

Rainbow Tours

2020E: Prognozujemy 2-cyfrową dynamikę wzrostu wyników po mocnym 2019E

W niniejszym raporcie aktualizujemy nasze prognozy finansowe i wycenę dla spółki Rainbow Tours. Po mocnych wynikach 3kw. 2019, zapowiedzi wyjścia na rentowność działalności hotelowej już w tym roku, a także uwzględniając pozytywne zmiany w otoczeniu rynkowym w ostatnich miesiącach (zapowiedź mocnych wzrostów płacy minimalnej w kolejnych latach oraz upadłość konkurenta, Neckermann Polska), podnosimy nasze prognozy zysku netto dla Rainbow Polska o 21% na ten rok (39 mln PLN) oraz 24% na rok przyszły (46 mln PLN). Spółka jest obecnie wyceniana z dyskontem do zagranicznych spółek porównywalnych na przyszłorocznych mnożnikach (zarówno C/Z jak i EV/EBITDA). Podnosimy naszą 12-miesięczną cenę docelową dla akcji spółki o 21% do 46.50 PLN.

- **Podnosimy prognozę zysku netto na rok bieżący o 21% do 39 mln PLN po bardzo mocnym 3kw.:** Mocne wyniki z działalności touroperatorskiej w 3kw. 2019 oraz planowane wyjście powyżej progu rentowności działalności hotelowej już w tym roku były głównymi powodami do rewizji naszych prognoz wyników całorocznych. Podnosimy naszą prognozę zysku netto o 21% do 39 mln PLN na ten rok. Krótkoterminowo, wskazujemy że 4kw. 2019E sezonowo może pogłębić zeszłoroczną stratę z uwagi na zwiększoną ekspozycję na działalność hotelową.
- **Solidne perspektywy na przyszły rok – prognoza zysku netto w górę o 24% do 46 mln PLN:** Od strony rynkowej, mocne wzrosty płacy minimalnej r/r od przyszłego roku oraz w niewielkim stopniu również upadłość Neckermann Polska powinny dodatkowo wesprzeć stronę przychodową. Ponadto, zakładamy utrzymanie lepszych niż poprzednio prognozowaliśmy marż z działalności touroperatorskiej oraz wyższą pozytywną kontrybucję działalności hotelowej. Podnosimy naszą prognozę zysku netto o 24% do 46 mln PLN na przyszły rok, co implikuje wzrost o 17% r/r.
- **Podnosimy 12-miesięczną cenę docelową o 21% do 46.50 PLN:** W odniesieniu do grupy porównawczej, Rainbow Tours jest wyceniane z dyskontem na przyszłorocznych mnożnikach: 6% na EV/EBITDA oraz solidnym 42% na C/Z.

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Przychody (mln PLN)	1,407.7	1,599.1	1,727.3	1,952.5	2,096.1
EBITDA (mln PLN)	50.7	17.8	59.1	68.0	75.0
Zysk operacyjny (mln PLN)	47.1	13.3	53.4	61.2	67.6
Zysk netto (mln PLN)	36.1	7.6	39.4	46.3	51.7
Zysk netto na akcję (PLN)	2.48	0.52	2.71	3.18	3.55
Dywidenda na akcję (PLN)	0.99	1.20	0.00	1.20	1.59
C/Z (x)	17.5	38.9	11.1	9.4	8.4
EV/EBITDA (x)	11.9	19.1	8.4	7.2	6.4
Stopa dywidendy (%)	2.3	5.9	0.0	4.0	5.3

Źródło: Rainbow Tours, Pekao Investment Banking S.A.

Nota: Historyczne wskaźniki wyceny bazują na cenach z końca odpowiedniego roku.

Cena zamknięcia (4 grudnia 2019)	30.00 PLN
12-miesięczna cena docelowa (poprzednio: 38.50 PLN*)	46.50 PLN
Cena zamknięcia (maks./min.) (12M)	31.70/17.80 PLN

PROFIL SPÓŁKI

Trzeci pod względem generowanych przychodów graczy na rynku touroperatorskim w Polsce. Właściciel sieci White Olive w Grecji (5 hoteli); plan rozbudowy sieci przy wsparciu inwestora (PFR). Cele spółki zakładają powrót do wypłaty dywidend.

