

Rainbow Tours

Stopniowy powrót do normalności

W niniejszym raporcie aktualizujemy nasze prognozy finansowe i wyznaczamy 12-miesięczną cenę docelową 23,7 PLN/akcję, z rekomendacją trzymaj. Opublikowane wyniki za 4Q21 sugerują odbudowę sprzedaży do poziomów przekraczających sprzedaż z 4Q19. Jednocześnie wskazujemy, że marża brutto na sprzedaży była wyraźnie niższa w 4 kwartale 2021, w porównaniu do 4Q19, co mogło wynikać z dalszych działań mających na celu przekonanie klientów do wyjazdów zagranicznych. Wskazujemy, że dane sprzedażowe za pierwsze miesiące roku (styczeń, luty, marzec) sugerują widoczną poprawę sprzedaży w stosunku do roku 2019. W związku z postępującą odbudową popytu, która w naszej ocenie może być wspierana przez odłożony popyt z poprzednich lat oraz postępujące znoszenie restrykcji covidowych w Europie zdecydowaliśmy się na podniesienie naszej prognozy sprzedaży na kolejne lata. Jednocześnie wskazujemy, że rosnące ceny podstawowych dóbr takich jak produkty spożywcze, nośniki energii i wyższe oprocentowanie kredytów spowodowane wzrostem stóp procentowych mogą prowadzić do ograniczenia wydatków gospodarstw domowych na rozrywkę i rekreację, w tym wyjazdy wakacyjne. W związku z tym oczekujemy stopniowej poprawy wolumenu sprzedanych wycieczek.

- **Dane za pierwsze 3 miesiące 2022 roku sugerują poprawę sprzedaży o 29% w stosunku do 2019 roku.** Oczekujemy, że odbudowa popytu może być widoczna również w kolejnych miesiącach, spodziewamy się wzrostu przychodów o 44% rdr w 2022 roku.
- **Wysokie ceny paliwa lotniczego mogą negatywnie odbić się na marży.** Naszym zdaniem poprawa wolumenów sprzedaży może następować stopniowo, co sugerują ostatnie dane dotyczące przedsprzedaży na sezon Lato 2022. Sądzymy, że dalsze działania mające na celu odbudowanie bazy klientów mogą prowadzić do presji na marże, których poziom może utrzymywać się poniżej tych z 2019 roku.
- **Wskazujemy, że spółka może pokazać znaczącą poprawę wyników w 1Q22,** ze względu na niską bazę z 1Q21, w którym wyniki pozostawały pod wpływem pandemii COVID-19. Oczekujemy wyniku EBITDA na poziomie 5.6 mln PLN (wobec -9.6 mln PLN w 1Q21).

PLN mln	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Sprzedaż	434.5	1,279.4	1,852.6	2,076.4	2,283.7	2,497.0
EBITDA	-28.9	39.3	70.6	64.8	72.6	79.6
marża	-6.7	3.1	3.8	3.1	3.2	3.2
EBIT	-45.6	19.9	47.7	39.1	44.7	49.5
Zysk netto	-42.2	17.3	38.7	33.6	39.0	44.2
EPS	-2.9	1.2	2.7	2.3	2.7	3.0
DPS	0.0	0.0	1.0	1.2	1.2	1.2
DY	0.0%	0.0%	4.7%	5.6%	5.6%	5.6%
P/E	-8.1	20.2	8.0	9.3	8.0	7.0
EV/EBITDA	-18.1	10.6	4.7	4.9	4.1	3.4

Historyczne wskaźniki liczone po cenach z końca okresu

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

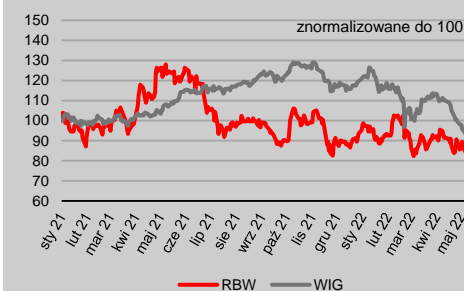
Trzymaj

Cena docelowa
PLN 23,7
Potencjał zmiany
+10,8%

Cena na 19 maja 2022

PLN 21,4

Względna cena akcji vs. WIG



NADCHODZĄCE WYDARZENIA

1Q22 wyniki kwartalne

27 maja 2022

1H22 wyniki półroczne

31 sierpnia 2022

DANE SPÓŁKI

Bloomberg	RBW PW
Free float (%)	55.8
Kapitalizacja (mln PLN)	311.4
Liczba akcji (mln)	14.6

