

Rainbow Tours

Czarne chmury nad konsumentem

W niniejszym raporcie aktualizujemy nasze prognozy finansowe i wyznaczamy 12-miesięczną cenę docelową na 20,5 PLN/akcja z rekomendacją „Trzymaj”. W tym roku spółka zaskakuje bardzo dobrą liczbą klientów względem całego sektora. W okresie letnim udało się odbudować poziomy z 2019 roku. W związku z istotnym wzrostem kosztów sektor musiał podnieść ceny w celu zniwelowania tego zjawiska, ale nie spotkało się to z dużą barierą po stronie popytu. Otoczenie w kolejnych kwartałach może być bardziej wymagające niż dotychczas na poziomie liczby klientów.

■ **Wyniki po III kw.'22 i perspektywa ostatniego kwartału.** Poziom zysku ze sprzedaży wyniósł 60.3mln PLN i zanotował wzrost o około 11% względem III kw.'19. W ujęciu narastającym od początku roku wyniki są jeszcze poniżej poziomu z 2019 roku w związku ze stopniową odbudową liczby klientów na przestrzeni całego roku. W okresie zimowym widać, że spółka mocno walczy o wzrost liczby klientów i notuje dobre wyniki sprzedażowe przy w dalszym ciągu wysokich cenach wycieczek. W IV kw.'22P zakładamy stratę na sprzedaży na poziomie około 17mln PLN vs -14mln PLN w IV kw.'19. Większa presja na pierwszą marżę w związku z wyższymi kosztami przewozu lotniczego względem tamtego okresu.

■ **Perspektywy na rok 2023.** W związku z przyspieszającym spadkiem realnych wynagrodzeń i presją na dochód rozporządzalny u konsumentów zakładamy, że liczba klientów spadnie o około 4% w kolejnym roku. Dodatkowo oczekujemy spadku cen wycieczek o około 8%. Wynika to z efektu bazy na cenie paliwa lotniczego z okresu IV-VIII'22. Niewielki spadek liczby klientów traktujemy jako relatywnie optymistyczny scenariusz, ponieważ uwzględniając zmianę nawyków konsumenckich myślimy, że może wystąpić chęć szukania wycieczek w niższych cenach lub skrócenie długości urlopu niż całkowita rezygnacja. Z uwagi na wystąpienie w bazie wysokich kosztów przelotów lotniczych zakładamy poprawę pierwszej marży o około 2 p.p. r./r. (dynamiczne wzrosty w okresie III-V'22).

Podstawowe dane finansowe (mln PLN)

mIn PLN	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Sprzedaż	434	1279	2334	2065	2147	2384
EBITDA	-29	39	60	53	58	71
EBITDA skor.*	-36	-1	43	36	41	54
EBIT	-46	20	33	26	31	43
Zysk netto**	-42	17	21	14	19	30
EPS	-2.90	1.19	1.42	0.99	1.29	2.06
P/BV	3.0	2.6	2.6	2.5	2.4	2.0
DY	0.0	0.0	8%	4%	4%	4%
P/E	-	-	13.6	19.6	15.0	9.3
EV/EBITDA	-	-	6.2	7.8	6.7	4.9

*FCF i EBITDA przed MSSF 16 skor. zdarzenia jednorazowe, ** zysk netto dla akcjonariusza jednostki dominującej

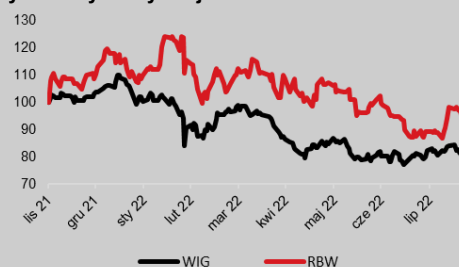
Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Trzymaj (bez zmian)

Cena docelowa 20,5 PLN

Potencjał wzrostu 6%
 Cena na 29 listopada 19,3 PLN

Wykres siły relatywnej vs. WIG



WYDARZENIA KORPORACYJNE

INFORMACJE OGÓLNE

Reuters/Bloomberg	RBW.WA/RBW.PW
Akcje w wolnym obrocie (%)	37.0
Kapitalizacja (mln zł)	281
Liczba akcji (mln)	14.6

