236
EBITDA IAS 17	42	227	231	207	217	226
EBIT	33	215	219	192	200	207
Zysk netto	21	173	181	158	162	168
EPS	1.48	11.88	12.44	10.84	11.13	11.55
FCF (%)	14.6%	38.8%	8.8%	6.4%	9.5%	9.9%
DY (%)*	0.0%	3.2%	7.7%	8.9%	7.8%	8.0%
P/E	14.1	3.1	8.4	9.6	9.4	9.0
EV/EBITDA	6.2	1.4	5.6	6.5	6.0	5.7

\*płatność zaliczki wsteczni 2024 r. □

Źródło: Spółka, BM Pekao □

NB: Historical multiples based on avg. prices. Source: Company, Pekao Brokerage Office

## Kupuj

(rekomendacja podtrzymana)

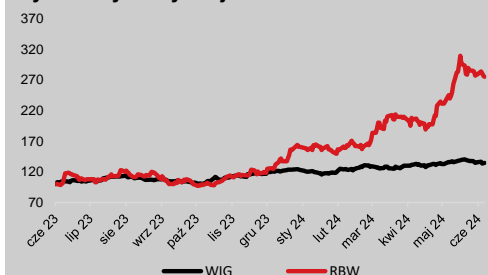
**Cena docelowa 155 PLN**

**Potencjał wzrostu 50%**  
Cena na 11 Czerwca 2024 103.0 PLN

**ESG rating C**

**Final ESG score 0.88**

#### Wykres siły relatywnej vs. WIG



#### WYDARZENIA KORPORACYJNE

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) 1520  
Liczba akcji (mln szt.) 14.552

#### Akcjonariat

S.Wysmyk 12,84%  
NN OFE 11,81%  
Flyoo Sp. z o.o. 8,8%  
Elephant Rock Fundacja Rodzina 7,5%  
Aironi Quattro Fundacja Rodzina 7,1%  
Generali OFE 6,9%

**Dariusz Dziubiński**

[dariusz.dziubinski@pekao.com.pl](mailto: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 ponownie nasze prognozy na ten rok (zysk netto w 2024e z 122 mln zł do 181 mln zł) i kolejne lata. W kolejnych latach zakładamy w modelu, że znormalizowany poziom marży netto może wynieść ok. 3,4% (wobec ok. 2,9% w poprzednich założeniach). Dane o przedsprzedaży oferty „Lato 2024” (=wolumeny), jak i poziom marży brutto z 1Q24 wraz z obecnymi tendencjami na cenach wycieczek jak i kosztach stwarzają po raz kolejny przestrzeń do rewizji naszych założeń w górę. 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” u 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. Główne założenia wskaźników KPI są następujące:

- **Liczba klientów w 2024e: ~756 tys. osób (+19% r/r / +2-3 pp. vs poprzednie założenia) vs (+25% y/y 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: +0.0% r/r (bez zmian) wobec +1-2% tego, co szacujemy na rynku w oparciu o wzrosty cen w poszczególnych destynacjach i z uwzględnieniem struktury wycieczek.**
- **Koszt jednej wycieczki: +1.0% (-2 pp. vs poprzednie założenia) r/r vs. +0-3% w oparciu o teoretyczne założenia podziału poszczególnych kosztów i trendów rynkowych. Oczekujemy obecnie w tym roku marży brutto na poziomie 15,6% (-1,1 pp. r/r / +1.5 pp. vs poprzednie założenia) w 2024p.** W dalszym ciągu mogą być to konserwatywne założenia.

### Rainbow Tours: zmiana prognoz finansowych

mln PLN	2024P			2025P			2026P		
	Obecnie	Poprzednio	Różnica (%)	Obecnie	Poprzednio	Różnica (%)	Obecnie	Poprzednio	Różnica (%)
Przychody ze sprzedaży	3908	3817	2%	4504	4206	7%	4970	4641	7%
Zysk brutto na sprzedaży	604	534	13%	630	589	7%	696	654	6%
Koszty SG&A	-381	-381	0%	-434	-434	0%	-492	-491	0%
Zysk netto na sprzedaży	223	153	46%	196	155	27%	204	163	25%
EBITDA	241	171	41%	216	175	24%	226	186	22%
EBIT	219	149	47%	192	151	27%	200	160	25%
Zysk netto	181	122	48%	158	123	28%	162	128	27%
MBnS (%)	15.5%	14.0%	1.5%	14.0%	14.0%	0.0%	14.0%	14.1%	-0.1%
Marża EBITDA (%)	6.2%	4.5%	1.7%	4.8%	4.2%	0.6%	4.6%	4.0%	0.5%
Marża EBIT (%)	5.6%	3.9%	1.7%	4.3%	3.6%	0.7%	4.0%	3.4%	0.6%
Marża netto (%)	4.6%	3.2%	1.4%	3.5%	2.9%	0.6%	3.3%	2.8%	0.5%

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 (%)	Zmiana
12M DCF	155.0	100%	29%
12M Wycena porównawcza	89.9	0%	34%
<b>12M cena docelowa</b>	<b>155.0</b>		29%
Obecna cena	103.0		
Potencjał zmiany względem aktualnej ceny (%)	50%		

Źródło: Pekao Equity Research

### Wycena DCF

**Podwyższamy naszą 12-miesięczną cenę docelową dla akcji Rainbow Tours do 155 PLN/akcję z 120 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): 5,7% (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:

- Zakładany większy wzrost liczby klientów w latach 2024-25e i kolejnych latach. Dodatkowo otoczenie w sektorze w dalszym ciągu jest sprzyjające dla realizowanego wyższego poziomu marży brutto. W raporcie w sekcji poświęconej parametrom modelu opisano zakres zmian.
- Wzrost marży EBIT w wartości końcowej o +0,3 pp. do 2,7%.
- WACC z 11,6% do 11,7% i 9,0% w wartości końcowej (bez zmian).
- Utrzymanie poziomu g na 3%.