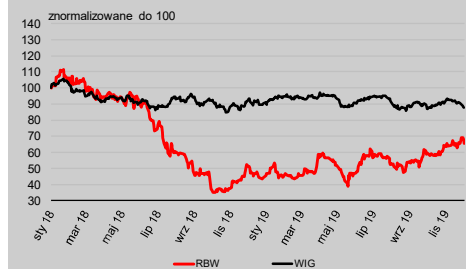
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Pogorszenie koniunktury gospodarczej.
Nasilenie presji konkurencyjnej vs. relatywnie nisko marżowy biznes.
Nagle i znaczące osłabienie złotego do euro czy dolara; wzrost cen paliwa lotniczego.

Reuters/Bloomberg	RBW.WA/RBW.PW
Średni obrót dzienny ('000 akcji)	10.4
Akcje w wolnym obrocie (%)	48.9
Wycena rynkowa (mln PLN)	436.6
Liczba akcji (mln)	14.6
Główni akcjonariusze	Grzegorz Baszczyński 14.4% (17.9% głosów) Sławomir Wysmyk 12.9% (17.0% głosów) Tomasz Czapla 12.3% (15.3% głosów) Remigiusz Talarek 11.5% (14.8% głosów) NN PTE 10.7% (7.7% głosów)

WYDARZENIA KORPORACYJNE

Raport miesięczny – sprzedaż w listopadzie	grudzień 2019
Raport miesięczny – sprzedaż w grudniu	styczeń 2020
Raport miesięczny – sprzedaż w styczniu	luty 2021



ZMIANA KURSU (%)

	1M	3M	6M
Absolutna	2.7	22.4	36.4
Relatywna do MSCI EME	8.6	22.7	40.4
Relatywna do WIG	5.4	16.4	27.8

Maria Mickiewicz, Analityk Akcji (Pekao Investment Banking S.A.)

+48 22 586-2972
maria.mickiewicz@pekaioib.pl

*Poprzednia cena docelowa z raportu z dnia 22 lipca 2019.



Aktualizacja prognoz i wyceny

Aktualizacja prognoz finansowych: zysk netto na lata 2019E-2021E podnosimy o 21%-32%

W niniejszym raporcie znacząco podnosimy nasze prognozy zysku netto dla spółki Rainbow Tours o 21% do 39 mln PLN w bieżącym roku, o 24% do 46 mln PLN w 2020 i 32% do 52 mln PLN w 2021. Główne przyczyny rewizji to przede wszystkim mocne wyniki z działalności touroperatorkiej w 3kw. 2019 oraz planowane wyjście powyżej progu rentowności działalności hotelowej już w tym roku. Ponadto, nowe czynniki rynkowe powinny dodatkowo wspierać sprzedaż spółki – zapowiedź około 15% r/r wzrostów płacy minimalnej w kolejnych latach oraz w niewielkim stopniu również upadłość jednego z konkurentów (Neckermann Polska) i możliwość przejęcia części jego klientów. Podnosimy nasze prognozy przychodów o 3% na ten i przyszły rok, oraz bardziej konserwatywnie jedynie o 1% na rok 2021.