Udziałowcy

S. Wysmyk	12.8%
G. Baszczyński	10.9%
R. Talarek	11.3%
T. Czaplą	9.2%
NN PTE	11.8%
Aviva Investors TFI	6.9%

Maksymilian Piotrowski, Equity Analyst

maksymilian.piotrowski@pekao.com.pl



Aktualizacja prognoz

Aktualizacja prognoz finansowych

Dane opublikowane przez Rainbow Tours za okres styczeń-marzec 2022 sugerują, że sprzedaż w tym okresie była wyższa o 29% względem 2019 roku. Jednocześnie wielkość przedsprzedaży imprez turystycznych z oferty „Lato 2022” (wycieczki realizowane w miesiącach kwiecień – październik 2022 roku) na dzień 31 marca wyniosła 139,098 rezerwacji i pozostawała 11% poniżej wolumenów obserwowanych w porównywalnym okresie roku 2019. Biorąc pod uwagę powyższe trendy oraz uwzględniając wyniki za 4Q21 zdecydowaliśmy się na podniesienie prognoz sprzedaży na lata 2022-2024 o odpowiednio 4%, 9% i 17% względem naszym poprzednich prognoz. Uważamy, że wzrost sprzedaży w 2022 roku w porównaniu do 2019, może wynikać głównie z wyższych cen wyjazdów zagranicznych, gdyż naszym zdaniem wolumen sprzedaży wycieczek może nadal pozostawać poniżej sprzedaży z roku 2019. Zwracamy uwagę, że wysoka inflacja powodująca wzrost cen podstawowych dóbr, nośników energii oraz wyższe oprocentowanie kredytów spowodowane wzrostem stóp procentowych mogą prowadzić do ograniczenia wydatków gospodarstw domowych na rozrywkę i rekreację, w tym wyjazdy wakacyjne, co może mieć negatywny wpływ na tempo odbudowywania się wolumenów sprzedaży imprez turystycznych po pandemii COVID-19.

Uwzględniając wyniki za rok 2021 oraz biorąc pod uwagę obecną sytuację na rynku paliw korygujemy w dół nasze założenia dotyczące marży brutto na sprzedaży. Sądzymy, że niższa marża realizowana przez spółkę może być motywowana chęcią odbudowy bazy klientów, co może być również widoczne w wynikach za 2023 rok. Jednocześnie podnosimy nasze szacunki dotyczące kosztów sprzedaży oraz ogólnego zarządu (SG&A) uwzględniając wzrost wynagrodzeń oraz stopniowe przywracanie stacjonarnych punktów sprzedaży.

Rainbow Tours: rewizja prognoz finansowych

mIn PLN	2022P			2023P			2024P		
	Obecnie	Poprzednio	Różnica (%)	Obecnie	Poprzednio	Różnica (%)	Obecnie	Poprzednio	Różnica (%)
Sprzedaż	1,853	1,777	4%	2,076	1,899	9%	2,284	1,956	17%
Zysk brutto na sprzedaży	244	242	1%	266	261	2%	298	267	12%
EBITDA	71	64	10%	65	71	-9%	73	69	5%
EBIT	48	45	6%	39	51	-24%	45	49	-9%
Zysk netto	39	30	29%	34	35	-4%	39	33	18%
MBNS (%)	13.2%	13.6%		12.8%	13.7%		13.0%	13.7%	
Marża EBITDA (%)	3.8%	3.6%		3.1%	3.7%		3.2%	3.5%	
Marża EBIT (%)	2.6%	2.5%		1.9%	2.7%		2.0%	2.5%	
Marża netto (%)	2.1%	1.7%		1.6%	1.8%		1.7%	1.7%	

Źródło: Pekao Equity Research



Ostatnie wydarzenia

Wyniki za 4 kwartał 2021 roku

W czwartym kwartale 2021 roku sprzedaż spółki osiągnęła poziom 272.3 mln PLN (17x sprzedaż z 4Q20), co oznacza 2% wzrost w stosunku do wyniku z 2019 roku. Przypominamy, że wyniki w 4Q20 były obarczone negatywnym wpływem pandemii COVID-19 oraz obowiązującymi wtedy restrykcjami. Marża brutto na sprzedaży w 4Q21 wyniosła 5.7% (w porównaniu z marżą na poziomie 11.2% osiągniętą w 4 kwartale 2019 roku). W 4 kwartale 2020 roku zysk brutto na sprzedaży był negatywny i wyniósł -16.6 mln PLN. Uważamy, że spółka nadal skupiała się na odbudowywaniu bazy klientów, co mogło mieć wpływ na wypracowaną marżę brutto. Koszty SG&A pozostawały pod kontrolą na poziomie 15.5% w stosunku do sprzedaży (vs. 16.6% w czwartym kwartale 2019 roku). EBITDA w 4Q21 była ujemna wynosząc -16.7 mln PLN (w porównaniu do -26.7 mln w 4Q20 i PLN -19.4 mln w 4Q19). EBIT w ostatnim kwartale 2021 roku był na poziomie -22.2 mln PLN, w porównaniu do straty EBIT na poziomie -31.3 mln PLN w 4Q20. Strata netto w 4Q21 wyniosła -17.4 mln PLN, wobec -27.9 mln PLN w 4Q20. Przypominamy, że ze względu na rodzaj prowadzonej działalności (w normalnych warunkach, nieobarczonych czynnikami zewnętrznymi – wpływem pandemii COVID-19) Rainbow Tours notuje najwyższe przychody w okresie letnim, w 3 kwartale roku, a najniższe – w 4 kwartale roku kalendarzowego.