#### Wskaźniki wyceny przy cenie docelowej (155 PLN):

PLN mn	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
FCF yield (%)		14.6%	38.8%	5.8%	4.3%	6.4%
P/E		14.1	3.1	12.5	14.3	13.9
EV/EBITDA IAS 17		6.2	1.4	8.8	10.0	9.4
EV/EBITDA 12M					<b>13.2</b>	
ROIC (%)		16%	80%	76%	54%	50%
ROE (%)		20%	108%	81%	62%	57%

Source: Company, Pekao Brokerage Office

**Kalkulacja WACC**

Kalkulacja WACC	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	Rok końcowy
Stopa wolna od ryzyka	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	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
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>9.0%</b>
Koszt długu	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	6.5%
<b>Koszt długu po podatku</b>	<b>6.6%</b>	<b>6.6%</b>	<b>6.6%</b>	<b>6.6%</b>	<b>6.6%</b>	<b>6.6%</b>	<b>5.3%</b>
Waga kapitału własnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
<b>WACC</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>9.0%</b>

**Wycena DCF**

(mln PLN)	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	Rok końcowy
Przychody	3 908	4 504	4 970	5 374	5 809	6 279	6 467
EBIT	218.9	192.1	200.0	207.4	210.0	214.8	176.7
Podatek na EBIT	-41.6	-36.5	-38.0	-39.4	-39.9	-40.8	-33.6
<b>NOPAT</b>	<b>177.3</b>	<b>155.6</b>	<b>162.0</b>	<b>168.0</b>	<b>170.1</b>	<b>174.0</b>	<b>143.2</b>
Amortyzacja i odpisy	12.1	14.4	16.5	18.2	19.8	20.7	10.0
Zmiana kapitału obrotowego	10.1	24.4	-10.2	-8.8	-9.5	-10.3	0.0
Nakłady inwestycyjne	-50.0	-50.0	-45.0	-45.0	-34.7	-36.3	-12.0
<b>FCFF</b>	<b>129</b>	<b>96</b>	<b>144</b>	<b>150</b>	<b>165</b>	<b>169</b>	<b>141</b>
<i>Wzrost po okresie prognozy</i>							3.0%
Wartość rezydualna							2 423
Stopa dyskonta	0.90	0.80	0.72	0.64	0.58	0.51	0.47
Zdyskontowane przepływy pieniężne na 31.12.2023	115.8	76.6	103.1	96.4	94.7	86.8	1 211.4
<b>Wartość przedsiębiorstwa (EV) na 31.12.2023</b>	<b>1 785</b>						
Udziały mniejszości	42						
Dług netto	-236						
Inne korekty	58						
<b>Wartość kapitału własnego (31.12.2023)</b>	<b>1 921</b>						
Liczba akcji (mln)	14.6						
<b>12-miesięczna cena docelowa (PLN)</b>	<b>155.0</b>						
Cena akcji na dzień 11.06.2024	103.00						
Potencjał zmiany względem aktualnej ceny	50%						

Wzrost przychodów	19%	15%	10%	8%	8%	8%	3.0%
Marża EBIT	5.6%	4.3%	4.0%	3.9%	3.6%	3.4%	<b>2.7%</b>
Stawka podatku	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Nakłady inwestycyjne/przychody	1.3%	1.1%	0.9%	0.8%	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%
<b>7.0%</b>	155	164	174	188	204	225	253
<b>8.0%</b>	141	147	155	164	174	188	204
<b>9.0%</b>	131	135	141	147	<b>155</b>	164	174
<b>10.0%</b>	122	126	131	135	141	147	155
<b>11.0%</b>	116	119	122	126	131	135	141

**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%
<b>1.7%</b>	103	106	110	114	119	124	131
<b>2.7%</b>	131	135	141	147	<b>155</b>	164	174
<b>3.7%</b>	158	164	172	181	<b>191</b>	203	218
<b>4.7%</b>	185	193	203	214	<b>227</b>	243	262
<b>5.7%</b>	212	222	234	248	264	283	305

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

Company name	Ticker	P/E			EV/EBITDA		
		2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
TUI	TUI LN	6.4	5.4	4.7	4.0	3.7	3.5
On the Beach Group	OTB LN	11.0	10.0	8.3	3.8	2.9	3.0
Voyageurs du Monde	ALVDM FP	15.7	15.2	16.6	5.5	5.3	4.8
Helloworld Travel	HLO AU	10.2	8.2	7.7	3.5	3.0	2.6
Flight Centre Travel Group	FLT AU	21.6	15.6	13.7	8.0	5.8	4.8
<b>Median total</b>		<b>11.0</b>	<b>10.0</b>	<b>8.3</b>	<b>4.0</b>	<b>3.7</b>	<b>3.5</b>
<b>Rainbow Tours</b>		<b>8.4</b>	<b>9.6</b>	<b>9.4</b>	<b>5.6</b>	<b>6.5</b>	<b>6.0</b>
<i>Premium/discount vs. Median</i>		-24%	-4%	13%	40%	75%	73%
<b>Implied value p.s. PLN</b>		<b>136.8</b>	<b>108.4</b>	<b>92.4</b>	<b>75.8</b>	<b>62.2</b>	<b>63.5</b>
<i>Applied weights (%)</i>		33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Implied value p.s. PLN</b>		<b>89.9</b>					