Akcjonariat

S. Wysmyk	12,8%
NN PTE	11,8%
Elephant Capital Sp. z o.o.	11,3%
Flyoo Sp. z o.o.	10,8%
TCZ Holding Sp. z o.o.	11,1%
Generali PTE	6,9%

Dariusz Dziubiński

dariusz.dziubinski@pekao.com.pl



Aktualizacja prognoz i wyceny

Aktualizacja prognoz finansowych

Pomimo wyższej uzyskiwanej dynamiki wzrostu przychodów ze sprzedaży to strona kosztowa wywiera większą presję na poziom pierwszej marży jak i na ogólny poziom kosztów w bieżącym roku. W związku z czym obniżamy prognozy wyników finansowych jak i zakładany poziom marż operacyjnych. W tym roku można zaobserwować istotny wzrost cen wycieczek turystycznych o około +25-30% r./r., ale wzrost cen stawek przewozu lotniczego i pozostałych kosztów nie jest wystarczający do przerzucenia na konsumenta całości wzrostu (KWS + SG&A). W okresie letnim doszło do odbudowy liczby klientów (~+2%) do poziomu z 2019 roku, a w ostatnich danych widać już istotne przebicie względem tego okresu na rezerwację na sezon zimowy (+27%). Wzrost liczby klientów i dodatkowo utrzymanie wysokich cen powinno przełożyć się na relatywnie dobre wyniki w IV kw.'22P jak i w I kw.'23P. Jednakże należy nadmienić, że oba sezony pod względem struktury klientów istotnie różnią się i obecna poprawa może nie być wskazaniem co do perspektyw na sezon letni w kolejnym roku.

W większym stopniu nasze obawy o popyt konsumencki widać w prognozach na kolejny rok, w szczególności w okresie letnim. Wzrost cen kosztów powinien być dużo mniejszym problemem niż w tym roku na poziomie pierwszej marży w porównaniu do 2019 roku (-2,5 p.p. vs 2019 rok). Presja na wzrost kosztów od strony bazy hotelarskiej powinna zostać utrzymana, a w pewnym stopniu może być amortyzowana średnio-długoterminowymi kontraktami cenowymi. **Dodatkowo oczekujemy kumulacji wpływu negatywnych czynników na dochód rozporządzalny konsumenta w I poł.'23 roku.** Dlatego też zakładamy spadek liczby klientów o około 4% względem tego roku. Oprócz tego klient powinien być bardziej wrażliwy cenowo w związku z czym może wystąpić większa presja w sektorze na obniżki cen przy większej walce o utrzymanie lub mniejszy spadek liczby klientów. Jak widać nie zakładamy dużego spadku liczby klientów pomimo bardzo wymagającego otoczenia gospodarczego. Bardziej widzielibyśmy brak chęci z całkowitej rezygnacji z wycieczki, ale np. wybór tańszych destynacji czy krótszych wyjazdów. Na poziomie pierwszej marży przy obecnych cenach paliwa lotniczego przed kolejnym sezonem będzie widoczny efekt wysokiej bazy w związku z czym w ujęciu rok do roku będą widoczne spadki tych kosztów. Specyfika wzrostu w zeszłym roku może pozytywnie wpłynąć na poziom marży brutto na sprzedaży (2023P: +1.9 p.p. r./r.) Aktualnie ceny są niższe o około 20% w porównaniu do średniej ceny z okresu IV-VIII'22. Na poziomie kosztów SG&A znaczna część kosztów może mieć charakter stały więc może wystąpić problem z dostosowaniem struktury kosztów do mniejszego wzrostu lub spadku całkowitej marży na produkcje.

