

Rainbow Tours

Czas na rekordowe wakacje

Rekordowe wyniki na horyzoncie. Można odnieść wrażenie, że wszystkie kluczowe czynniki operacyjne sprzyjają całemu sektorowi jak i spółce. Wzrost rynku, a za tym wzrost wolumenów sprzedażowych jest bardzo istotny (+44% przedsprzedaż na Lato 2023) i praktycznie rekordowy. W dalszym ciągu na rynku występuje wzrost cen w ujęciu rok do roku (+15-20% r./r.). Dodatkowo analizując strukturę kosztów można wskazać, że wzrost kosztu per wycieczka będzie niewiele wyższy niż rok temu, a może być istotnie niższy niż wzrost cen. **Taki obraz otoczenia rynkowego wskazuje, że ten rok powinien być rekordowy dla spółki pod względem wygenerowanych przychodów ze sprzedaży jak i wyników operacyjnych.** Uwzględniając bieżące otoczenie rynkowe i dane operacyjne ze spółki bardzo istotnie podnosimy prognozy finansowe na ten rok i kolejne lata. **W kolejnych latach zakładamy w modelu, że znormalizowany poziom marży netto może wynosić około 2.0%.** Ten rok pokazuje, że popyt jest mniej wrażliwy na zmianę cen niż można było tego oczekiwać w stosunku do poprzednich lat. Dlatego też wydaje się być to istotnym aspektem wyników tegorocznych w kontekście kolejnych lat i możliwych wahań strony kosztowej i zarządzanie procesem cenowym. Z czynników ryzyka należałoby wskazać potencjalnie większą aktywność konkurencji jeżeli dojdzie do istotnego rozszerzenia marż operacyjnych/netto i poprawy rentowności kapitału w sektorze, co mogłoby spowodować chęć większej rywalizacji o udziały rynkowe.

Perspektywy 2023p. Przychody ze sprzedaży po kwietniu wynoszą 693mln PLN (+75% r./r. / +120% vs YTD'19), a przedsprzedaż rośnie w tempie >+40%. Kilka czynników może wskazywać na to, że w tym roku mógł wzrosnąć odsetek osób robiących wcześniejszą rezerwację na wyjazdy, ale nie powinno to notować istotnych odchyśleń od poprzednich lat. Nasza prognoza zakłada, że wzrost liczby sprzedanych wycieczek wyniesie około +20% r./r., przy około +14% r./r. wzroście średniego przychodu z wycieczki/uczestnika. Dodatkowo perspektywy poprawy marży brutto na sprzedaży są również obiecujące. Ceny wycieczek notują wzrost, a wiele wskazuje na to, że w ujęciu rocznym koszty wycieczki wzrosną nieznacznie. **Taki poziom KPI's może wpłynąć znacząco pozytywnie na marże jak można było to odnotować w I kw.'23.** Podsumowując oczekujemy dalszej silnej poprawy wyników operacyjnych w tym roku przy tak silnym otoczeniu rynkowym. Kolejne lata w sektorze także powinny być relatywnie dobre jeżeli przy tak dużym spadku realnych dochodów rozporządzalnych w całej gospodarce, a popyt na wycieczki notuje istotne wzrosty w tym roku. Czy jest to trend strukturalny będzie można naszym zdaniem ocenić w perspektywie lat 2023-25, ponieważ na rynku mogło być dużo odroczonego popytu po zmienności z lat 2020-21. **Wszystkie te czynniki powodują, że podnosimy naszą rekomendację na KUPUJ z TRZYMAJ, a 12-miesięczną cenę docelową podnosimy do 60 PLN/akcję (+192% vs poprzednia wycena).** Silny bilans i znacząca poprawa poziomu FCF powinno umożliwić wypłatę wysokiego poziomu dywidendy w najbliższych latach.

Podstawowe dane finansowe (mln PLN)

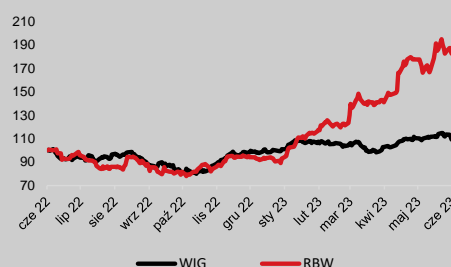
mln PLN	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Sprzedaż	1279	2393	3261	3458	3770	4111
EBITDA	39.3	54.4	149.7	109.3	122.0	132.2
EBITDA skor.*	-1.0	42.9	137.3	96.9	109.6	119.7
EBIT	19.9	32.8	126.8	85.1	96.3	105.1
Zysk netto**	17.3	21.5	98.2	66.5	77.2	84.3
EPS	1.19	1.48	6.75	4.57	5.31	5.79
FCF (%)	25.6%	15.6%	13.1%	9.0%	10.4%	14.6%
DY (%)	0.0%	3.9%	1.3%	8.8%	5.9%	6.9%
P/E	20.4	13.2	5.7	8.4	7.3	6.6
EV/EBITDA	-	5.6	3.3	4.6	3.9	3.2

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

Kupuj (podniesiona)
Cena docelowa
60 PLN
Potencjał wzrostu
56%

Cena na 7 czerwca 2023

38.5 PLN

ESG rating
C
Final ESG score
0.92
Wykres siły relatywnej vs. WIG


WYDARZENIA KORPORACYJNE

29.09.2023

II kw.'2023

17.11.2023

III kw.'2023

INFORMACJE OGÓLNE

Reuters/Bloomberg

RBW.WA/RBW.PW

Akcje w wolnym obrocie (%)

37.0

Kapitalizacja (mln zł)

560

Liczba akcji (mln szt.)