Source: Bloomberg, Pekao Equity Research

#### Rainbow Tours: Konsensus rynkowy

PLN mn	2024p			2025p			2026p		
	Pekao	Cons.	Diff. (%)	Pekao	Cons.	Diff. (%)	Pekao	Cons.	Diff. (%)
Sprzedaż	3908	3881	1%	4504	4439	1%	4970	4 800	4%
EBITDA	241	173	39%	216	182	19%	226	221	2%
EBIT	219	150	46%	192	157	23%	200	189	6%
Zysk netto	181	116	57%	158	121	30%	162	151	7%
<i>marża EBITDA (%)</i>	6.2%	4.5%	1.6%	4.8%	4.3%	0.5%	4.6%	4.8%	-0.2%
<i>marża EBIT (%)</i>	5.6%	3.9%	1.7%	4.3%	3.7%	0.5%	4.0%	4.1%	0.0%
<i>marża netto (%)</i>	4.6%	3.0%	1.6%	3.5%	2.9%	0.6%	3.3%	3.3%	0.0%

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%
<b>Final ESG Score</b>	<b>0.88</b>		
<b>ESG Rating</b>	<b>C</b>		

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)
<b>ESG Score</b>	1.50	2	<b>A</b>	-15.00%
	1.0	1.50	<b>B</b>	-7.50%
	0.5	1.0	<b>C</b>	0%
	0	0.5	<b>D</b>	15.00%



## Ostatnie wydarzenia

### Wyniki za pierwszy kwartał 2024 r.

#### Rainbow Tours: Wyniki kwartalne

mln PLN	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	r./r. kw./kw.	Pekao fcst	vs. Pekao fcst	consensus	vs. consensus
Przychody ze sprzedaży	556.0	709.1	1434.0	594.3	721.6	30% 21%	725	0%	727	-1%
Zysk (strata) brutto na sprzedaży	88.0	121.8	266.6	71.1	120.7	37% 70%	105			
SG&A	-63.3	-77.1	-123.9	-68.2	-74.2	17% 9%	-78			
Zysk (strata) ze sprzedaży	24.7	44.6	142.7	2.9	46.5	88% -	27			
EBITDA	30.6	49.6	146.4	10.3	55.0	80% -	36	55%	37.6	46%
EBIT	24.3	43.2	142.6	4.9	46.0	90% -	27	74%	30.7	50%
Zysk netto	19.8	34.7	111.9	8.1	39.0	97% -	21	90%	24.1	62%
<b>Marże operacyjne</b>										
Marża brutto na sprzedaży	15.8%	17.2%	18.6%	12.0%	16.7%		14.5%			
zmiana w pp. r./r.	6.3%	7.9%	6.0%	3.7%	0.9%		-1.3%			
SG&A %	-11.4%	-10.9%	-8.6%	-11.5%	-10.3%		-10.8%			
zmiana w pp. r./r.	0.5%	-0.8%	-1.5%	0.0%	1.1%		0.6%			
marża zysk (strata) ze sprzedaży	4.4%	6.1%	9.9%	0.8%	6.4%		3.7%			
zmiana w pp. r./r.	6.8%	7.1%	4.4%	4.6%	2.0%		-0.7%			
<b>Bilans i przepływy pieniężne</b>										
Dług netto IAS 17	7	-240	-337	-236	-131					
ND / EBITDA IAS 17	-	-	-	-	-					
OCF IAS 17	-33	261	115	-98	-58					
CAPEX	-17	-6	-2	-7	-18					
FCF	-51	255	113	-105	-77					
FCF LTM	35	166	233	211	185					
FCF LTM (% yield)	2.3%	10.9%	15.4%	13.9%	12.2%					
<b>Wycena wskaźnikowa</b>										
EV/EBITDA (TTM)	4.4	2.0	1.3	1.8	5.7					
PE (TTM)	7.9	5.9	4.1	3.8	8.3					

- **Zysk brutto:** 121mln (+37% r/r)
- **Marża brutto:** 16,7% (+0.9 pp. r/r)
- **Koszty SG&A:** -74mln (+17% r/r)
- **Zysk netto ze sprzedaży:** 46.5mn (+88% r/r)
- **EBITDA:** 55mln PLN (+80% y/y)
- **Koszty finansowe:** +1,2 mln wobec -1,3 mln w ub.r.
- **OCF:** -55 mln vs -30 mln w ubiegłym roku. OCF w 1Q24 zwiększony dzięki dodatnim różnicom kursowym na przepływach pieniężnych (~+13 mln).
- **CAPEX:** -18 mln vs -17 mln w ubiegłym roku.
- **FCF (mln zł):** -77 mln zł i -51 mln zł w 1 kw. **FCF LTM:** 185 mln zł. **Gotówka netto (mln zł):** 131 mln zł
- **Przychody przyszłych okresów:** 371 mln (+40% r/r).