Wyniki za 2021 rok

W całym 2021 roku Rainbow Tours wypracował sprzedaż na poziomie 1,279 mln PLN (wobec 435 mln PLN w roku 2020). Szacujemy, że sprzedaż w 2021 roku osiągnęła 73% sprzedaży z roku 2019 – ostatniego roku, w którym na wyniki spółki nie miała wpływu pandemia COVID-19. Wskazujemy, że w 2021 z oferty spółki skorzystało 335,258 osób (wobec 98,731 w roku 2020), natomiast poziom ten nadal był poniżej roku 2019, kiedy liczba uczestników imprez turystycznych organizowanych przez Rainbow Tours wyniosła 491,008 osób. Marża brutto na sprzedaży w 2021 roku wyniosła 11.4% (wobec 10.7% w 2020 roku). Rainbow Tours w 2021 wygenerowało wynik EBITDA wynoszący 39.3 mln PLN (wobec -28.9 mln PLN w 2020 roku). EBIT w 2021 roku wyniósł 19.9 mln PLN. W całym roku 2021 spółka wypracowała 17.3 mln PLN zysku netto (wobec straty netto wynoszącej -42.2 mln PLN w roku 2020).

Rainbow Tours: Wyniki kwartalne i roczne

mln PLN	4Q'19	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	rdr (%)	vs. 2019	2019	2020	2021	rdr (%)	vs. 2019
Przychody	267.5	16.1	75.4	244.2	687.5	272.3	1592%	2%	1,746.0	434.5	1,279.4	194%	-27%
Zysk brutto na sprzedaży	29.9	-16.6	8.6	22.5	98.4	15.6	n.m.	-48%	238.9	46.5	145.2	212%	-39%
EBITDA	-19.4	-26.7	-4.7	-1.4	62.2	-16.7	n.m.	n.m.	56.1	-28.9	39.3	n.m.	-30%
EBIT	-23.9	-31.3	-9.6	-6.1	57.9	-22.2	n.m.	n.m.	38.8	-45.6	19.9	n.m.	-49%
Zysk netto	-20.0	-27.9	-9.2	-5.3	49.2	-17.4	n.m.	n.m.	28.6	-42.2	17.3	n.m.	-40%
MBNS (%)	11.2%	-102.9%	11.5%	9.2%	14.3%	5.7%			13.7%	10.7%	11.4%		
Marża EBITDA (%)	-7.3%	-165.7%	-6.3%	-0.6%	9.1%	-6.1%			3.2%	-6.7%	3.1%		
Marża EBIT (%)	-8.9%	-194.6%	-12.8%	-2.5%	8.4%	-8.2%			2.2%	-10.5%	1.6%		
Marża netto (%)	-7.5%	-173.7%	-12.2%	-2.2%	7.2%	-6.4%			1.6%	-9.7%	1.3%		

Źródło: Rainbow Tours, Pekao Equity Research



Sprzedaż w marcu oraz poziom przedsprzedaży imprez turystycznych

Spółka poinformowała w komunikacie bieżącym, że przychody ze sprzedaży w marcu 2022 wyniosły 86.2 mln PLN (wobec 35.4 mln wypracowanych w marcu 2021), co oznacza 26% wzrost w porównaniu do wyniku z marca 2019 roku. Narastająco, od początku roku (tj. od 1 stycznia do 31 marca 2022) sprzedaż Rainbow Tours wyniosła 317.1 mln PLN (w porównaniu do 75.5 mln PLN w porównywalnym okresie 2021 roku), implikując 28.7% wzrost w stosunku do porównywalnego okresu z roku 2019. Uważamy, że dane sprzedażowe za marzec sugerują odbudowę popytu na wyjazdy zagraniczne. Wskazujemy, że skonsolidowane przychody ze sprzedaży Rainbow Tours w styczniu, lutym i marcu były odpowiednie wyższe o 31%, 28% i 26% w porównaniu z pierwszymi miesiącami 2019 roku.

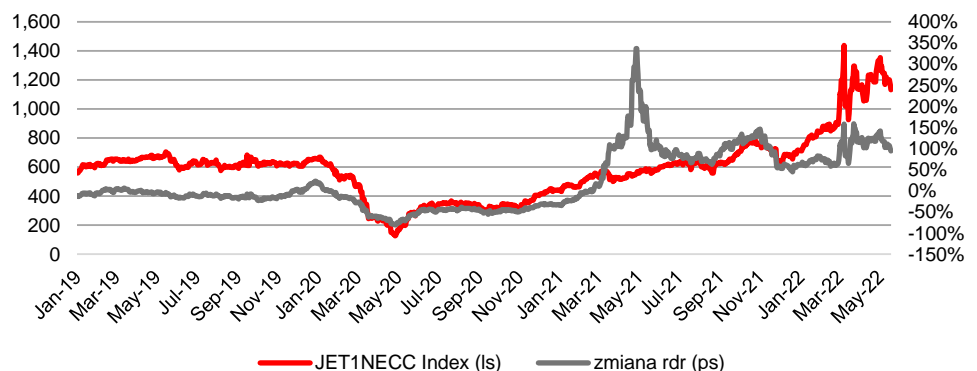
Dane przedsprzedaży oferty „Lato 2022” (wycieczki realizowane w miesiącach: kwiecień-październik 2022), na dzień 31 marca 2022, sugerują stopniowe odbudowywanie wolumenu sprzedaży przez Rainbow Tours. Predsprzedaż wyniosła 139,098 rezerwacji, co oznacza, wzrost o 60% w porównaniu do tego samego okresu 2021 roku. Jednocześnie oznacza to spadek względem porównywalnego okresu 2019 roku o 11%.