14.552

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

Bardzo istotnie podnosimy prognozy finansowe na ten rok (zysk netto w 2023P z 14.3mln PLN do 98.2mln PLN) i kolejne lata. W kolejnych latach zakładamy w modelu, że znormalizowany poziom marży netto może wynosić około 2.0%. Wszystko wskazuje na to, że ten rok będzie rekordowy w turystyce, w szczególności jeżeli chodzi o wycieczki zagraniczne. Wolumeny przedsprzedaży są rekordowe, wzrost cen wycieczek jest kontynuowany w ujęciu rok do roku, a koszty per wycieczka odnotowują niewielki wzrost rok do roku. Wydaje się, że sektor nie miał tak dobrego otoczenia rynkowego od lat jeżeli kiedykolwiek. Taka sytuacja rynkowa ma miejsce pomimo spadku realnego dochodu rozporządzalnego i pogorszenia konsumpcji w ujęciu zagregowanym na poziomie PKB. Nasze obawy w ramach tego sektora absolutnie nie zmaterializowały się, a jak można zauważyć w takim otoczeniu wzrost rynku będzie rekordowy. **W związku z czym dokonujemy rewizji prognoz finansowych, a za tym wyceny spółki.** W dalszej części raportu opisujemy dokładnie założenia wolumenowo-cenowe przyjęte do modelu. Warto podkreślić, że główne KPI's w prognozach finansowych vs bieżące dane mogą wydawać się konserwatywne. Obecny obraz wydaje się być pozytywny i jeżeli nic nie ulegnie zmianie w okresie letnim to wystąpi przestrzeń do podniesienia prognoz. Poniżej główne założenia kluczowych KPI's:

- **Liczba uczestników imprez turystycznych w 2023p: ~607 tys. osób (+20% r./r.) vs +44% r./r. w przedsprzedaży „Lato 2023”.** W zeszłym roku wskaźnik przedsprzedaży do liczby uczestników w całym roku wyniósł 37%. To założenia na ten rok implikuje obecnie około 44% pokrycia całorocznego tego parametru.
- **Wzrost przychodu per wycieczka: +14% r./r. vs +18% tego co szacujemy na rynku na podstawie wzrostu cen w poszczególnych destynacjach i uwzględniając strukturę wyjazdów konsumentów.**
- **Wzrost kosztu per wycieczka: +10% r./r. vs +0-2% na podstawie założeń teoretycznych rozbitcia poszczególnych kosztów i trendów na rynku. Takie założenia przekładają się na poprawę marży brutto na sprzedaży do 13.6% (+2.9 p.p. r./r.), czyli powrót do poziomu z 2019 roku.** Jeżeli zmaterializowałyby się optymistyczny scenariusz poziomu kosztów w okresie III kw.'23P to faktyczny poziom marż może być istotnie wyższy od tego co obecnie zakładamy w scenariuszu bazowym. Skalę trendów można było odnotować w I kw.'23. Na ten moment ceny paliwa lotniczego i waluty są sprzyjające do realizacji bardziej optymistycznych założeń.

Podsumowując wraz z istotnym podniesieniem prognoz finansowych dokonujemy znacznego podniesienia wyceny spółki z **12-miesięczną cenę docelową na 60 PLN/akcja. Warto odnotować, że poprzedni najlepszy wynik zysku netto wystąpił w 2017 roku na poziomie około 36mln PLN.**

Rainbow Tours: zmiana prognoz finansowych

mln PLN	2023P			2024P			2025P		
	Obecnie	Poprzednio	Różnica (%)	Obecnie	Poprzednio	Różnica (%)	Obecnie	Poprzednio	Różnica (%)
Sprzedaż	3 261	2 065	58%	3 458	2 147	61%	3 770	2 384	58%
Zysk brutto na sprzedaży	442.3	267.8	65%	424.5	279.0	52%	462.9	315.0	47%
Koszty SG&A	-314.3	-241.7	30%	-339.4	-247.0	37%	-366.6	-272.0	35%
Zysk netto na sprzedaży	128.0	26.0	392%	85.1	32.0	166%	96.3	43.0	124%
EBITDA	149.7	52.8	184%	109.3	41.0	167%	122.0	54.0	126%
EBIT	126.8	26.0	387%	85.1	31.0	175%	96.3	43.0	124%
Zysk netto	98.2	14.3	585%	66.5	19.0	250%	77.2	30.0	157%
MBnS (%)	13.6%	13.0%	0.6%	12.3%	13.0%	-0.7%	12.3%	13.2%	-0.9%
Marża EBITDA (%)	4.6%	2.6%	2.0%	3.2%	1.9%	1.3%	3.2%	2.3%	1.0%
Marża EBIT (%)	3.9%	1.3%	2.6%	2.5%	1.4%	1.0%	2.6%	1.8%	0.8%
Marża netto (%)	3.0%	0.7%	2.3%	1.9%	0.9%	1.0%	2.0%	1.3%	0.8%

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).

Rainbow Tours: Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Cena (PLN)	Waga (%)	Poprzednia	Zmiana
12M DCF	60.0	100%	20.5	193%
12M Wycena porównawcza	61.6	0%	12.4	397%
12M cena docelowa	60.0		20.5	193%
Obecna cena	38.5			
Potencjał zmiany względem aktualnej ceny (%)	56%			

Źródło: Pekao Equity Research

Aktualizacja wyceny DCF

Podwyższamy nasz szacunek 12-miesięcznej ceny docelowej dla akcji Rainbow Tours do 60 PLN/akcja z poziomu 20.5 PLN/akcja. Zmiana wynika głównie z bardzo znaczącego podniesienia prognoz finansowych na ten rok i kolejne lata (powyżej >100%). W naszym modelu wykorzystujemy średni ważony koszt kapitału (WACC) dla lat 2023-28P przy następujących założeniach:

1. Stopa wolna od ryzyka (10Y POL): 6.0% (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%.

Wskaźniki wyceny przy cenie docelowej (60 PLN):

PLN mn	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
FCF yield (%)			15.6%	8.4%	5.7%	6.7%
P/E			13.2	8.9	13.1	11.3
EV/EBITDA IAS 17			5.6	5.6	7.9	7.6
12M					10.7	
12M					6.5	
ROIC (%)			27%	67%	45%	47%
ROE (%)			20%	62%	31%	32%

Źródło: Pekao Equity Research

ESG rating

Rating C: Wpływ premii za ryzyko WACC (% wskaźnika RFR) = 0,0%

Durables and Du	E	S	G
Score	0.50	1.23	1.00
Sector weight	30%	30%	40%
Final ESG Score		0.92	
ESG Rating		C	

Kalkulacja WACC

Kalkulacja WACC	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	Rok końcowy
Stopa wolna od ryzyka	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	4.0%
Premia za ryzyko rynkowe	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
ESG discount/premium	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt kapitału własnego	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	9.0%
Koszt długu	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	6.5%
Koszt długu po podatku	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	5.3%
Waga kapitału własnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
WACC	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	9.0%