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,

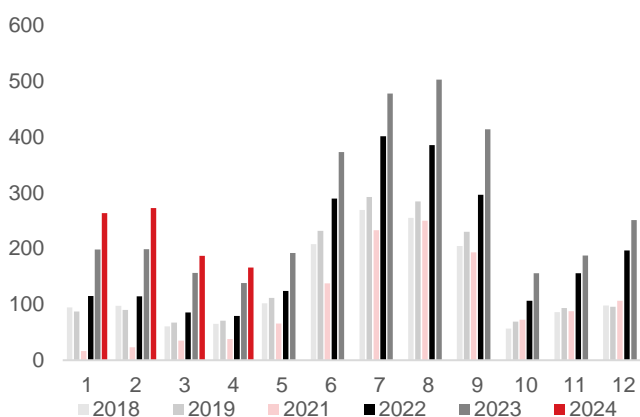
- Zmiana hierarchii wydatków konsumpcyjnych w polskim społeczeństwie, z zauważalną tendencją do przesunięcia punktu ciężkości wydatków z dóbr materialnych na wydatki związane z wypoczynkiem (np. podróże).

**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. **Po podniesieniu założeń na marżę operacyjną to w kolejnych latach podnosimy oczekiwany wskaźnik DPR do około 75%.** Nasze założenia są skutkiem poziomu generowanego FCF jak i pozycji gotówki w spółce. Nawet przy uwzględnieniu wyższego poziomu nakładów inwestycyjnych w spółce w kolejnych latach. **Implikuje to DY(%) na poziomie około 8,0-9,0% w nadchodzących latach, biorąc pod uwagę zakładaną trajektorię wyników finansowych.**

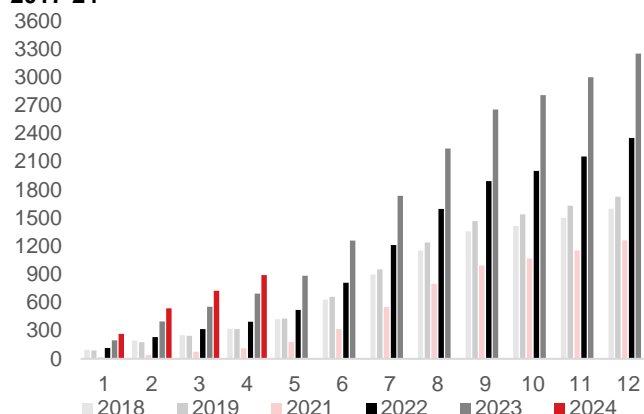
**Nakłady inwestycyjne.** W I kwartale 2023 r. spółka White Olive A.E. dokonała inwestycji w Grecji związanych z nabyciem nieruchomości gruntowych na wyspie Rodos. Spółka zależna White Olive A.E. nabyła trzy działki o łącznej powierzchni 11.000 m<sup>2</sup>. Działki znajdują się w okolicy hotelu White 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" (na koniec maja).** Przedsprzedaż wycieczek z oferty sezonowej "Lato 2024" (wycieczki realizowane w miesiącach kwiecień-październik 2024 r.) od rozpoczęcia przedsprzedaży do 31.05.2024 r. wyniosła 383 543 osób (+25,3% r/r / nom: +73 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 według miesięcy w latach 2017-24



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



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research





**Przychody po IV'24e.** Spółka podała, że przychody w kwietniu wyniosły 188 mln zł (+20% r/r / narastająco: +29% r/r / dane jednostkowe). W 1Q24 widoczna była bardzo dobra sprzedaż oferty „Zima 2024” i spółka wskazuje, że istotnie względem poprzednich lat wzrósł udział przychodów ze sprzedaży w tym okresie w strukturze rocznej. 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). **Natomiast w danych kwietniowych wydaje się, że widoczne będą trendy z sezonu „Lato 2024”, czyli silny nawet około +20% r./r. wzrost liczby klientów (lub sprzedanych wycieczek / PAX) i mniej więcej płaskie cen rok do roku w tym okresie.**

**Prognozy na 2Q24e.** W danych za V-VI'24e oczekujemy wzrosty przychodów ze sprzedaży o +18% rok do roku. Zakładamy pewny poziom normalizacji marży brutto i spadek rok do roku. Wydaje nam się, że są to konserwatywne założenia, a sytuacja na rynku może być bardziej optymistyczna. Na ten moment większość czynników może wskazywać na materializację utrzymania marży w ujęciu rok do roku.

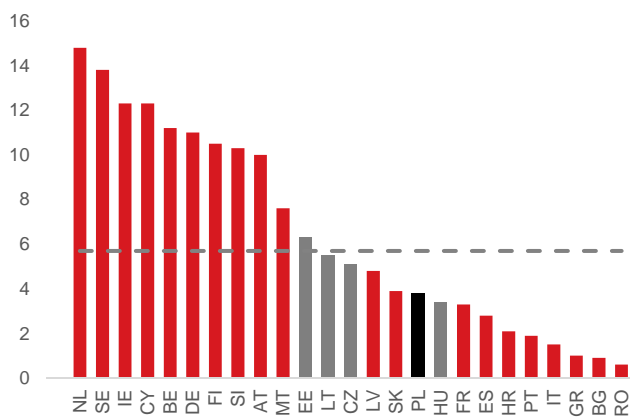
PLN mn	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24e	Y/Y	Q/Q
Revenues	709.1	1434.0	594.3	721.6	838.8	18%	16%
Gross profit	121.8	266.6	71.1	120.7	135.6	11%	12%
SG&A expenses	-77.1	-123.9	-68.2	-74.2	-87.0	13%	17%
Net profit on sales	44.6	142.7	2.9	46.5	48.6	9%	-
EBITDA	49.6	146.4	10.3	55.0	56.6	14%	-
EBIT	43.2	142.6	4.9	46.0	47.1	9%	-
Net profit	34.7	111.9	8.1	39.0	39.0	12%	-
<b>Profitability ratios</b>							
Gross margin (%)	17.2%	18.6%	12.0%	16.7%	16.2%		
change yoy	7.9%	6.0%	3.7%	0.9%	-1.0%		
SG&A %	-10.9%	-8.6%	-11.5%	-10.3%	-10.4%		
change yoy	-0.8%	-1.5%	0.0%	1.1%	0.5%		
EBIT margin	6.1%	9.9%	0.8%	6.4%	5.6%		
change yoy	7.1%	4.4%	4.6%	2.0%	-0.5%		
<b>Valuation ratios</b>							
EV/EBITDA (TTM)	3.9	1.7	1.4	2.7	5.5		
PE (TTM)	5.9	4.1	3.8	4.9	8.1		