W segmencie touroperatorskim prognozujemy obecnie wzrosty przychodów Rainbow Tours o odpowiednio 8.5%, 13.4% i 7.7% r/r w latach 2019E-2021E, wobec zakładanego wzrostu rynku (w ujęciu wartościowym) o odpowiednio 9.5%, 11.0% i 7.7%. Po mocnym 3kw. 2019, podnieśliśmy również nasze założenia odnośnie marży brutto na sprzedaży działalności touroperatorkiej do 14.3%-14.4% w latach 2019E-2021E (wobec poprzednio zakładanego poziomu 13.5%-13.8%). W segmencie hotelowym, uwzględniamy 2 dodatkowe hotele oraz lepsze od wcześniejszych założeń perspektywy wynikowe począwszy od tego roku. Nasze nowe prognozy zysku operacyjnego spółki White Olive na najbliższe 3 lata (2019E-2021E) to 3.0 mln PLN, 5.6 mln PLN i 8.8 mln PLN (wobec odpowiednio - 0.7 mln PLN, 4.0 mln PLN i 5.4 mln PLN zakładane poprzednio). Od strony kosztowej, nieznacznie podnosimy zakładany przez nas udział kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w przychodach ze sprzedaży (o 0.1pp w każdym z 3 najbliższych lat wobec poprzednich założeń), uwzględniając potencjalnie nieco większą presję na wynagrodzenia (bezpośredni wpływ mocnych podwyżek płacy minimalnej na koszty spółki oceniamy jako raczej niematerialny).

RAINBOW TOURS: AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH 2019E-2021E

mln PLN	2019E			2020E			2021E		
	Obecnie	Poprzednio	Różnica (%)	Obecnie	Poprzednio	Różnica (%)	Obecnie	Poprzednio	Różnica (%)
Przychody	1,727.3	1,670.5	3	1,952.5	1,893.8	3	2,096.1	2,070.4	1
EBITDA	59.1	50.9	16	68.0	58.4	17	75.0	60.9	23
EBIT	53.4	44.2	21	61.2	50.4	21	67.6	52.4	29
Zysk netto	39.4	32.5	21	46.3	37.3	24	51.7	39.0	32
Marża EBITDA (%)	3.4	3.0	-	3.5	3.1	-	3.6	2.9	-
Marża operacyjna (%)	3.1	2.6	-	3.1	2.7	-	3.2	2.5	-
Marża zysku netto (%)	2.3	1.9	-	2.4	2.0	-	2.5	1.9	-

Źródło: Pekao Investment Banking S.A.

Aktualizacja wyceny: podnosimy 12-miesięczną cenę docelową o 21% do 46.50 PLN

Podnosimy naszą 12-miesięczną cenę docelową dla akcji Rainbow Tours o 21% do poziomu 46.50 PLN, głównie ze względu na wyraźną rewizję w górę prognoz finansowych dla spółki na rok bieżący i lata kolejne. Dodatkowo, pozytywny wpływ na wycenę miało również zastosowanie niższego niż poprzednio średniego

**RAINBOW TOURS: WRAŻLIWOŚĆ 12-MIESIĘCZNEJ CENY DOCELOWEJ NA ZMIANY ZAŁOŻEŃ W ZAKRESIE STOPY WZROSTU W OKRESIE REZYDUALNYM I ŚREDNIEGO WAŻONEGO KOSZTU KAPITAŁU (WACC)**

(PLN/akcję)	Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)				
	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
	8.1%	35.4	36.9	38.6	43.0
	7.6%	38.3	40.2	42.3	47.7
WACC (%)	7.1%	41.7	43.9	46.5	53.4
	6.6%	45.7	48.4	51.6	60.4
	6.1%	50.3	53.7	57.8	69.4

Źródło: Pekao Investment Banking S.A.

Poniżej przedstawiamy wyniki wyceny spółki Rainbow Tours metodą porównawczą. Jak pisaliśmy we wcześniejszym paragrafie, uważamy ją za nieoptymalną dla wyznaczenia ceny docelowej Rainbow Tours. Poniższy model wyceny publikujemy jedynie w celach prezentacyjnych, a wyznaczonej w ten sposób wycenie akcji spółki Rainbow Tours na poziomie 44.00 PLN przypisujemy wagę zerową przy wyznaczaniu naszej 12-miesięcznej ceny docelowej.

Grupa porównawcza składa się z 12 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 2019E-2021E (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. Na bazie średniej arytmetycznej dla 6 w ten sposób uzyskanych wartości wyceny oraz kosztu kapitału spółki wyznaczamy 12-miesięczną wycenę akcji spółki Rainbow Tours.