Rainbow Tours: zmiana prognoz finansowych

mln PLN	2022P			2023P			2024P		
	Obecnie	Poprzednio	Różnica (%)	Obecnie	Poprzednio	Różnica (%)	Obecnie	Poprzednio	Różnica (%)
Sprzedaż	2 334	1 853	26%	2 065	2 076	-1%	2 147	2 284	-6%
Zysk brutto na sprzedaży	260	244	7%	268	266	1%	279	298	-7%
Koszty SG&A	-228	-207	10%	-242	-237	2%	-247	-263	-6%
Zysk netto na sprzedaży	32	38	-15%	26	29	-10%	31	35	-10%
EBITDA	60	71	-15%	53	65	-19%	58	73	-20%
EBIT	33	48	-31%	26	39	-33%	31	45	-30%
Zysk netto	21	39	-47%	14	34	-58%	19	39	-52%
MBNS (%)	11.1%	13.2%		13.0%	12.8%		13.0%	13.0%	
Marża EBITDA (%)	2.6%	3.8%		2.6%	3.1%		2.7%	3.2%	
Marża EBIT (%)	1.4%	2.6%		1.3%	1.9%		1.5%	2.0%	
Marża netto (%)	0.9%	2.1%		0.7%	1.6%		0.9%	1.7%	

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research



Wycena

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 prognoz 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 20,5 PLN/akcję, co stanowi 6% potencjał do wzrostu.

Rainbow Tours: Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Cena (PLN)	Waga (%)	Poprzednia	Zmiana
12M DCF	20.5	100%	23.7	-13%
12M Wycena porównawcza	12.4	0%	73.6	-83%
Koszt kapitału własnego	13.4%			
12M cena docelowa	20.5		23.7	-13%
Obecna cena	19.3			
Potencjał zmiany względem aktualnej ceny (%)	6.4%			

Źródło: Pekao Equity Research

Aktualizacja wyceny DCF

Obniżamy nasz szacunek 12-miesięcznej ceny docelowej dla akcji Rainbow Tours do 20,5 PLN/akcja z poziomu 23,7 PLN/akcja. Zmiana wynika głównie z obniżenia prognoz finansowych na kolejne lata o około 20%, ale przy zmniejszeniu oczekiwanych nakładów inwestycyjnych z uwagi na bieżące otoczenie gospodarcze (rozbudowa bazy hotelowej). W naszym modelu wykorzystujemy średni ważony koszt kapitału (WACC) dla lat 2023-28P przy następujących założeniach:

1. Stopa wolna od ryzyka (10Y POL): 7.4% (średnia ostatnich dwóch miesięcy na rynku),
2. Premia za ryzyko rynkowe: 6,00%,
3. nielewarowana beta: 1,00x i
4. Premia za ryzyko długu: 2,50%.

Kalkulacja WACC

Kalkulacja WACC	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	Rok końcowy
Stopa wolna od ryzyka	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	4.0%
Premia za ryzyko rynkowe	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt kapitału własnego	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	9.0%
Koszt długu	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	6.5%
Koszt długu po podatku	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	5.3%
Waga kapitału własnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
WACC	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	9.0%

Wycena DCF

(mln PLN)	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	Rok końcowy
Przychody	2 065	2 147	2 384	2 527	2 679	2 841	2 883
EBIT	26.1	31.5	43.4	49.8	54.2	57.4	37.5
Podatek na EBIT	-5.0	-6.0	-8.3	-9.5	-10.3	-10.9	-7.1
NOPAT	21.1	25.5	35.2	40.4	43.9	46.5	30.4
Amortyzacja i odpisy	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0
Zmiana kapitału obrotowego	15.9	-2.7	-6.8	-3.6	-3.8	-4.2	0.0
Nakłady inwestycyjne	-10.0	-20.0	-20.0	-18.9	-19.7	-20.5	-21.3
FCFF	12.2	25.2	39.0	42.0	44.9	47.2	26.1

Wzrost po okresie prognozy

Wartość rezydualna 1.5% 353.4

Stopa dyskonta 0.88 0.78 0.69 0.60 0.53 0.47 0.43

Zdyskontowane przepływy pieniężne na 31.12.2022 10.8 19.6 26.7 25.4 24.0 22.2 163.7

Wartość przedsiębiorstwa (EV) na 31.12.2022 292.4

Udziały mniejszości 41.1

Dług netto -15.1

Inne korekty 0.0

Wartość kapitału własnego (31.12.2022) 266.4

Liczba akcji (mln) 14.6

12-miesięczna cena docelowa (PLN) 20.5

Cena akcji na dzień 29.11.2022 19.3

Potencjał zmiany względem aktualnej ceny 6.4%

Wzrost przychodów	-12%	4%	11%	6%	6%	6%	1.5%
Marża EBIT	1.3%	1.5%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%	1.3%
Stawka podatku	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Nakłady inwestycyjne/przychody	0.5%	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
Nakłady inwestycyjne/amortyzacja	59%	118%	118%	111%	116%	120%	125%