## Teza inwestycyjna

**Struktura rynku (podniesienie poziomu CAGR o około +2-3 pp. do 8-9%).** 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

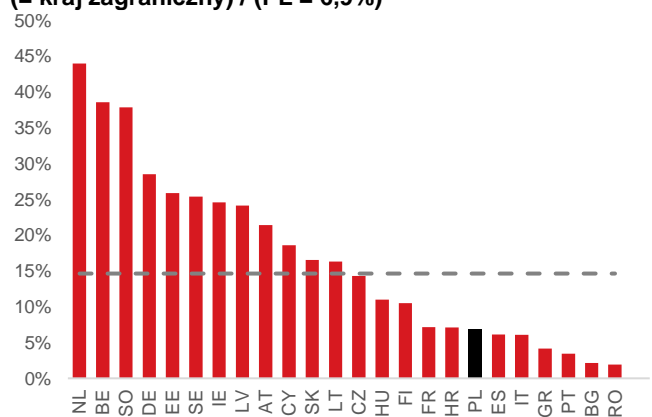
trendy w postaci zmiany liczby klientów biur podróży jako liczby ogółem, jak i struktura wycieczek wydają się być kluczowe dla założeń zmiany wolumenów w RBW. Kolejnym istotnym czynnikiem może być nie tylko indywidualna liczba osób, ale także to, ile każda z nich wyjeżdża na wakacje w ciągu roku. W związku 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: +8-9%.**

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

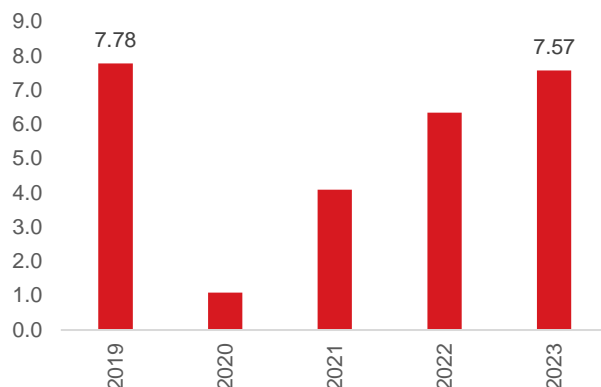


Source: Eurostat, Pekao Equity Research

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

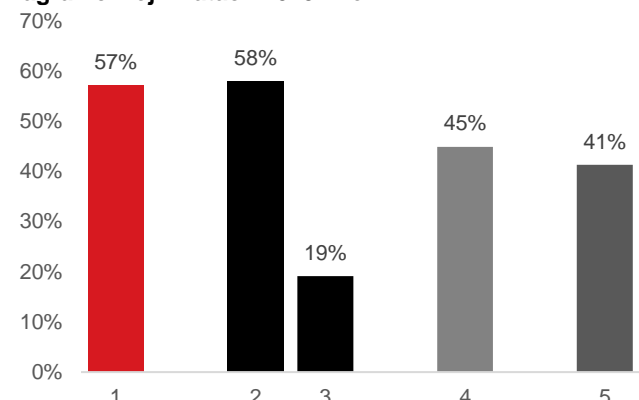


### Liczba klientów biur podróży w Polsce w latach 2019-23



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

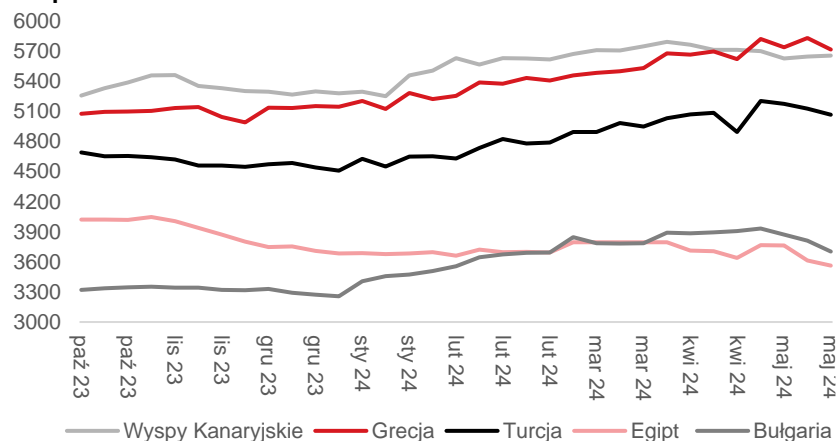


**Prognoza cen wycieczek i liczby sprzedanych wycieczek na kolejne kwartały.** Przesprzedaż wycieczek z oferty sezonowej "Lato 2024" (wycieczki realizowane w miesiącach kwiecień-październik 2024 r.) od rozpoczęcia przedsprzedaży do 31.05.2024 r. wyniosła 383 543 osób (+25,3% r/r / nom: +73 tys.). Przesprzedaż "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.): Przesprzedaż 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 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 +19% r/r (+2-3 pp.). Zmianę poziomu cen wycieczek szacujemy na podstawie struktury destynacji i odnotowujemy wzrost o około +1-2% 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.**