Porównanie spółki Rainbow Tours z wybraną grupą porównawczą na bazie mnożników tegorocznych wskazuje, że spółka jest obecnie wyceniana przez rynek z 42% dyskontem do mediany grupy porównawczej na mnożniku C/Z, ale 6% dyskontem do tej samej grupy na mnożniku EV/EBITDA.

RAINBOW TOURS: WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Nazwa spółki	Kod Bloomberg	Cena	Waluta	Kapitalizacja (mln EUR)	C/Z (x)			EV/EBITDA (x)		
					2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
Corporate Travel Management	CTD AU	19.20	AUD	1,282	19.4	17.0	14.7	11.6	9.9	8.7
Emei Shan Tourism	000888 CH	6.34	CNY	428	15.1	14.0	13.3	5.6	5.8	5.8
Flight Centre Travel Group	FLT AU	42.15	AUD	2,617	18.2	15.8	14.5	9.8	8.1	7.4
Fosun Tourism Group	1992 HK	10.22	HKD	1,190	18.0	17.6	11.8	3.6	3.3	2.3
Helloworld Travel	HLO AU	4.51	AUD	346	14.5	12.5	11.3	5.7	6.4	5.5
H.I.S Co.	9603 JP	3,075.00	JPY	1,458	15.5	14.7	13.1	6.0	5.3	4.5
Hna-Caixa Travel Group	000796 CH	7.78	CNY	800	30.6	24.6	21.6	23.0	19.4	18.1
Modetour Network	080160 KS	16,400.00	KRW	223	49.6	21.9	15.2	17.8	8.9	5.6
On the Beach Group	OTB LN	4.42	GBP	687	17.4	15.2	13.5	11.0	9.1	7.5
TUI	TUI LN	9.83	GBP	6,847	11.8	8.3	7.3	5.0	3.7	3.3
Utour Group	002707 CH	5.12	CNY	559	21.1	16.9	14.1	17.3	14.4	18.1
Voyageurs du Monde	ALVDM FP	115.50	EUR	426	19.4	17.5	16.3	8.4	7.3	6.5
Mediana					18.1	16.4	13.8	9.1	7.7	6.2
Rainbow Tours	RBW PW	30.00	PLN	102	11.1	9.4	8.4	8.4	7.2	6.4
Premia/dyskonto do grupy porównawczej					-39%	-42%	-39%	-7%	-6%	4%
Implikowana wycena Rainbow Tours/akcję (PLN)					49.0	52.1	49.1	32.7	32.1	28.7
Średnia wycen (PLN)										40.6
12-miesięczna wycena Rainbow Tours (PLN)										44.0

Źródło: Bloomberg, Pekao Investment Banking S.A.



Podsumowanie ostatnich wydarzeń

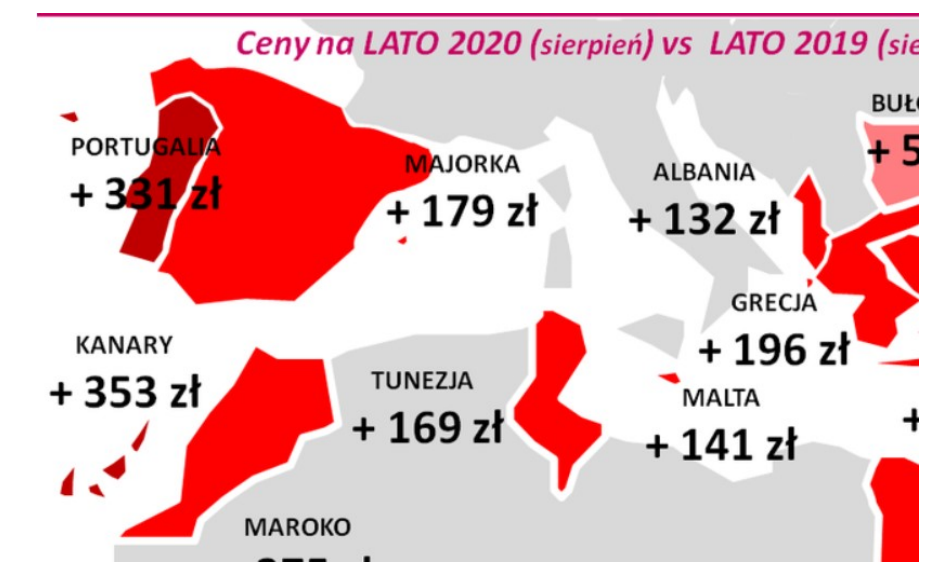
Zakładamy utrzymanie sprzyjającego otoczenia rynkowego w przyszłym roku