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

Wartość końcowa/WACC	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
7.0%	21.4	22.5	23.7	25.1	26.8	28.9	31.6
8.0%	19.7	20.5	21.4	22.5	23.7	25.1	26.8
9.0%	18.4	19.0	19.7	20.5	21.4	22.5	23.7
10.0%	17.4	17.9	18.4	19.0	19.7	20.5	21.4
11.0%	16.5	16.9	17.4	17.9	18.4	19.0	19.7

Źródło: Pekao Equity Research



Aktualizacja wyceny porównawczej

Grupa porównawcza składa się z pięciu 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 2023E-2025E (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 P/E oraz EV/EBITDA. Względem poprzedniego raportu ograniczyliśmy istotnie liczbę spółek w grupie porównawczej w celu lepszego oddania bieżącej wyceny sektora.

Rainbow Tours: Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	P/E			EV/EBITDA		
		2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
TUI	TUI LN	7.2	5.8	4.9	3.8	3.8	2.2
On the Beach Group	OTB LN	8.9	6.9	5.0	5.2	4.1	3.8
Voyageurs du Monde	ALVDM FP	14.9	13.3	13.3	3.1	2.8	2.5
Helloworld Travel	HLO AU	16.7	9.4	8.0	3.3	2.4	2.0
Flight Centre Travel Group	FLT AU	16.3	12.2	10.0	7.5	6.2	6.0
Mediana		14.9	9.4	8.0	3.8	3.8	2.5
Rainbow Tours		19.7	15.1	9.4	7.8	6.8	4.9
<i>Premia/dyskonto vs Mediana</i>		32%	60%	17%	105%	79%	96%
Implikowana cena za akcję PLN		14.7	12.1	16.5	6.7	8.1	7.7
<i>waga (%)</i>		33%	33%	33%	33%	33%	33%
Implikowana ważona cena za akcję PLN		11.0					
Implikowana ważona 12M cena na akcję PLN		12.4					

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

Ostatnie wydarzenia

Wyniki za trzeci kwartał 2022 roku i w ujęciu narastającym

Podsumowanie kluczowych informacji (wyniki finansowe w tabelce):

- **Efekt cenowy nie wolumenowy w wynikach.** W większym stopniu wyniki za trzeci kwartał jak i cały bieżący rok są efektem wzrostu cen niż wzrostu liczby klientów względem 2019 roku. Jednakże względem konkurencji i założeń z ubiegłych kwartałów spółka uzyskała wynik na liczbie klientów lepszy od oczekiwań. **Wiele firm z sektora wskazuje, że nie udało się jeszcze w pełnym stopniu odbudować liczby klientów do okresu z przed pandemią.**
- **Wysokie saldo pozostałej działalności w wynikach za III kw.'21.** Spółka rozpoznała umorzenie pożyczki od PFR w kwocie około 18.6mln PLN. Dlatego też bardziej porównywalnym wynikiem jest zysk(strata) ze sprzedaży i wzrost o około 68% r./r. **W I-III kw.'22 wynik względem 2019 roku niższy o 23%.**
- **Wypłata dywidendy w wysokości 1,5 PLN/akcja.**