Wycena DCF

(mln PLN)	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	Rok końcowy
Przychody	3 261	3 458	3 770	4 111	4 442	4 777	4 872
EBIT	126.8	85.1	96.3	105.1	113.5	122.1	77.9
Podatek na EBIT	-24.1	-16.2	-18.3	-20.0	-21.6	-23.2	-14.8
NOPAT	102.7	69.0	78.0	85.1	91.9	98.9	63.1
Amortyzacja i odpisy	12.4	12.4	12.4	12.4	12.4	12.4	12.4
Zmiana kapitału obrotowego	0.4	-11.9	-7.9	-8.7	-8.4	-8.5	0.0
Nakłady inwestycyjne	-35.0	-40.0	-40.0	-25.7	-26.7	-27.8	-14.9
FCFF	80	53	58	80	86	92	61
<i>Wzrost po okresie prognozy</i>							2.0%
Wartość rezydualna							883.3
Stopa dyskonta	0.89	0.80	0.71	0.64	0.57	0.51	0.46
Zdyskontowane przepływy pieniężne na 31.12.2022	71.2	42.5	41.6	51.1	48.8	46.6	438.7
Wartość przedsiębiorstwa (EV) na 31.12.2022	740.5						
Udziały mniejszości	42						
Dług netto	-44						
Inne korekty	0.0						
Wartość kapitału własnego (31.12.2022)	742						
Liczba akcji (mln)	14.6						
12-miesięczna cena docelowa (PLN)	60.0						
Cena akcji na dzień 07.06.2023	38.5						
Potencjał zmiany względem aktualnej ceny	56%						

Wzrost przychodów	36%	6%	9%	9%	8%	8%	2.0%
Marża EBIT	3.9%	2.5%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	1.60%
Stawka podatku	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Nakłady inwestycyjne/przychody	1.1%	1.2%	1.1%	0.6%	0.6%	0.6%	0.3%
Nakłady inwestycyjne/amortyzacja	282%	322%	322%	207%	215%	224%	120%

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%	60.0	62.8	66.0	74.2	79.8	86.7	95.5
8.0%	55.6	57.7	60.0	66.0	69.7	74.2	79.8
9.0%	52.2	53.8	55.6	60.0	62.8	66.0	69.7
10.0%	49.4	50.7	52.2	55.6	57.7	60.0	62.8
11.0%	47.1	48.2	49.4	52.2	53.8	55.6	57.7

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

Wartość końcowa/marża EBIT	0.0%	0.5%	1.0%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
0.3%	27.9	28.1	28.3	28.9	29.2	29.6	30.1
0.6%	35.0	35.6	36.3	38.0	39.0	40.2	41.7
1.6%	52.2	53.8	55.6	60.0	62.8	66.0	69.7
2.6%	71.0	73.7	76.7	84.2	88.8	94.1	100.5
3.6%	88.9	92.7	97.0	107.3	113.7	121.1	129.9

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	7.5	5.1	4.1	4.6	4.1	3.9
On the Beach Group	OTB LN	7.1	6.0	6.1	4.7	4.0	4.2
Voyageurs du Monde	ALVDM FP	15.6	15.6	20.0	5.1	5.1	5.1
HelloWorld Travel	HLO AU	18.7	13.9	12.1	7.1	5.9	5.7
Flight Centre Travel Group	FLT AU	22.3	16.4	14.4	11.3	9.1	8.5
Mediana		15.6	13.9	12.1	5.1	5.1	5.1
Rainbow Tours		5.7	8.4	7.3	3.3	4.6	3.9
<i>Premia/dyskonto vs Mediana</i>		-63%	-40%	-40%	-36%	-9%	-24%
Implikowana cena za akcję PLN		105.3	63.7	64.0	53.0	38.7	44.8
<i>waga (%)</i>		33%	33%	33%	33%	33%	33%
Implikowana ważona cena za akcję PLN		61.6					

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

Rainbow Tours: Konsensus rynkowy

PLN mn	2023E			2024E			2025e		
	Pekao	Cons.	Diff. (%)	Pekao	Cons.	Diff. (%)	Pekao	Cons.	Diff. (%)
Revenues	3 261	2 829	15%	3 458	2 972	16%	3 770	3 565	6%
EBITDA	149.7	99.6	50%	109.3	84.6	29%	122.0	101.2	21%
EBIT	126.8	73.1	73%	85.1	59.3	44%	96.3	75.0	29%
Net profit	98.2	53.6	83%	66.5	42.5	56%	77.2	56.9	36%
<i>EBITDA margin (%)</i>	4.6%	4.8%	-0.2%	3.2%	3.9%	-0.8%	3.2%	4.2%	-1.0%
<i>EBIT margin (%)</i>	3.9%	3.5%	0.3%	2.5%	2.8%	-0.3%	2.6%	3.1%	-0.6%
<i>Net profit margin (%)</i>	3.0%	2.6%	0.4%	1.9%	2.0%	-0.1%	2.0%	2.4%	-0.3%

Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research



Ostatnie wydarzenia

I. Wyniki za I kw.'23

Podsumowanie kluczowych informacji (wyniki finansowe w tabeli):

Rainbow Tours: Wyniki kwartalne

mIn PLN	I kw.'22	II kw.'22	III kw.'22	IV kw.'22	I kw.'23	r./r. kw./kw.	Pekao fcst	vs. Pekao fcst	consensus us	vs. consensus
Przychody ze sprzedaży	315.8	504.7	1113.1	459.8	556.0	76% 21%	521	7%	541	3%
Zysk (strata) brutto na sprzedaży	30.0	46.8	140.2	37.8	88.0	193% 132%	57	54%		
SG&A	-37.5	-50.7	-79.9	-52.9	-63.3	68% 20%	-52	22%		
Zysk (strata) ze sprzedaży	-7.5	-3.9	60.3	-15.0	24.7	- -	5			
EBITDA	-1.3	1.4	69.9	-15.7	30.6	- -	12	155%	19	59%
EBIT	-7.8	-5.2	63.2	-17.3	24.3	- -	5	385%	13	94%
Zysk netto	-6.4	-5.3	50.4	-17.3	19.8	- -	5	281%	10	102%
Marże operacyjne										
Marża brutto na sprzedaży	9.5%	9.3%	12.6%	8.2%	15.8%		10.9%			
zmiana w p.p. r./r.	-2.0%	0.0%	-1.7%	2.5%	6.3%		1.4%			
SG&A %	-11.9%	-10.0%	-7.2%	-11.5%	-11.4%		-10.0%			
zmiana w p.p. r./r.	14.3%	2.3%	1.9%	4.0%	0.5%		1.9%			
marża zysk (strata) ze sprzedaży	-2.5%	-1.0%	5.7%	-3.8%	4.4%					
zmiana w p.p. r./r.	10.3%	1.5%	-2.7%	4.4%	4.4%					
Bilans i przepływy pieniężne										
Dług netto przed MSSF 16	28	-90	-134	-44	7					
ND / EBITDA przed MSSF 16	-	-	-	-	-					
OCF ex IFRS 16	-41	124	46	-59	-33					
CAPEX	0	-1	-1	-24	-17					
FCF	-41	124	45	-83	-51					
Wycena wskaźnikowa										
EV/EBITDA (TTM)	-	9.9	7.7	9.2	6.4					
PE (TTM)	-	-	25.5	25.3	11.4					