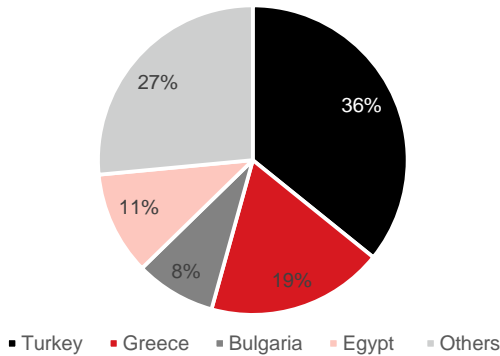
#### Średnie ceny wycieczek na głównych kierunkach z wylotami w pierwszym tygodniu sierpnia



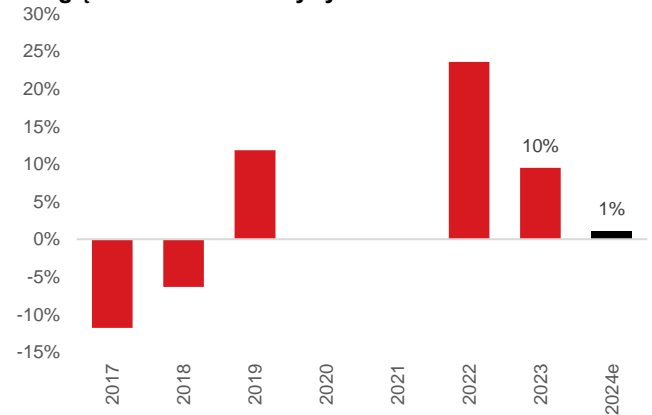
Źródło: Spółka, Pekao Equity Research na podstawie raportu niefinansowego spółki + na podstawie Instytut Badań Rynku Turystycznego Traveldata



**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 Traveldata

**Czy możliwe będzie utrzymanie zeszlazocznej 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. **Wydaje się, że sensownym założeniem obecnie jest płaska cena wycieczek w relacji rok do roku.** Podnosimy założenia naszego scenariusza bazowego do marży brutto na poziomie 15.6% (-1 pp. y/y / +1.6 pp. y/y vs poprzednie założenia). Potencjalnie w dalszym ciągu mogą być to lekko konserwatywne założenia, ale wydaje się, że przestrzeń do pozytywnych zaskoczeń jest już mniejsza niż poprzednio. 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.**

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.

**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
<b>Przychody ze sprzedaży (2019=100 / efekt cenowy):</b>	<b>100</b>	<b>132</b>	<b>145</b>	<b>145</b>
- Change in travel tours prices in the market (based on market		32%	10%	0%
<b>KWS:</b>	<b>86</b>	<b>118</b>	<b>121</b>	<b>122</b>
y/y		37%	2%	1%
1) Koszty związane z transportem (m.in. paliwo / 45% w KWS)	38.8	68.0	67.6	67.7
y/y		75%	-1%	0%
2) Koszty związane z zakwaterowaniem (m.in. hotele / 45% w KWS)	38.8	40.8	43.2	44.1
y/y		5%	6%	2%
3) Pozostałe (~10% w KWS)	8.6	9.5	10.0	10.5
y/y		10%	5%	5%
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>13.7</b>	<b>14.1</b>	<b>24.1</b>	<b>22.6</b>
<b>Marża brutto na sprzedaży (%)</b>	<b>13.7%</b>	<b>10.6%</b>	<b>16.6%</b>	<b>15.6%</b>
p.p. y/y vs 2019		-3.0%	6.0%	-1.0%
assumption in the model in P&L			2.9%	15.5%

Zródło: Pekao Equity Reserach (opracowanie własne)



**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

**Podsumowując, pozytywny outlook rynkowy znalazł odzwierciedlenie w kolejnym podniesieniu prognoz finansowych na ten rok jak i kolejne lata. Skala normalizacji jest istotnie powyżej oczekiwań, a wyniki po 1Q24 są obiecujące w perspektywie tego roku.** Oprócz tego spółka wskazuje na istotny wzrost sprzedaży poprzez własny kanał sprzedaży w tym aplikacje, co w średnim-długim terminie może oddziaływać in plus do generowanego poziomu marż. Generalnie rozpoznawalność i siła marki może umożliwić przekierowanie ruchu do własnej aplikacji i poprzez to zmniejszenie w łańcuchu marży podziału z pośrednikami czy platformami do sprzedaży.