Dane dotyczące przedsprzedaży imprez turystycznych z oferty „Zima 2022/2023” (wycieczki realizowane w miesiącach: listopad 2022 – marzec 2023) od momentu rozpoczęcia przedsprzedaży do dnia 30 kwietnia 2022 roku, również wskazują na poprawę popytu na wycieczki oferowane przez Rainbow Tours. Zgodnie z komunikatem bieżącym, przedsprzedaż imprez z oferty sezonu „Zima 2022/2023” wyniosła 10,907 osób, co oznacza wzrost o 8.8% w stosunku do porównywalnego okresu z roku 2019 oraz poprawę w stosunku do przedsprzedaży sezonu „Zima 2019/2020”, która w porównywalnym okresie wyniosła 3,770 osób.

Wzrost cen paliw

Wskazujemy, że w ostatnich miesiącach zaobserwować można wyraźny wzrost cen paliwa lotniczego, co stwarza niekorzystne warunki dla organizatorów wycieczek. Obecny konflikt na Ukrainie ma negatywny wpływ na ceny paliw, a jego potencjalne przedłużanie się może prowadzić do utrzymywania się wysokich cen paliwa lotniczego, co z kolei może powodować dalsze wzrosty cen wyjazdów zagranicznych.

Cena paliwa lotniczego 'European Jet CIF NWE Cargo Spot' (USD / t) oraz zmiana rdr



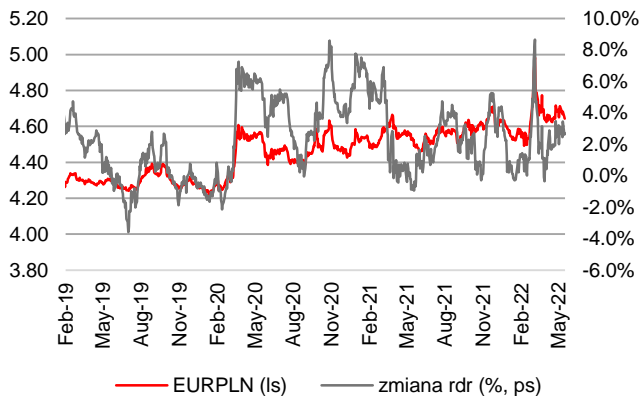
Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research



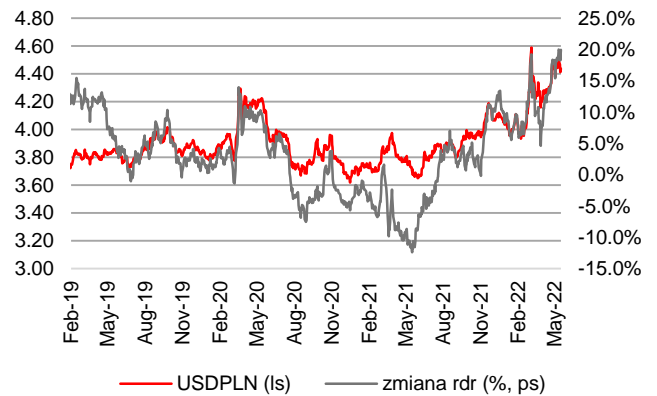
Zmiany kursów walutowych

W kwestii kursów walutowych sytuacja również pozostaje niekorzystna biorąc pod uwagę osłabienie się PLN wobec USD oraz względem EUR.

EURPLN oraz zmiana kursu rdr



USDPLN oraz zmiana kursu rdr

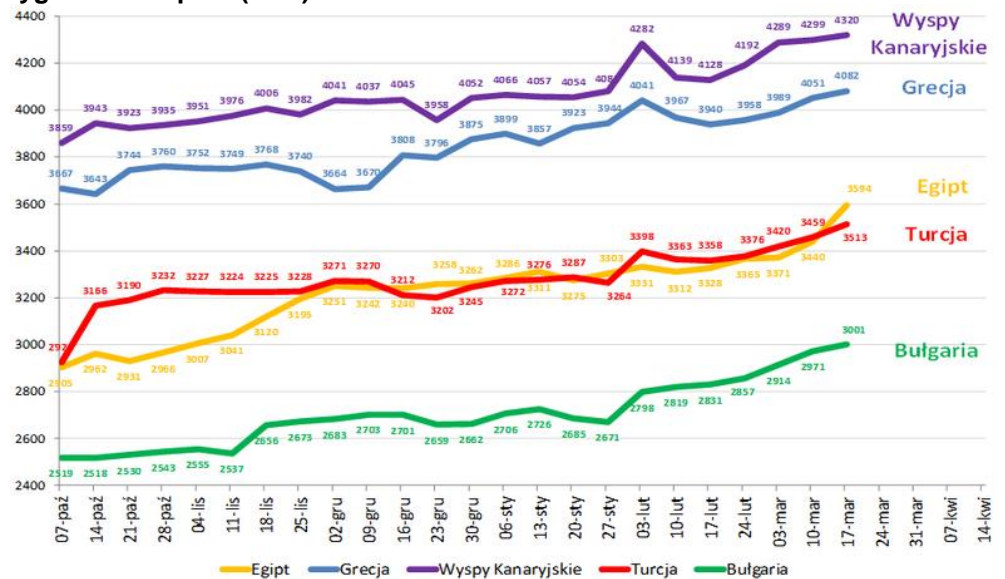


Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research

Rosnące ceny wyjazdów

Dane TravelData dotyczące wyjazdów w sezonie letnim wskazują na znaczący wzrost cen. Analiza cen wyjazdów w okresie 1-7 sierpnia, sugeruje, że średnia cena wyjazdu w porównaniu do średniej ceny z poprzedniego sezonu była wyższa o 533 złote.