Zakładamy, że w przyszłym roku utrzyma się sprzyjające otoczenie rynkowe, wspierane przez całoroczny pozytywny wpływ rozszerzenia programu 500+ na każde pierwsze dziecko, jak również dynamiczne wzrosty płacy minimalnej (prawie 16% r/r w roku przyszłym do poziomu PLN 2,600; zakładamy utrzymanie tempa wzrostu o około 15% r/r w kolejnych 3 latach). Na ten moment nie widzimy przesłanek, by zakładać jakieś znaczące zmiany w otoczeniu konkurencyjnym czy też presję cenową (ceny w przedsprzedaży oferty na ferie zimowe 2020, jak również Lato 2020 są na wyższym poziomie r/r). Zakładamy, że upadłość Neckermann Polska powinna skutkować przejęciem jego klientów przez liderów rynkowych. Według komentarza Prezesa Rainbow Tours dla gazety Puls Biznesu we wrześniu, potencjalne przejęcie około 20% udziałów rynkowych po Neckermann Polska powinno przełożyć się na wzrost sprzedaży Rainbow Tours o około 4%.

Zgodnie z danymi TravelData i Wczasopedia.pl, porównanie średniej ceny dla wylotów w okresie pierwszego tygodnia ferii zimowych dla województwa mazowieckiego w latach 2019 (okres 28 stycznia-3 lutego) i 2020 (okres 10-16 lutego) wskazuje na wzrosty r/r o 228 PLN (badanie z 28 listopada 2019). W tym samym okresie przed rokiem i dwoma laty zanotowano spadki cen wycieczek o odpowiednio 19 PLN i 78 PLN r/r.

Jeśli chodzi o porównania cenowe TravelData i Wczasopedia.pl na sezon Lato 2020, średnia cena imprez wobec cen sprzed roku dla wylotów w pierwszym tygodniu sierpnia 2020 była wyższa o 224 PLN (badanie z 21 listopada 2019). Ponadto, na żadnym z 24 badanych kierunków nie odnotowano spadku średnich cen wycieczek. W adekwatnym okresie poprzedniego sezonu miał miejsce średni wzrost cen w ujęciu rocznym o 47 PLN r/r.

RYNEK: ZMIANY ŚREDNICH CEN IMPREZ TURYSTYCZNYCH NA LATO 2020 (ALL INCLUSIVE) VS POPRZEDNI ROK – DANE ZEBRANE 21 LISTOPADA 2019



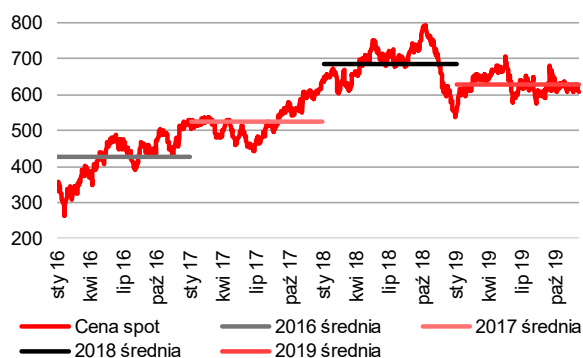
Źródło: TravelData, Wczasopedia.pl, Pekao Investment Banking S.A.