- **Zysk brutto na sprzedaży:** 88mIn PLN (+193% r./r).
- **Marża brutto na sprzedaży: 15.8% (+6.3 p.p. r./r.)**
- **Koszty SG&A:** 63.3mIn PLN (+68% r./r.). Znaczący wzrost kosztów spowodowany był poniesieniem kosztów prowizji agencyjnych, kosztów czynszów biur sprzedaży uzależnionych od kurów EUR oraz zwiększeniem wynagrodzeń w części zmiennej, uzależnionej od poziomów sprzedaży imprez.
- **EBITDA: 30.6mIn PLN vs -1.3mIn PLN w zeszłym roku.**
- **Dług netto: 7mIn PLN vs 28mIn PLN w I kw.'22**

Raport kwartalny (komentarz do trendów w wynikach): Na poprawę nastrojów konsumenckich i na w/w wzrosty sprzedaży wpływ miały materializujące się od połowy grudnia 2022 roku m.in. **następujące czynniki:**

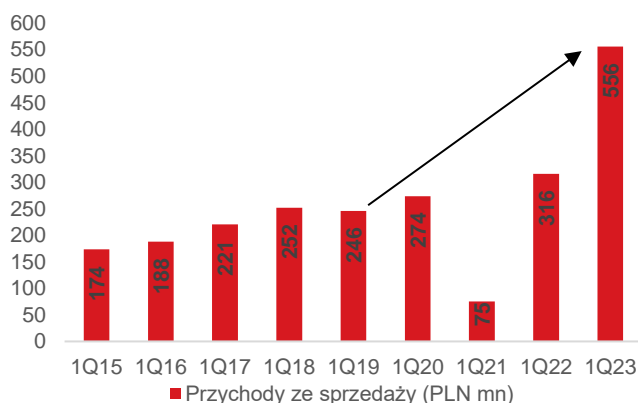
- niezrealizowanie się wysoce negatywnych scenariuszy, co do dostępności surowców i nośników energii w okresie zimy przełomu 2022 i 2023 roku,
- utrzymanie się na stosunkowo wysokim poziomie (mimo wcześniejszych negatywnych doniesień o spowolnieniu gospodarczym i potencjalnej recesji) chęci i motywacji do podróżowania m.in. w istotnej z punktu widzenia Spółki grupie docelowej klientów, tj. osób pomiędzy 40 a 60 rokiem życia z ustabilizowaną sytuacją finansowo-rodzinną, pozostających poza wpływem wysokich stóp procentowych (spłacone kredyty hipoteczne) i niepodlegających negatywnym wpływom wysokiej inflacji i wzrostów kosztów życia i funkcjonowania,
- doświadczenie potencjalnych konsumentów i klientów Spółki z sezonu Lato 2022 co do małej wówczas dostępności ofert typu „last minute” i wzrostów ich cen (wskutek



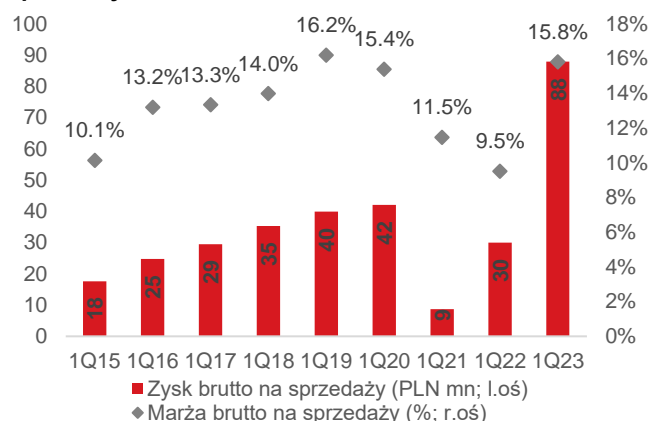
wybuchu wojny w Ukrainie, kursów walut i cen paliwa lotniczego) i chęć zakupu wyjazdów turystycznych w formule „first minute”,