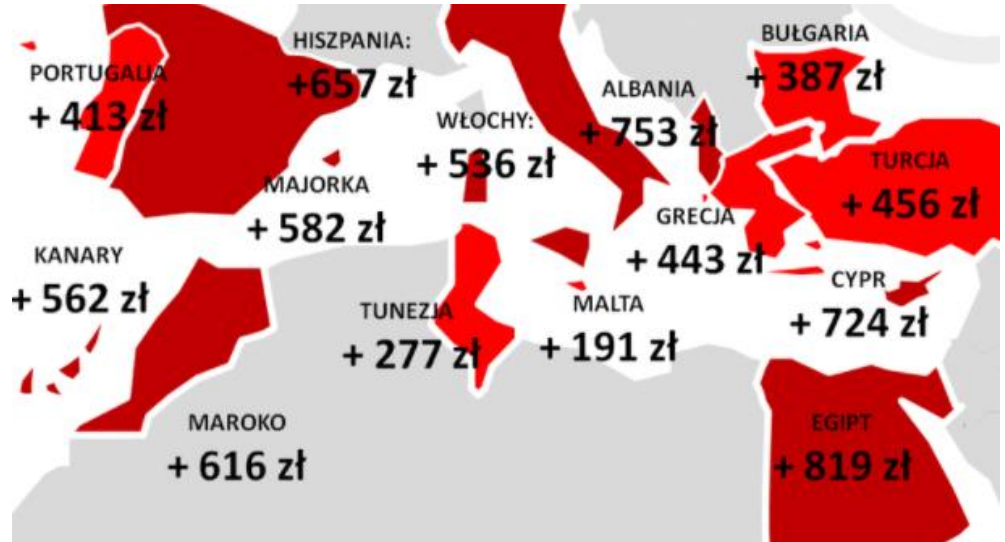
Średnie ceny wycieczek na głównych kierunkach z wylotami w pierwszym tygodniu sierpnia (PLN)



Źródło: TravelData, Wczasopedia, Pekao Equity Research



Zmiany średnich cen imprez turystycznych vs poprzedni rok



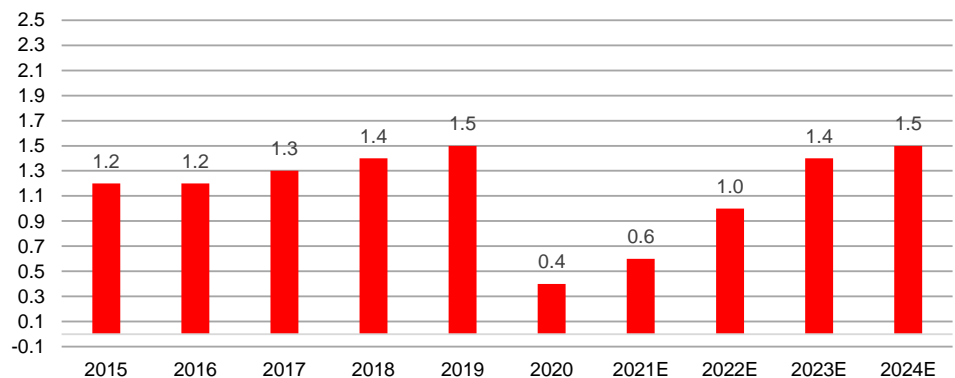
Źródło: TravelData, Wczasopedia, Pekao Equity Research

Uważamy, że wyższa cena wyjazdów zagranicznych może wpływać na tempo odbudowy wolumenów sprzedaży po pandemii COVID-19. Wysokie ceny wyjazdów, mogą negatywnie wpływać na popyt, dlatego sądzimy, że spółka chcąc zachęcić klientów do wyjazdów zagranicznych po okresie pandemii może zdecydować się na sprzedaż wyjazdów przy niższej marży.

Rynek turystyczny może stopniowo się odbudowywać

Prognoza dotycząca wolumeny przylotów na świecie przedstawiona przez TUI sugeruje, że powrotu wolumenów do poziomu sprzed pandemii COVID-19 można oczekiwać dopiero w 2024 roku. Wskazujemy, że powyższa prognoza może być zaburzona wpływem chińskiej polityki „zero COVID” i ograniczeniami wprowadzonymi przez chiński rząd w przemieszczaniu się ludności. Jednocześnie sądzimy, że odbudowywanie wolumenów wyjazdów zagranicznych może następować stopniowo, dlatego zakładamy, że liczba uczestników wyjazdów organizowanych przez Rainbow Tours powróci do poziomów z 2019 roku (sprzed pandemii) dopiero na przełomie lat 2023-2024.