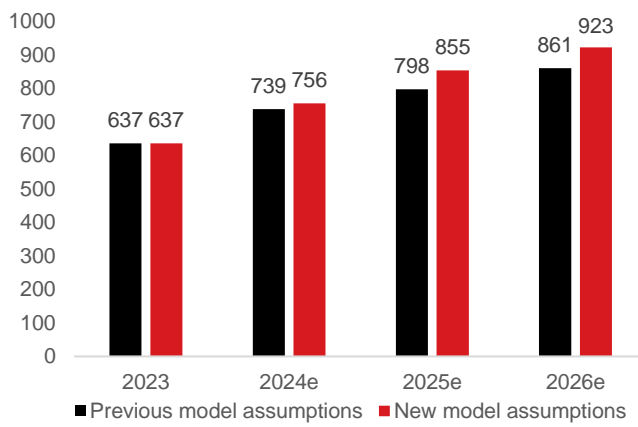
Poziom realnego dochodu do dyspozycji powrócił do wzrostu, konsumenci znacznie się delewarują, a koszt kredytu prawdopodobnie nie będzie wyższy niż obecnie. Perspektywy dla siły nabywczej konsumentów są zatem co najmniej pozytywne. Ponadto zmiana w strukturze podróży krajowych i międzynarodowych powinna przynieść korzyści największym biurom podróży. **W związku z tym jesteśmy obecnie dość optymistyczni z założenia wzrostu liczby klientów / sprzedanych wycieczek w ciągu najbliższych kilku lat na założonym poziomie około +8-9% CAGR.** Czynniki ryzyka obejmują potencjał zwiększonej aktywności konkurencyjnej w przypadku znacznego wzrostu marż operacyjnych i poprawy zwrotu z kapitału, co może prowadzić do chęci konkurowania o udział w rynku. Na ten moment taka sytuacja nie ma miejsca na rynku i rynek pod względem oferty jak i popyt wydaje się być w miarę zbilansowany. Również 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: 132 mln zł).**

Dane operacyjne do modelu	2019	2022	2023	2024e	2025e	2026e
liczba imprez turystycznych (tys. osób)	491	506	637	756	855	923
Przychód per uczestnik (lub per wycieczka / PLN)	r./r. -3%	51%	26%	19%	13%	8%
	3534	4677	5122	5122	5224	5329
	r./r. 12%	24%	10%	0%	2%	2%
<b>Przychody ze sprzedaży imprez turystycznych (mln PLN)</b>	<b>1735</b>	<b>2366</b>	<b>3261</b>	<b>3874</b>	<b>4465</b>	<b>4919</b>
	r./r. 10%	86%	38%	19%	15%	10%
<b>Koszty per uczestnik (PLN)</b>	<b>-3069</b>	<b>-4228</b>	<b>-4313</b>	<b>-4368</b>	<b>-4533</b>	<b>-4631</b>
	r./r.	38%	2%	1%	4%	2%
<b>Zysk brutto na sprzedaży (mln PLN)</b>	<b>239</b>	<b>255</b>	<b>547</b>	<b>604</b>	<b>630</b>	<b>696</b>
Marża brutto nas sprzedaży (%)	13.8%	10.8%	16.8%	15.6%	14.1%	14.1%
	pp. y/y 2.3%	-0.7%	6.0%	-1.2%	-1.5%	0.0%
	r./r. 31%	75%	115%	10%	4%	10%

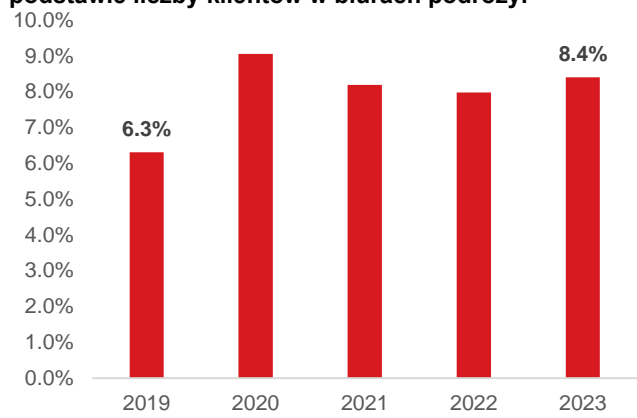
Źródło: Pekao Equity Research, Spółka



**Liczba klientów (tysiące osób)**



**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 obciążone ryzykiem przekroczenia planowanych wydatków, poniesienia strat, nieoptymalnego obciążenia 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.