Rainbow Tours: Wyniki kwartalne

mln PLN	III kw.'21	IV kw.'21	I kw.'22	II kw.'22	III kw.'22	r./r. kw./kw.	konsensus	vs. konsensus	YTD'19	YTD'21	YTD'22	r./r.	vs 19	
Przychody ze sprzedaży	687.5	272.3	315.8	504.7	1113.1	62%	121%	1 006	11%	1 478	1 007	1 934	92%	31%
- średnia cena paliwa*										2 432	2 252	5 470	143%	125%
Zysk (strata) brutto na sprzedaży	98.4	15.6	30.0	46.8	140.2	42%	200%			209	130	217	67%	4%
SG&A	-62.6	-42.3	-37.5	-50.7	-79.9	28%	58%			-146	-113	-168	49%	15%
Zysk (strata) ze sprzedaży	35.8	-26.7	-7.5	-3.9	60.3	68%	-			63	17	49	186%	-23%
EBITDA	62.2	-16.7	-1.3	2.6	68.8	11%	-	59	16%	75	56	70	25%	-7%
EBIT	57.9	-22.2	-7.8	-4.1	62.0	7%	-	53	17%	63	42	50	19%	-20%
Zysk netto	49.2	-17.4	-6.4	-4.2	49.3	0%	-	42	16%	49	35	39	12%	-20%
Marże operacyjne														
Marża brutto na sprzedaży	14.3%	5.7%	9.5%	9.3%	12.6%					14.1%	12.9%	11.2%		-1.6%
zmiana w p.p. r./r.	-2.7%	5.7%	-2.0%	0.0%	-1.7%									
SG&A %	9.1%	15.5%	11.9%	10.0%	7.2%					-9.9%	-11.2%	-8.7%		2.5%
zmiana w p.p. r./r.	-6.2%	-	-14.3%	-2.3%	-1.9%									
marża zysk (strata) ze sprzedaży	5.2%	-9.8%	-2.4%	-0.8%	5.4%					4.3%	1.7%	2.5%		0.8%
zmiana w p.p. r./r.	6.7%	-	10.3%	1.7%	-2.8%									
Bilans i przepływy pieniężne														
Dług netto przed MSSF 16	144	-14	-31	-144	-180					144	-180			
ND / EBITDA przed MSSF 16	4.88	-	-	-	-					4.88	-			
OCF ex IFRS 16	-34	150	19	67	-12					-29	74			
CAPEX	-6	-33	-11	-10	-11					-12	-32			
FCF	-39	117	9	57	-22					-40	43			
Wycena wskaźnikowa														
EV/EBITDA (bieżące)	14.5	6.8	5.9	3.0	1.9					14.5	1.9			
PE (bieżące)	42.1	16.3	14.0	13.3	13.2					42.1	13.2			

* średnia cena paliwa European Jet CIF NWE Cargo Spot (PLN/t) w okresie IV-VIII, udział paliwa w koscie produktu może stanowić około 40-50%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research



Sprzedaż w październiku oraz poziom przedsprzedaży imprez turystycznych

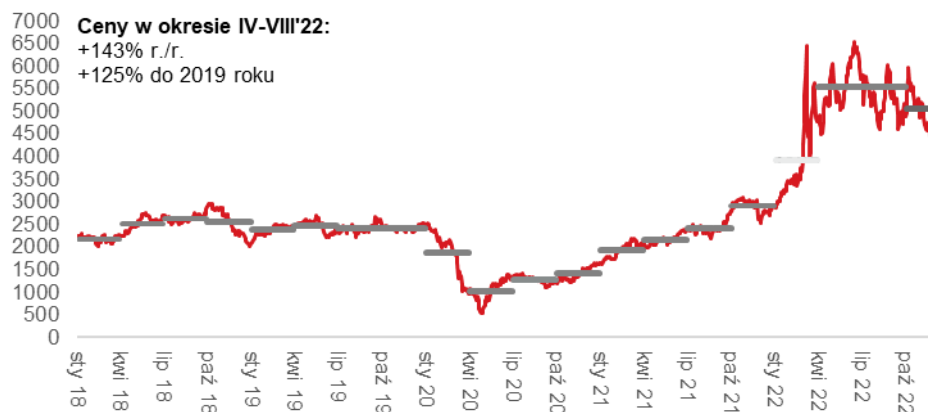
Spółka poinformowała, że przychody ze sprzedaży w październiku 2022 wyniosły 106,8 mln PLN (wobec 72,9 mln wypracowanych w październiku 2021 / jednostka), co oznacza 54% wzrost w porównaniu do wyniku z października 2019 roku. Narastająco, od początku roku przychody ze sprzedaży wyniosły 2123,3mln PLN (w porównaniu do 1138,3 mln PLN w porównywalnym okresie w 2021 roku). Względem porównywalnego okresu przed pandemią jest to wzrost o 35,8% (tj. do 2019 roku). **Zakładamy, że zdecydowana większość wzrostu wyniku z efektu cenowego niż wzrostu bazy klientów.** W tym roku można zakładać, że średni wzrost cen w sektorze wynosi około 25-30% rok do roku, więc skumulowany wzrost względem 2019 roku może wynosić około 30-35%. **Taki poziom sprzedaży przy uwzględnieniu efektu cenowego może oznaczać, że w tym roku dojdzie do odbudowy bazy klientów w stosunku do 2019 roku.**