Przyloty na świecie, zarówno turystyczne, jak i służbowe (bn)



Źródło: Euromonitor International, TUI, Pekao Equity Research



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 począwszy 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 osiągnięte 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 osiągnięte przez Rainbow Tours.

Kolejna fala pandemii COVID-19: Przywrócenie restrykcji w ruchu lotniczym, obawy konsumentów przed zorganizowanym podróżowaniem: Nasz scenariusz bazowy zakłada stopniową odbudowę ruchu turystycznego i brak mocnego uderzenia tzw. kolejnej fali pandemii czy też przywrócenia restrykcji w podróżowaniu. W 2022 roku zakładamy istotną poprawę sytuacji na rynku turystycznym, jednak bez powrotu do wolumenów z roku 2019. Naszym zdaniem coraz większa liczba zaszczepionych osób na świecie zmniejsza ryzyko związane z kolejną falą pandemii COVID-19.

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 przez jednego z istniejących bądź potencjalnego nowego gracza na rynku 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 obniżyć 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 2 miesięcy.

Ryzyko większej niż zakładana presji kosztowej, zwłaszcza z tytułu rosnących wynagrodzeń: Przyspieszenie tempa wzrostu wynagrodzeń, jeśli nie będzie im towarzyszyć wyraźnie mocniejsza konsumpcja, tworzą ryzyko większej presji na wyniki spółki poprzez kompresję marż.

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.

Podsumowanie wyceny

Nasza wycena spółki Rainbow Tours opiera się na metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF (waga 100% przy wyznaczeniu 12-miesięcznej ceny docelowej). Dla celów prezentacyjnych przedstawiamy także wynik wyceny opartej na metodzie porównawczej (waga 0%). W naszej opinii wycena DCF jest bardziej adekwatna niż inne metody wyceny m.in. z uwagi na: 1. Możliwość zawarcia w wycenie prognozy długoterminowych zysków i nakładów inwestycyjnych, 2. Uwzględnienie w wycenie specyficznych dla spółki czynników odzwierciedlonych w stopie dyskontowej oraz 3. Nie w pełni optymalną, w naszej ocenie, grupę spółek porównywalnych, która bazuje wyłącznie na podmiotach zagranicznych, z racji braku prognoz dla porównywalnych spółek w Polsce (niepublicznych).

Nasza wycena implikuje 12M cenę docelową na poziomie 23,7 PLN/akcję, co stanowi 10,8% potencjał do wzrostu. Wycena 12M bazuje na wycenie metodą DCF i porównawczą, z wagą odpowiednio 100% i 0%.

Rainbow Tours: Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Cena (PLN)	Waga (%)
12M DCF	23.7	100
12M Wycena porównawcza	73.6	0
Koszt kapitału własnego	16.2%	
12M cena docelowa	23.7	
Obecna cena	21.4	
Potencjał zmiany w zględem aktualnej ceny (%)	10.8%	

Źródło: Pekao Equity Research

Aktualizacja wyceny DCF

Obniżamy nasz szacunek 12-miesięcznej ceny docelowej dla akcji Rainbow Tours do 23,7 zł z poziomu 32,7 zł. Zmiana wynika głównie z prognozowanej przez nas niższej marży EBIT, wyższych nakładów kapitałowych w kolejnych latach oraz uwzględnienia w koszcie kapitału wyższej stopy wolnej od ryzyka.

Opracowaliśmy szczegółowy model finansowy dla działalności spółki do 2027 roku. W naszym modelu wykorzystujemy średni ważony koszt kapitału (WACC) dla lat 2022-27P wyliczony przy następujących założeniach:

1. stopa wolna od ryzyka 6,10%, 2. Premia za ryzyko rynkowe 6,00%, 3. Nielewarowana beta 1,00x i premia za ryzyko długu 2,00%.

Kalkulacja WACC

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	Terminal Year
Stopa wolna od ryzyka	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	4.0%
Premia za ryzyko rynkowe	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
Beta niezależowa (x)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Beta zależowa	1.68	1.61	1.53	1.46	1.40	1.35	1.35
Koszt kapitału własnego	16.2%	15.8%	15.3%	14.9%	14.5%	14.2%	10.7%
Koszt długu	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	6.0%
Koszt długu po podatku	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	4.9%
Dług/Kapitał własny	84.5%	75.3%	65.8%	56.8%	49.0%	42.6%	42.6%
Dług/(Dług+Kapitał własny)	45.8%	43.0%	39.7%	36.2%	32.9%	29.9%	29.9%
WACC	11.8%	11.8%	11.8%	11.9%	11.9%	11.9%	9.0%