- pełne otwarcie się po pandemii COVID-19 kierunków i destynacji azjatyckich, m.in. Wietnam, Tajlandia i kierunków karaibskich (co miało przełożenie na bardzo dobrą sprzedaż kierunków egzotycznych oferowanych w sezonie turystycznym Zima 2022/2023).
- Dla sezonu Lato 2023 budżetowanie cen oferowanych wycieczek turystycznych realizowane było przy uwzględnieniu wyższego (w stosunku do sezonu Lato 2022) kursu walut rozliczeniowych (USD i EUR) i wyższej zakładanej ceny paliwa lotniczego. W sytuacji „uspokojenia” się negatywnych zapowiedzi i realizacji w mniej restrykcyjny sposób negatywnych przewidywań, co do sytuacji gospodarczej w Polsce i na świecie i dostępu do surowców (stosunkowo bezproblemowe – mimo pierwotnie wysoce negatywnych przewidywań i założeń – zaopatrzenie w surowce i paliwa), co sparametryzowało się niższymi, niż zakładane cenami paliwa lotniczego i zakładane kursy walut, **marża realizowana dla sprzedaży w I kwartale 2023 roku utrzymywana była na stosunkowo wysokim poziomie w porównaniu do średniej marży dla roku 2022 i kluczowego sezonu Lato 2022.**
- **Raport [wzrost nakładów inwestycyjnych]:** W marcu 2023 roku spółka zrealizowała kolejną inwestycję związane z rozwojem segmentu „działalności hotelowej”, nabywając na wyspie Rodos trzy nieruchomości gruntowe (działki gruntu) z przeznaczeniem na lokalizację i rozbudowę hotelu White Olive Premium Lindos. Działki inwestycyjne posiadają łączną powierzchnię 11 tys. mkw. Działki zlokalizowane są w bezpośrednim sąsiedztwie hotelu White Olive Premium Lindos. **Bieżący zakup umożliwi w przyszłości rozbudowę istniejącego hotelu o kolejne 70-80 pokoi bez konieczności rozbudowy infrastruktury towarzyszącej tj. części wspólnych i zaplecza kuchennego, co przyniesie efekt synergii obecnie działającemu hotelowi.** Rozpoczęcie realizacji przedmiotowych inwestycji uzależnione jest uzyskania formalnej, wymaganej prawem dokumentacji, po której uzyskaniu spółka zależna przystąpi do realizacji inwestycji. Aktualnie do sieci hoteli własnych pod marką White Olive, w tym na zasadzie najmu długoterminowego, należy pięć hoteli, w tym: trzy hotele położone na greckiej wyspie Zakynthos (dwa hotele w standardzie czterech gwiazdek oraz jeden hotel w standardzie pięciu gwiazdek), pięciogwiazdkowy hotel położony w miejscowości Sfakaki na wyspie Kreta oraz czterogwiazdkowy hotel zlokalizowany w miejscowości Pefkos na greckiej wyspie Rodos.

Przychody ze sprzedaży w I kw. w latach 2015-23



Zysk brutto na sprzedaży (mln PLN) i Marża brutto na sprzedaży w I kw. w latach 2015-23

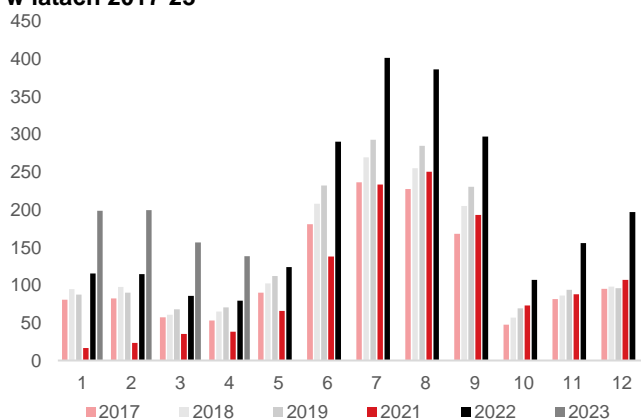


Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

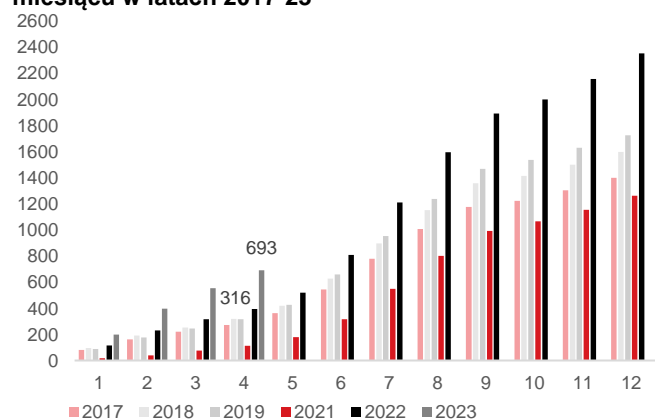


Przychody ze sprzedaży po kwietniu. Spółka poinformowała, że przychody ze sprzedaży w kwietniu wyniosły 138,5mln PLN (wobec 79.3mln w kwietniu 2022 / +96% vs IV'19 / dane jednostkowe), co oznacza 75% wzrost w porównaniu do wyniku z zeszłego roku. Narastająco, od początku roku przychody ze sprzedaży wyniosły 693mln PLN (+75% y/y / +120% vs YTD'19). W dalszej części materiału będzie można zauważyć, że wzrost przychodów ze sprzedaży jest pochodną obu czynników czyli wolumenów i wzrostu cen wycieczek w porównaniu do zeszłego roku. Odnosnie wolumenów warto przypomnieć dane z ostatniej informacji o przedsprzedaży oferty „Zima 2022/23” (wycieczki realizowane w miesiącach: listopad 2022 r. – marzec 2023 r.). Na koniec października przedsprzedaż wyniosła 64.720 rezerwacji, co oznaczało, wzrost o 38% w porównaniu do tego samego okresu 2021 roku, a także wzrost względem porównywalnego okresu 2019 roku o 27%. **Finalnie przychody ze sprzedaży w I kw.'23 wzrosły o +76% r./r. do poziomu 556mln PLN.** Spółka w raporcie wspomina o tym, że doszło w tym okresie do pełnego otwarcia gospodarki po „lockdown” i liczba kierunków podróży uległa zwiększeniu (m.in. Azja), co mogło wpływać pozytywnie na średni poziom ceny wycieczki. Generalnie podsumowując wydaje się, że wolumen liczby wycieczek w I kw. musiał wzrosnąć o około 40-50%, a reszta to efekt cenowy. **W tym kontekście dane dotyczące przedsprzedaży oferty „Lato 2023” i ceny wycieczek na rynku wskazują na bardzo obiecujące perspektywy dalszego wzrostu przychodów ze sprzedaży w kolejnych miesiącach/kwartalach.**

Przychody ze sprzedaży w poszczególnych miesiącach w latach 2017-23



Przychody ze sprzedaży w ujęciu YTD po każdym miesiącu w latach 2017-23



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Perspektywa cen wycieczek i liczby sprzedanych wycieczek na kolejne kwartały. Wielkość zrealizowanej przedsprzedaży imprez turystycznych z oferty sezonu „Lato 2023” (wycieczki realizowane w miesiącach: kwiecień – październik 2023 roku) od momentu rozpoczęcia przedsprzedaży do dnia 15.05 wyniosła 270.170 osób (+44% y/y / vs 188.406 osób w zeszłym roku). Korygując dane do porównywalnego okresu z 2019 rokiem, czyli na koniec maja to wzrost może wynieść około +35% rok do roku (~310 tys. osób w 2023). Dodatkowo początek przedsprzedaży „Zima 2023/24” wygląda również obiecująco starując ze wzrostem wolumenów o około +54% y/y. Z ogólnopolskich badań przeprowadzonych na zlecenie multiagenta wakacje.pl wynika, że 54% osób planujących zagraniczny wyjazd rozważa zakup oferty w ramach przedsprzedaży (za raportem niefinansowym za rok 2022). Dodatkowo statystyki wyglądają następujące (za raportem niefinansowym za rok 2022):