Dane przedsprzedaży oferty „Zima 2022/2023” (wycieczki realizowane w miesiącach: listopad 2022 r. – marzec 2023 r.), na koniec października, sugerują silne odbicie sprzedaży i pobicie wyników z 2019 roku. Przedsprzedaż wyniosła 64.720 rezerwacji, co oznacza, wzrost o 38% w porównaniu do tego samego okresu 2021 roku i oznacza to także wzrost względem porównywalnego okresu 2019 roku o 27%. Widać przyspieszenie wzrostu rezerwacji względem okresu letniego. Wielkość zrealizowanej przedsprzedaży imprez turystycznych z oferty sezonu „Lato 2022” wyniosła na podstawie ostatnich danych około 282.066 osób (+2% względem 2019 roku).

Perspektywa cen wycieczek na kolejne kwartały

O podobnej porze w zeszłym roku proces budowania cen na sezon letni nie wskazywał na bardzo istotny wzrost cen który będzie miał miejsce w tym roku. Szacujemy, że średni koszt wycieczki zagranicznej mógł ulec zwiększeniu o około 25-30% rok do roku. Jak widać na wykresie wzrost cen istotnie przyspieszył w związku ze wzrostem cen paliwa lotniczego i osłabieniem kursu PLN względem USD w szczególności w pierwszym półroczu. 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 wyhamowanie osłabienia PLN względem USD. **W związku z czym jeżeli w kolejnych miesiącach dojdzie do dalszego osłabienia aktywności gospodarczej i utrzymanie się na bieżących poziomach cen paliwa lotniczego to zachowanie cen wycieczek może ulec zmianie i mogą występować obniżki.** W prognozach przy bieżącym otoczeniu gospodarczym i cenach zakładamy spadek średniej ceny wycieczki na okres letni około 8%.

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

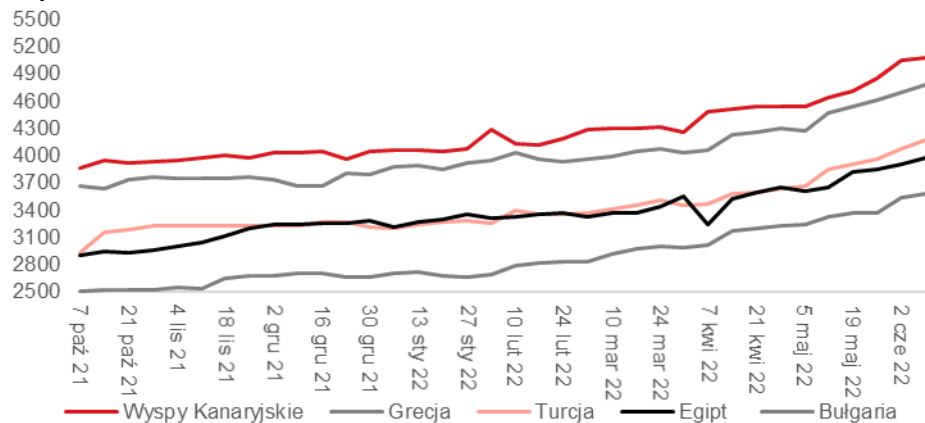


Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research



Touropreatorzy działają na relatywnie niskich marżach netto około 1-2%, dlatego też każda zmiana strony kosztowej jest widoczna w cenach. Przy dobrym rynku turystycznym spadek cen mógłby pozytywnie wpływać na poziom marży brutto na sprzedaży, ale przy obecnej fazie cyklu gospodarczego mamy obawy dotyczące poziomu wycieczek w kolejnym sezonie. **Pomimo tego zakładamy, w prognozach poprawę pierwszej marży o około 2 p.p. rok do roku.** Poniżej zmiana cen w okresie X-21 do VI'22 dla różnych destynacji. Warto wspomnieć, że w wielu umowach czarterowych linia lotnicza stosuje średnią cenę paliwa sprzed 2 miesięcy.