Wycena DCF

(mln PLN)	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	Terminal Year
Przychody	1,852.6	2,076.4	2,283.7	2,497.0	2,659.9	2,755.3	2,796.7
EBIT	47.7	39.1	44.7	49.5	53.3	54.8	55.7
Podatek na EBIT	-9.1	-7.4	-8.5	-9.4	-10.1	-10.4	-10.6
NOPAT	38.7	31.7	36.2	40.1	43.2	44.4	45.1
Amortyzacja i odpisy	12.4	13.9	15.0	15.9	17.1	18.3	18.5
Zmiana kapitału obrotowego	-5.6	-6.6	-6.1	-6.3	-4.8	-2.8	-2.8
Nakłady inwestycyjne	-35.0	-29.1	-27.4	-27.5	-29.3	-27.6	-26.6
FCFF	10.5	9.9	17.7	22.3	26.3	32.3	39.9
<i>Wzrost po okresie prognozy</i>							1.5%
Wartość rezydualna							541.9
Stopa dyskonta	0.89	0.80	0.72	0.64	0.57	0.51	0.47
Zdyskontowane przepływy pieniężne	9.4	8.0	12.6	14.3	15.0	16.5	272.8
Wartość przedsiębiorstwa (EV) na 31.12.21	348.6						
Udziały mniejszości	41.1						
Dług netto	27.9						
Inne korekty	0.0						
Wartość kapitału własnego (31.12.2021)	279.6						
Liczba akcji (mln)	14.6						
12-miesięczna cena docelowa (PLN)	23.7						
Cena akcji na dzień 19.05.2022 (PLN)	21.4						
<i>Potencjał zmiany względem aktualnej ceny</i>	<i>10.8%</i>						

Wzrost przychodów	44.8%	12.1%	10.0%	9.3%	6.5%	3.6%	1.5%
Marża EBIT	2.6%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Stawka podatku	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Nakłady inwestycyjne/przychody	1.9%	1.4%	1.2%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%
Nakłady inwestycyjne/amortyzacja	282.1%	209.4%	183.2%	172.3%	171.1%	150.8%	143.3%

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

Wzrost po okresie prognozy/WACC	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
7.0%	25.0	27.0	29.4	32.2	35.5	39.6	44.7
8.0%	21.9	23.5	25.2	27.3	29.7	32.5	35.9
9.0%	19.6	20.8	22.2	23.7	25.5	27.5	29.9
10.0%	17.7	18.6	19.7	21.0	22.4	23.9	25.7
11.0%	16.1	16.9	17.8	18.8	19.9	21.2	22.6

Źródło: Pekao Equity Research



Aktualizacja wyceny porównawczej

Grupa porównawcza składa się z 11 wybranych przez nas spółek zagranicznych prowadzących działalność w zakresie usług turystycznych. W celu ustalenia 12-miesięcznej wyceny akcji spółki Rainbow Tours posługujemy się mnożnikami C/Z oraz EV/EBITDA na lata 2022E-2024E (mediana dla grupy porównawczej) i naszymi prognozami dla Rainbow Tours na te lata w zakresie odpowiednio zysku netto na akcję oraz zysku EBITDA i zadłużenia netto. 12-miesięczną wycenę akcji spółki Rainbow Tours wyznaczamy biorąc pod uwagę zważone wyceny dla poszczególnych okresów dla wskaźników C/Z oraz EV/EBITDA.

Wysokie dyskonto względem innych spółek z grupy porównawczej wynika z prognozowanych niskich wyników dla poszczególnych spółek i w rezultacie wysokich poziomów wskaźników C/Z czy EV/EBITDA dla tego okresu. Zwracamy uwagę, że dla części spółek porównywalnych nie są one dostępne, ze względu na prognozowane straty (wg konsensusu prognoz rynkowych z serwisu Bloomberg).

Rainbow Tours: Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	C/Z			EV/EBITDA		
		2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e
Corporate Travel Management	CTD AU	150.3	26.6	19.6	50.3	14.7	10.9
Emei Shan Tourism	000888 CH	105.8	19.3	15.7	n.a.	n.a.	n.a.
Flight Centre Travel Group	FLT AU	n.m.	39.9	18.7	n.m.	12.8	7.8
Fosun Tourism Group	1992 HK	50.5	16.4	11.2	7.6	5.1	3.8
Helloworld Travel	HLO AU	n.m.	n.m.	21.4	n.m.	12.7	6.2
Caissa Tosun Development	000796 CH	n.m.	62.3	69.4	n.a.	n.a.	n.a.
Modetour Network	080160 KS	139.5	18.6	13.3	58.6	13.7	10.1
On the Beach Group	OTB LN	32.6	14.6	12.6	13.8	6.8	5.4
TUI	TUI LN	27.8	7.2	6.1	4.8	3.5	3.0
UTour Group	002707 CH	n.m.	n.m.	44.1	n.a.	n.a.	n.a.
Voyageurs du Monde	ALVDM FP	52.8	21.5	16.9	15.8	6.9	13.7
Mediana		52.8	19.3	16.9	14.8	9.8	7.0

Rainbow Tours	8.0	9.3	8.0	4.7	4.9	4.1
<i>Premia/dyskonto vs. Mediana</i>	<i>-85%</i>	<i>-52%</i>	<i>-53%</i>	<i>-68%</i>	<i>-50%</i>	<i>-41%</i>
Implikowana cena za akcję PLN	140.5	44.5	45.3	70.5	43.2	35.8
<i>waga (%)</i>	<i>17%</i>	<i>17%</i>	<i>17%</i>	<i>17%</i>	<i>17%</i>	<i>17%</i>
Implikowana ważona cena za akcję PLN	63.3					
Implikowana ważona 12M cena na akcję PLN	73.6					

Wszystkie prognozy za wyjątkiem tych dla Rainbow Tours bazują na konsensusie Bloomberg

Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research

Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	434.5	1,279.4	1,852.6	2,076.4	2,283.7	2,497.0
Zysk brutto na sprzedaży	46.5	145.2	244.3	266.2	297.8	325.8
Koszty SG&A	93.6	154.8	206.5	237.1	263.1	286.3
Pozostała działalność operacyjna	1.5	29.5	10.0	10.0	10.0	10.0
EBITDA	-28.9	39.3	70.6	64.8	72.6	79.6
EBIT	-45.6	19.9	47.7	39.1	44.7	49.5
Salwo na działalności finansowej	-3.6	-2.9	-0.9	1.4	2.5	4.1
Pozostałe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk przed opodatkowaniem	-49.2	17.0	46.8	40.5	47.2	53.6
Podatek	-7.0	0.5	8.9	7.7	9.0	10.2
Zysk netto	-42.2	17.3	38.7	33.6	39.0	44.2
EPS (PLN)	-2.90	1.19	2.66	2.31	2.68	3.04
Bilans (mln PLN)						
Aktywa obrotowe	234.7	280.0	376.2	412.4	452.6	500.5
Należności	187.3	141.0	187.8	210.5	231.5	253.1
Środki pieniężne i ekwiwalenty	28.8	83.9	133.2	146.7	165.9	192.2
Pozostałe	18.7	55.1	55.2	55.2	55.2	55.2
Aktywa trwałe	240.1	275.0	305.4	327.4	346.2	364.3
Rzeczowe aktywa trwałe	209.1	236.9	267.2	289.3	308.0	326.0
Pozostałe	31.0	38.1	38.1	38.2	38.2	38.3
Aktywa (razem)	474.8	555.0	681.6	739.8	798.9	864.9
Kapitał własny	92.8	108.2	132.4	148.5	170.0	196.8
Zobowiązania długoterminowe	112.2	118.1	118.1	118.1	118.1	118.1
Kredyty bankowe i pożyczki	71.6	80.9	80.9	80.9	80.9	80.9
Pozostałe	40.7	37.2	37.2	37.2	37.2	37.2
Zobowiązania krótkoterminowe	269.8	287.6	390.0	432.1	469.6	508.9
Kredyty bankowe i pożyczki	137.8	31.0	31.0	31.0	31.0	31.0
Pozostałe	132.0	256.6	359.0	401.1	438.6	477.9
Kapitał własny i zobowiązania	474.8	555.0	681.6	739.8	798.9	864.9
Dług netto	180.6	27.9	-21.3	-34.8	-54.1	-80.3
Przepływy pieniężne (mln PLN)						
Zysk netto	-42.2	17.3	38.7	33.6	39.0	44.2
Amortyzacja	24.3	19.4	22.9	25.6	27.9	30.1
Pozostałe (włączając kapitał obrotowy)	-73.6	108.3	55.5	19.4	16.5	17.6
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	-91.5	145.0	117.1	78.6	83.4	91.9
Nakłady inwestycyjne	-32.7	-44.5	-35.0	-29.1	-27.4	-27.5
Pozostałe	3.8	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-28.9	-44.4	-35.0	-29.1	-27.4	-27.5
Dywidenda	0.0	0.0	-14.6	-17.5	-17.5	-17.5
Pozostałe	82.1	-45.5	-18.3	-18.6	-19.3	-20.7
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	82.1	-45.5	-32.8	-36.1	-36.8	-38.2
Przepływy pieniężne netto	-38.3	55.1	49.3	13.5	19.2	26.3
Środki pieniężne na koniec okresu	28.8	83.9	133.2	146.7	165.9	192.2
DPS (PLN)	0.00	0.00	1.00	1.20	1.20	1.20
Zmiana rdr						
Sprzedaż	-75%	194%	45%	12%	10%	9%
EBITDA	-152%	-236%	80%	-8%	12%	10%
EBIT	-218%	-144%	140%	-18%	14%	11%
Zysk netto	-248%	-141%	124%	-13%	16%	13%
EPS	-248%	-141%	124%	-13%	16%	13%
Wskaźnik rentowności						
marża EBITDA	-6.7%	3.1%	3.8%	3.1%	3.2%	3.2%
marża EBIT	-10.5%	1.6%	2.6%	1.9%	2.0%	2.0%
marża netto	-9.7%	1.3%	2.1%	1.6%	1.7%	1.8%
ROE	-45.5%	16.0%	29.2%	22.6%	22.9%	22.5%
Wskaźniki						
BVPS (PLN)	6.4	7.4	9.1	10.2	11.7	13.5
Dług netto/EBITDA	-6.2	0.7	-0.3	-0.5	-0.7	-1.0
Dług brutto/Kapitał własny	225.6%	103.4%	84.5%	75.3%	65.8%	56.8%

Źródło: Rainbow Tours, Pekao Equity Research

ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA PUBLIKACJĘ:

Biuro Maklerskie Pekao (BM) jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Polska Kasa Opieki S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Wołoska 18, 02-675 Warszawa, Polska. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Grzybowska 53/57, 00-844 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
Maksymilian Piotrowski	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 powiązanych z nim osób prawnych 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 zawarze 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 zamieszczane 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 następujących dwunastu miesięcy mieści się w zakresie od 0% do 15%.

Zalecenie **Sprzedaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następujących 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) 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