- termin rezerwacji powyżej 3 m-cy przed datą wylotu: 26,11% rezerwacji (w 2021 roku: 12,5%);
- termin rezerwacji powyżej 2 m-cy nie dłużej niż na 3 m-ce przed datą wylotu: 13,10% rezerwacji (w 2021 roku: 7,8%);
- termin rezerwacji powyżej 1 m-ca nie dłużej niż na 2 m-ce przed datą wylotu: 20,86% rezerwacji (w 2021 roku: 18,4%);

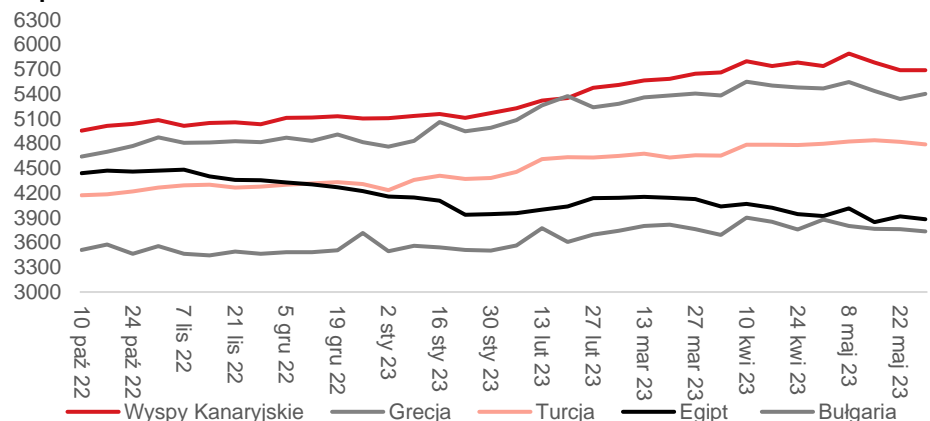


- termin rezerwacji w okresie 22-31 dni przed datą wylotu: 9,75% rezerwacji (w 2021 roku: 11,9%); • termin rezerwacji w okresie 11-21 dni przed datą wylotu: 11,80% rezerwacji (w 2021 roku: 19,7%);
- termin rezerwacji do 10 dni przed datą wylotu: 18,38% rezerwacji (w 2021 roku: 30%).

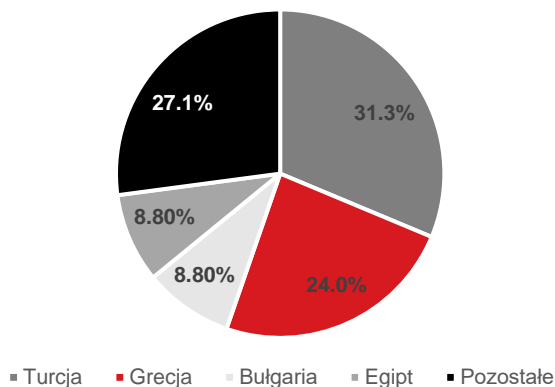
Jeśli chodzi o miesiące w roku kalendarzowym, w których dokonywano największej liczby rezerwacji, to zgodnie z podsumowaniem przygotowanym przez portal travelplanet.pl w 2022 roku należą do nich: **maj (13,45% rezerwacji), czerwiec (13,23% rezerwacji) i lipiec (12,43% rezerwacji).**

W zeszłym roku przy przedsprzedaży w połowie maja wyniosła około 188 tys. osób, a w całym roku spółka osiągnęła sprzedaż wycieczek dla około 505 tys. osób. Kilka czynników może wskazywać na to, że w tym roku mógł wzrosnąć odsetek osób robiących wcześniejszą rezerwację, ale nie powinno to odchyłać się tak istotnie od poprzednich lat. **Podsumowując w całym roku oczekujemy wzrostu sprzedanych wycieczek o około +20% r./r.** Dokonując szacunków wzrostu cen na bazie struktury wyjazdów do poszczególnych krajów jak i wzrostu cen to szacujemy, że rok do roku ceny wycieczek mogą notować wzrost o około +18%, a względem 2019 roku wzrost mógł wynieść około +44%. Ta statystyka wygląda interesująco względem wzrostu kosztów w sektorze na poziomie marży na produkcji. **Podsumowując w cały roku oczekujemy wzrostu przychodu z wycieczki/uczestnika o około +14% rok do roku.** Oba założenia implikują, że w całym roku w założeniach modelowych oczekujemy przychodu ze sprzedaży na poziomie około 3261mln PLN (+36% r./r.).

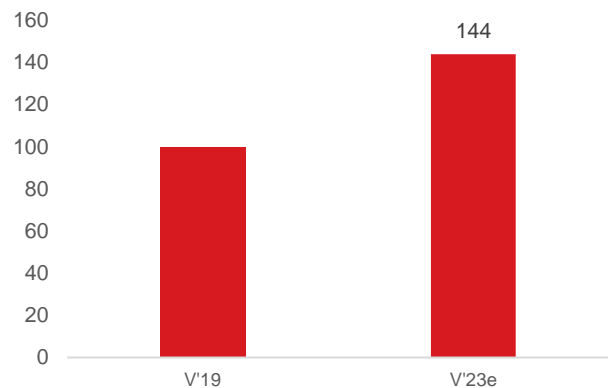
Średnie ceny wycieczek na głównych kierunkach z wylotami w pierwszym tygodniu sierpnia



Struktura wyjazdów klientów na podstawie głównych kierunków w 2021 roku (%)



Wzrost średniej ceny wycieczki na podstawie struktury sprzedaży i zmian cen poszczególnych destynacji V'23p vs V'19