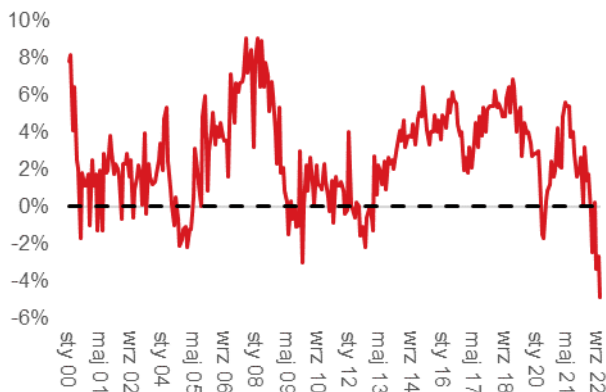
2. Średnie ceny wycieczek na głównych kierunkach z wylotami w pierwszym tygodniu sierpnia



Źródło: Pekao Equity Research na podstawie Instytut Badań Rynku Turystycznego Traveldata

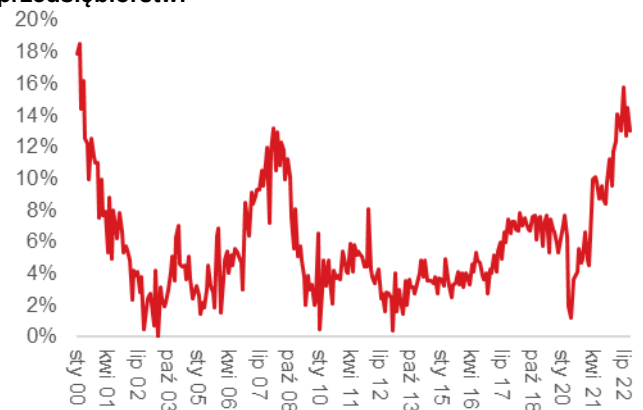
W pierwszym półroczu może wystąpić kumulacja negatywnych czynników wpływająca na dochód rozporządzalny gospodarstw domowych. Taki stan rzeczy głównie łączymy z silnym i przyspieszającym trendem spadku realnych wynagrodzeń. Na początku roku w dalszym ciągu powinien być widoczny efekt wysokiej inflacji dóbr podstawowych i wydatków autonomicznych. Dodatkowo efekt wakacji kredytowych będzie miał mniejszy wpływ niż w tym roku i w większym stopniu obciążą budżety gospodarstw domowych. Taki obraz nastrojów konsumenckich nie napawa optymizmem na założenia parametrów na kolejny rok. Efekt ujemnych realnych wynagrodzeń może być bardziej widoczny w danych o sprzedaży detalicznej w kolejnych kwartałach. **Podsumowując przy słabszych wolumenach może pojawić się większa presja na dostosowanie cen w dół w sytuacji kontynuacji spadku cen paliw w celu walki o poziom sprzedanych wycieczek.** Traktujemy to jako negatywny scenariusz dla prognoz finansowych.

3. Realna dynamika zmiany wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw (wzrost wynagrodzeń – CPI)



Źródło: GUS, Pekao Equity Research

4. Nominalna dynamika zmiany wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw.





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.