<b>Rachunek zysków i strat (mln PLN)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>2393</b>	<b>3293</b>	<b>3908</b>	<b>4504</b>	<b>4970</b>	<b>5374</b>
Zysk brutto na sprzedaży	255	547	604	630	696	752
Koszty SG&A	-221	-332	-381	-434	-492	-541
Pozostała działalność operacyjna	-1	0	-4	-4	-4	-4
<b>EBITDA</b>	<b>54</b>	<b>237</b>	<b>241</b>	<b>216</b>	<b>226</b>	<b>236</b>
<b>EBIT</b>	<b>33</b>	<b>215</b>	<b>219</b>	<b>192</b>	<b>200</b>	<b>207</b>
Saldo na działalności finansowej	-4	0	4	2	-1	-1
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>29</b>	<b>215</b>	<b>223</b>	<b>194</b>	<b>199</b>	<b>207</b>
Podatek dochodowy	-6	-42	-42	-37	-38	-39
<b>Zysk netto jednostki dominującej</b>	<b>21</b>	<b>173</b>	<b>181</b>	<b>158</b>	<b>162</b>	<b>168</b>
<b>EPS (PLN)</b>	<b>1.5</b>	<b>11.9</b>	<b>12.4</b>	<b>10.8</b>	<b>11.1</b>	<b>11.5</b>
<b>Bilans (mln PLN)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>439</b>	<b>642</b>	<b>702</b>	<b>747</b>	<b>793</b>	<b>860</b>
Środki pieniężne i ekwiwalenty	142	276	252	239	241	270
Pozostałe	296	367	450	507	552	591
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>287</b>	<b>341</b>	<b>379</b>	<b>415</b>	<b>443</b>	<b>470</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	195	202	240	275	304	331
Pozostałe	93	139	139	139	139	139
<b>Aktywa (razem)</b>	<b>726</b>	<b>983</b>	<b>1081</b>	<b>1161</b>	<b>1236</b>	<b>1330</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>112</b>	<b>207</b>	<b>242</b>	<b>264</b>	<b>308</b>	<b>355</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>134</b>	<b>75</b>	<b>69</b>	<b>82</b>	<b>70</b>	<b>70</b>
Kredyty bankowe i pożyczki MSR	59	21	15	29	16	16
Pozostałe	75	54	54	54	54	54
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>439</b>	<b>659</b>	<b>727</b>	<b>771</b>	<b>815</b>	<b>863</b>
Kredyty bankowe i pożyczki	40	19	13	25	14	14
Pozostałe	398	640	713	746	801	849
<b>Kapitał własny i zobowiązania (razem)</b>	<b>726</b>	<b>983</b>	<b>1 081</b>	<b>1 161</b>	<b>1 236</b>	<b>1 330</b>
Dług netto MSR17	-44	-236	-224	-186	-211	-240
Dług netto IFRS 16	20	-151	-138	-101	-126	-155
<b>Przepływy pieniężne (mln PLN)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Zysk netto	21	173	181	158	162	168
Amortyzacja	19	22	22	22	24	26
Pozostałe (włączając kapitał obrotowy)	42	62	-10	-22	12	11
<b>Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej</b>	<b>83</b>	<b>256</b>	<b>193</b>	<b>158</b>	<b>199</b>	<b>205</b>
Nakłady inwestycyjne	-26	-35	-50	-50	-45	-45
Pozostałe	-6	-16	0	0	0	0
<b>Przepływy pieniężne z działalności</b>	<b>-20</b>	<b>-19</b>	<b>-50</b>	<b>-50</b>	<b>-45</b>	<b>-45</b>
Dywidenda	-22	-19	-146	-136	-118	-121
Pozostałe	18	-85	-21	15	-34	-10
<b>Przepływy pieniężne z działalności finansowej</b>	<b>-4</b>	<b>-104</b>	<b>-167</b>	<b>-120</b>	<b>-152</b>	<b>-131</b>
Przepływy pieniężne netto	58	133	-24	-13	1	29
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>142</b>	<b>276</b>	<b>252</b>	<b>239</b>	<b>241</b>	<b>270</b>
<b>DPS (PLN)</b>	<b>1.50</b>	<b>1.29</b>	<b>10.00</b>	<b>9.33</b>	<b>8.13</b>	<b>8.35</b>
<b>Zmiana rdr</b>						
Przychody ze sprzedaży	87%	38%	19%	15%	10%	8%
EBITDA	-	-	2%	-10%	5%	4%
EBIT	-	555%	2%	-12%	4%	4%
Zysk netto	-	704%	5%	-13%	3%	4%
EPS	-	704%	5%	-13%	3%	4%
<b>Wskaźniki rentowności</b>						
<b>Marża brutto na sprzedaży</b>	<b>10.6%</b>	<b>16.6%</b>	<b>15.5%</b>	<b>14.0%</b>	<b>14.0%</b>	<b>14.0%</b>
Marża EBIT	1%	6.5%	5.6%	4.3%	4.0%	3.9%
Marża netto	1%	5.2%	4.6%	3.5%	3.3%	3.1%
<b>ROE</b>	<b>17%</b>	<b>20%</b>	<b>81%</b>	<b>81%</b>	<b>62%</b>	<b>57%</b>
<b>Wskaźniki</b>						
BVPS (PLN)	7.69	14.22	16.66	18.17	21.17	24.37
Dług netto/EBITDA	-	-	-	-	-	-
Dług brutto/Kapitał własny	88%	19%	12%	20%	10%	8%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research





Key Data	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Revenue	1279	2393	3293	3908	4504	4970	5374
Gross Margin %	11.4%	10.6%	16.6%	15.5%	13.9%	13.9%	14.0%
EBIT	20	33	215	219	187	195	207
EBITDA	39	54	237	241	212	221	235
Net income Adj+	17	21	173	181	154	158	168
EPS adjusted	1.19	1.48	11.88	12.44	10.57	10.82	11.52
BPS	7.4	7.7	14.2	16.7	17.9	20.8	24.2
DPS	0.0	1.5	1.3	10.0	9.3	7.9	8.1
ROE	17.2%	19.5%	108.4%	80.6%	61.2%	56.0%	51.2%
ROA	12.6%	15.3%	16.4%	18.8%	19.0%	19.0%	18.0%
Net Debt	38	20	-151	-137	-96	-120	-151
Depreciation & Amortization	19	22	22	22	24	26	28
Free Cash Flow	101	57	221	142	104	149	159
CAPEX	-44	-26	-35	-50	-50	-45	-45



NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ UKOŃCZONY W DNIU 12 CZERWCA 2024 O GODZ. 07:00 CET.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ OPUBLIKOWANY W DNIU 12 CZERWCA 2024 O GODZ. 08:25 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](http://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](http://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 każda z powiązana z nim 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 zawrze takie umowy i faktycznie otrzyma 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 osiągnęte 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 Księgowa” 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) wyliczany 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