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

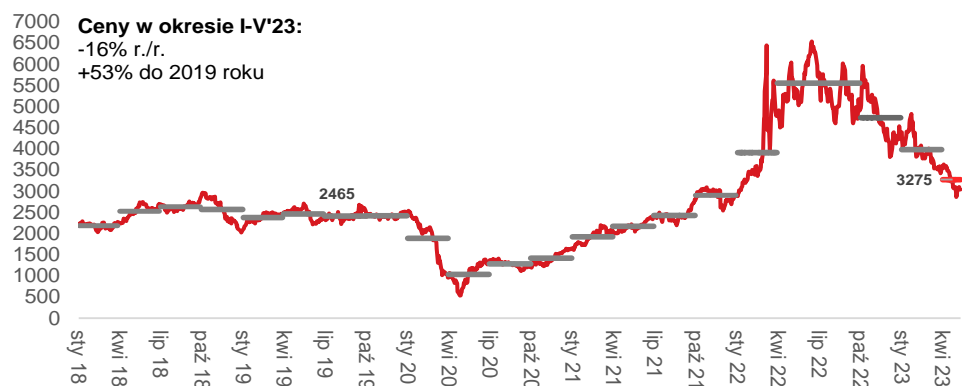


Bardzo dobre otoczenie dla poprawy marży brutto na sprzedaży? W tym roku popyt na usługi na rynku pozostaje mocny względem historycznych poziomów z wielu poprzednich lat. Ma to miejsce w sytuacji dalszego istotnego wzrostu cen na rynku i to ponownie znaczącego na tle poziomów historycznych. **W zeszłym roku podwyżki cen na rynku nie rekompensowały w pełni wzrostu kosztu per wycieczka.** Szacujemy, że podwyżki cen per wycieczka mogły wynieść około +25% przy wzroście kosztów per wycieczka o około +35-40%. Przyczyną takiego poziomu wzrostu kosztów były m.in. ceny paliwa lotniczego i osłabienie PLN względem głównych walut (USD i EUR). W tabeli poniżej prezentujemy nasze szacunki rozbicia głównych kosztów i próbę dostosowania trajektorii zmiany poszczególnych kategorii na podstawie danych rynkowych i cen spot (paliwo w PLN i pozostałe koszty w walucie). **Takie rozbieżności wskazują nam, że należy założyć iż w tym roku ceny na rynku wzrosną istotnie szybciej niż koszty wycieczek (ex wolumeny).** Zatem otoczenie rynkowe powinno być silnie sprzyjające do poprawy procentowego poziomu marży brutto na sprzedaży w stosunku do zeszłego roku jak i 2019 roku. **Na tym tle nasze założenia modelowe wyglądają całkiem konserwatywnie, ponieważ zakładają powrót do poziomów z 2019 roku (+2.9 p.p. y/y).** W szczególności jeżeli dodatkowo uwzględnimy skalę poprawy marży brutto na sprzedaży w I kw.'23 (15.8% / +6.3 p.p. y/y). Trzeba wspomnieć, że pozytywny efekt w cenach paliwa i walut ma większe znaczenie w II kw. i w szczególności w III kw. niż to miało miejsce w I kw. **Analiza wrażliwości wskazuje (ceteris paribus), że każde odchylenie o +/- 1 p.p. na marży brutto na sprzedaży to wpływ na zysk netto na poziomie około 23-24mln PLN.** Jeżeli nasze teoretyczne założenia szacowane oddolnie przy liczeniu kosztów są poprawne i zgodne z potencjalnym działaniem dźwigni operacyjnej w spółce to marże mogą być wyższe o około +5.0-7.0 p.p. od bazowych założeń do modelu. **Podsumowując ten rok powinien być silnie sprzyjający do poprawy marż brutto na sprzedaży.**

Teoretyczne zmiany marż handlowych / na produkcje (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	różnica vs 2019
Przychody ze sprzedaży (2019=100 / efekt cenowy):	100	125	144	44%
- Wzrost cen wycieczek na rynku (na podstawie struktury rynku). KWS*:		25%	15%	
	86.3	112.0	113.3	31%
- 1) Koszty związane z transportem (m.in. paliwo / 45% w KWS) r./r.	38.8	30%	1%	44%
- 2) Koszty związane z zakwaterowaniem (m.in. hotele / 45% w KWS) r./r.	38.8	62.1	55.9	21%
- 3) Pozostałe (~10% w KWS) r./r.	8.6	40.8	46.9	
		5%	15%	
		9.1	10.4	
		5%	15%	
Zysk brutto na sprzedaży	13.7	13.0	30.5	
Marża brutto na sprzedaży (%)	13.7%	10.4%	21.2%	-0.1%
		p.p. y/y vs 2019	10.8%	
		założenie w P&L	7.5%	
	13.7%	10.6%	13.6%	

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



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



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

Podsumowując pomimo bardzo znaczącego podniesienia prognoz finansowych na ten rok i kolejne lata jak można zauważyć wiele założeń modelowych przy obecnym otoczeniu rynkowym można byłoby określić jako konserwatywne. Wiele wskazuje na to, że ten rok będzie rekordowy i wyjątkowy dla sektora i spółki. Baza po tym roku będzie wyjątkowo wysoka tylko patrząc na główne parametry biznesowe to główne pytanie obecne to potencjalnie jak wysoka będzie. Oprócz tego jeżeli przy takim otoczeniu rynkowym popyt na usługi jest tak wysoki (nawet względem teoretycznego trendu z 2019 roku) to jakie czynniki miały zaburzyć to istotnie w kolejnych latach. Prawdopodobny dalszy wzrost nominalnych pensji w gospodarce, poprawa też realnych wynagrodzeń w kolejnych kwartałach przy zmiany trendów życiowych/demograficznych powinni wspierać wzrost rynków w kolejnych latach. Dlatego obecnie czujemy się całkiem komfortowo z założeniem wzrostu liczby klientów/sprzedanych wycieczek w kolejnych latach na CAGR około 7% (m.in. wzrost rynku na tym poziomie). Z czynników ryzyka należałoby wskazać potencjalnie większą aktywność konkurencji jeżeli dojdzie do istotnego rozszerzenia marż operacyjnych i poprawy rentowności kapitału, co mogłoby spowodować chęć większej rywalizacji na rynku o udziały rynkowe. Jednakże pod względem bilansowym spółka także wygląda mocno, ponieważ zakładamy że nawet pomimo większych nakładów inwestycyjnych to pozycja gotówkowa powinno mocno wzrosnąć do nawet 110mln PLN (ex założenia o zaliczkowych dywidendach / FCF'23P: 73mln PLN).