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

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

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

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

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

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

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

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

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



Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Sprzedaż	434	1 279	2 334	2 065	2 147	2 384
Zysk brutto na sprzedaży	47	145	260	268	279	315
Koszty SG&A	-94	-155	-228	-242	-247	-272
Pozostała działalność operacyjna	1	30	1	0	0	0
EBITDA MSR 17 skor.	-36	-1	43	36	41	54
EBIT	-46	20	33	26	31	43
Saldo na działalności finansowej	-4	-3	-3	-2	-2	0
Zysk przed opodatkowaniem	-49	17	30	24	29	43
Podatek	-7	0	-4	-5	-6	-8
Zysk netto jednostki dominującej	-42	17	21	14	19	30
EPS (PLN)	-2.90	1.19	1.42	0.99	1.29	2.06
Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa obrotowe	235	280	381	346	349	371
Środki pieniężne i ekwiwalenty	29	84	69	64	58	53
Pozostałe	206	196	312	283	292	318
Aktywa trwałe	240	275	269	269	279	289
Rzeczowe aktywa trwałe	152	188	182	182	192	202
Pozostałe	88	87	87	87	87	87
Aktywa (razem)	475	555	650	615	629	660
Kapitał własny	93	108	107	111	118	137
Zobowiązania długoterminowe	112	118	109	113	109	98
Kredyty bankowe i pożyczki	27	39	30	34	31	19
Pozostałe	85	79	79	79	79	79
Zobowiązania krótkoterminowe	270	288	393	351	360	384
Kredyty bankowe i pożyczki	138	31	24	27	24	15
Pozostałe	132	257	370	324	336	369
Kapitał własny i zobowiązania (razem)	475	555	650	615	629	660
Dług netto MSR17	137	-14	-15	-3	-3	-19
Przepływy pieniężne (mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Zysk netto	-42	17	21	14	19	30
Amortyzacja	17	19	27	27	27	27
Pozostałe (włączając kapitał obrotowy)	-66	108	-3	-16	3	7
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	-92	145	44	25	48	64
Nakłady inwestycyjne	-33	-44	-4	-10	-20	-20
Pozostałe	-4	0	0	0	0	0
Przepływy pieniężne z działalności	-29	-44	-4	-10	-20	-20
Dywidenda	0	0	-22	-10	-11	-11
Pozostałe	82	-46	-34	-10	-23	-37
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	82	-46	-56	-20	-34	-49
Przepływy pieniężne netto	-38	55	-15	-5	-6	-4
Środki pieniężne na koniec okresu	29	84	69	64	58	53
DPS (PLN)	0.00	0.00	1.50	0.71	0.79	0.77
Zmiana rdr						
Sprzedaż	-73%	194%	82%	-12%	4%	11%
EBITDA	-	-	-	-17%	15%	30%
EBIT	-	-	66%	-21%	21%	38%
Zysk netto	-	-	20%	-31%	31%	60%
EPS	-	-	20%	-31%	31%	60%
Wskaźniki rentowności						
Marża brutto na sprzedaży	10.7%	11.4%	11.1%	13.0%	13.0%	13.2%
Marża EBIT	-10%	1.6%	1.4%	1.3%	1.5%	1.8%
Marża netto	-10%	1.3%	0.9%	0.7%	0.9%	1.3%
ROE	-38%	17%	19%	13%	16%	24%
Wskaźniki						
BVPS (PLN)	6.4	7.4	7.4	7.6	8.1	9.4
Dług netto/EBITDA	-	-	-0.4	-0.1	-0.1	-0.3
Dług brutto/Kapitał własny	147%	-12%	-14%	-3%	-2%	-14%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research



ANALITYCY SEKTOROWI

Główny Analityk, Górnictwo, Budownictwo

Tomasz Duda
tomasz.duda2@pekao.com.pl

Banki, Finanse

Michał Fidelus
michal.fidelus@pekao.com.pl

Chemia, Paliwa

Krzysztof Kozieł, CFA
krzysztof.koziel@pekao.com.pl

Handel detaliczny

Dariusz Dziubiński
dariusz.dziubinski@pekao.com.pl

IT, Gry wideo

Emil Popławski – makler papierów wartościowych
emil.poplawski@pekao.com.pl

Energetyka, Biotechnologia

Marcin Górnik
marcin.gornik@pekao.com.pl

Telekomunikacja, E-commerce

Konrad Musiał
konrad.musial@pekao.com.pl

Maciej Madej

maciej.madej@pekao.com.pl

Rynki Zagraniczne

Patryk Olszanowski, CFA
patryk.olszanowski@pekao.com.pl

Damian Szparaga, CFA

damian.szparaga@pekao.com.pl

BIURO ANALIZ INWESTYCYJNYCH

Projekcje rynkowe

Piotr Kaźmierkiewicz
piotr.kazmierkiewicz@pekao.com.pl

Analiza techniczna

Bartosz Kulesza – makler papierów wartościowych
bartosz.kulesza@pekao.com.pl

KONTAKT, ADRES PUBLIKACJI

Biuro Maklerskie Pekao

ul. Wołoska 18, 02-675 Warszawa
bm@pekao.com.pl

Infolinia BM:

- 800 105 800 (bezpłatnie),
- +48 22 591 22 00 (koszt wg cennika operatora)

Internet

www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie

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 OBRĘBIE 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	0	Brak	-	-

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 zawarła 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 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