Dane operacyjne do modelu		2019	2022	2023e	2024e	2025e
Liczba uczestników imprez turystycznych (tys. osób)		491	506	607	637	688
	r./r.	-3%	51%	20%	5%	8%
Przychód per uczestnik (lub per wycieczka / PLN)*		3534	4677	5315	5368	5422
	r./r.	12%	24%	14%	1%	1%
Przychody ze sprzedaży imprez turystycznych (mln PLN)		1735	2366	3226	3422	3732
	r./r.	10%	86%	36%	6%	9%
Koszty per uczestnik (lub per wycieczka / PLN)		-3069	-4228	-4643	-4759	-4805
	r./r.		38%	10%	2%	1%
Zysk brutto na sprzedaży (mln PLN)		239	255	442	425	463
Marża brutto nas sprzedaży (%)		13.8%	10.8%	13.7%	12.4%	12.4%
	p.p. y/y	2.3%	-0.7%	2.9%	-1.3%	0.0%
	r./r.	31%	75%	74%	-4%	9%

* szacowane na dany rok, inne czynniki mogą oddziaływać na ceny per uczestnik m.in. zmiana struktury destynacji

Źródło: Pekao Equity Research, Spółka



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.

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)	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Sprzedaż	1 279	2 393	3 261	3 458	3 770	4 111
Zysk brutto na sprzedaży	145.2	254.8	442.3	424.5	462.9	504.7
Koszty SG&A	-154.8	-220.9	-314.3	-339.4	-366.6	-399.7
Pozostała działalność operacyjna	29.5	-1.1	-1.2	0.0	0.0	0.0
EBITDA MSR 17 skor.	-1.0	42.9	137.3	96.9	109.6	119.7
EBIT	19.9	32.8	126.8	85.1	96.3	105.1
Saldo na działalności finansowej	-2.9	-4.1	-4.5	-2.0	0.0	0.0
Zysk przed opodatkowaniem	17.0	28.8	122.3	83.1	96.3	105.1
Podatek	-0.5	-6.4	-23.2	-15.8	-18.3	-20.0
Zysk netto jednostki dominującej	17.3	21.5	98.2	66.5	77.2	84.3
EPS (PLN)	1.19	1.48	6.75	4.57	5.31	5.79

Bilans (mln PLN)	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa obrotowe	280.0	438.5	604.2	594.9	650.0	733.8
Środki pieniężne i ekwiwalenty	83.9	142.4	150.6	118.0	135.9	179.2
Pozostałe	196.1	296.1	453.6	477.0	514.1	554.6
Aktywa trwałe	275.0	287.5	312.0	340.3	367.0	378.0
Rzeczowe aktywa trwałe	187.7	194.9	219.4	247.7	274.4	285.5
Pozostałe	87.3	92.6	92.6	92.6	92.6	92.6
Aktywa (razem)	555.0	726.0	916.2	935.2	1 017.1	1 111.9
Kapitał własny	149.3	153.9	244.8	262.2	306.2	351.8
Zobowiązania długoterminowe	118.1	133.5	99.2	79.2	75.0	75.0
Kredyty bankowe i pożyczki MSR	39.4	58.5	24.3	4.3	0.0	0.0
Pozostałe	78.7	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0
Zobowiązania krótkoterminowe	287.6	438.6	572.1	593.7	635.9	685.0
Kredyty bankowe i pożyczki	31.0	40.2	16.6	2.9	0.0	0.0
Pozostałe	256.6	398.4	555.5	590.8	635.9	685.0
Kapitał własny i zobowiązania (razem)	555.0	726.0	916.2	935.2	1 017.1	1 111.9
Dług netto MSR17	-13.5	-43.7	-109.7	-110.8	-135.9	-179.2

Przepływy pieniężne (mln PLN)	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Zysk netto	17.3	21.5	98.2	66.5	77.2	84.3
Amortyzacja	19.4	21.6	22.9	24.2	25.7	27.1
Pozostałe (włączając kapitał obrotowy)	108.3	39.4	-0.4	11.9	7.9	8.7
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	145.0	82.5	120.7	102.6	110.8	120.0
Nakłady inwestycyjne	-44.5	-25.8	-35.0	-40.0	-40.0	-25.7
Pozostałe	-0.1	-5.6	0.0	0.0	0.0	0.0
Przepływy pieniężne z działalności	-44.4	-20.2	-35.0	-40.0	-40.0	-25.7
Dywidenda	0.0	-21.8	-7.3	-49.1	-33.3	-38.6
Pozostałe	-45.5	18.0	-70.2	-46.1	-19.6	-12.4
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-45.5	-3.9	-77.5	-95.2	-52.9	-51.0
Przepływy pieniężne netto	55.1	58.5	8.2	-32.7	18.0	43.3
Środki pieniężne na koniec okresu	83.9	142.4	150.6	118.0	135.9	179.2
DPS (PLN)	0.00	1.50	0.50	3.37	2.28	2.65

Zmiana rdr	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Sprzedaż	194%	87%	36%	6%	9%	9%
EBITDA	-	-	220%	-29%	13%	9%
EBIT	-	65%	286%	-33%	13%	9%
Zysk netto	-	24%	357%	-32%	16%	9%
EPS	-	24%	357%	-32%	16%	9%

Wskaźniki rentowności	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Marża brutto na sprzedaży	11.4%	10.6%	13.6%	12.3%	12.3%	12.3%
Marża EBIT	2%	1.4%	3.9%	2.5%	2.6%	2.6%
Marża netto	1%	0.9%	3.0%	1.9%	2.0%	2.0%
ROE	17%	20%	62%	31%	32%	29%

Wskaźniki	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
BVPS (PLN)	10.26	10.58	16.83	18.02	21.04	24.18
Dług netto/EBITDA	-	-	-	-	-	-
Dług brutto/Kapitał własny	-0.1	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5	-0.6

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

DISCLAIMER

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 Gieldzie 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 czynników 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 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 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 trypoziomowego 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

W raporcie używamy cen zamknięcia z dnia 07.09.2023

Data i godzina zakończenia sporządzania raportu: 09.06.2023, godz. 07:55.

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 09.06.2023, godz. 08:12.

Raport nie został przekazany analizowanej spółce do wglądu przed publikacją.

Raport został sporządzony zgodnie z prawem polskim



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