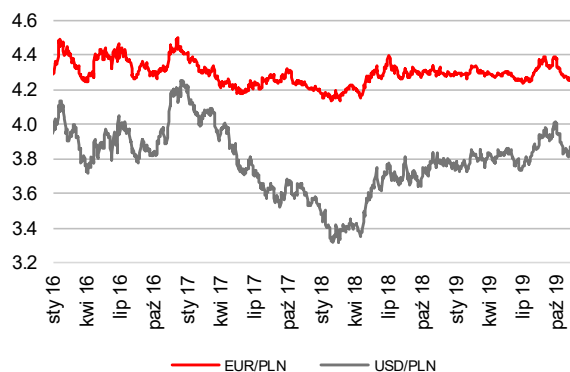
W zakresie oddziaływania cen paliwa lotniczego i kursów głównych walut, sytuacja pozostaje w naszej ocenie dość porównywalna r/r dla organizatorów wycieczek. Cena paliwa lotniczego jest obecnie płasko r/r (jeśli patrzymy na średnią cenę za ostatni tydzień; średnia cena za ostatni miesiąc pozostaje niższa r/r). W relacji do euro złoty jest na niemal tym samym poziomie jak rok temu (4.28), podczas gdy do dolara amerykańskiego złoty nieco się osłabił (o około 2% do 3.86).

ANALIZA CZYNNIKÓW KOSZTOWYCH – CENY PALIWA LOTNICZEGO I WALUTY

Ceny paliwa lotniczego 'European Jet CIF NWE Cargo Spot' (USD/t)



Kursy walut: EUR/PLN i USD/PLN



Źródło: Bloomberg, Pekao Investment Banking S.A.

Bardzo mocne wyniki Rainbow Tours za 3kw. 2019

Rainbow Tours opublikował bardzo mocne wyniki w sezonowo najistotniejszym kwartale roku. Spółka wygenerowała w 3kw. 2019r. 54 mln PLN zysku operacyjnego i 44 mln PLN zysku netto, co oznacza nie tylko znaczące wzrosty r/r (niska baza roku poprzedniego), ale również rekordowy poziom kwartalny w historii spółki. Zwracamy uwagę na 11% wzrost przychodów z działalności touroperatorskiej przy jednoczesnej poprawie marży brutto na sprzedaży segmentu o prawie 5pp r/r. Spółka hotelowa White Olive wygenerowała wyniki lepsze od naszych oczekiwań. Dobrym wynikiom towarzyszyła mocna generacja gotówki.

Przychody wzrosły o 11% r/r do 816 mln PLN. Przychody z kluczowej działalności touroperatorskiej wzrosły o 11% r/r do 740 mln PLN. Działalność pośrednictwa turystycznego odnotowała spadek obrotów o 33% r/r do 68 mln PLN. Wzrosły przychody z pozostałej działalnością (18 mln PLN), związane z działalnością hotelową White Olive w Grecji.

Marża brutto na sprzedaży wzrosła r/r o 4.3pp do 14.5% wskutek powrotu do solidnych rentowności w segmencie touroperatorskim. Marża brutto na sprzedaży z działalności touroperatorskiej wzrosła do 14.7%, choć pozostała poniżej poziomu z 2017r. (16.7%). Jako główną przyczynę poprawy marży spółka wskazuje podwyższenie jednostkowych cen imprez r/r. Segment pośrednictwa turystycznego wygenerował 2.3 mln PLN zysku brutto na sprzedaży. Pozytywnie oceniamy kontrybucję pozostałej działalności, związanej z White Olive (8 mln PLN zysku brutto na sprzedaży).

Zysk operacyjny i zysk netto odnotowały bardzo mocną poprawę r/r. Zysk operacyjny wyniósł 54 mln PLN, a zysk netto 44 mln PLN. Koszty sprzedaży i



ogólnego zarządu wzrosły o 12% r/r, nieznacznie powyżej tempa wzrostu przychodów.

Spółka zależna White Olive zaskoczyła pozytywnie, generując ponad 6 mln PLN zysku netto w 3kw. 2019. Wyniki okazały się lepsze od pierwotnych założeń spółki oraz naszych oczekiwań. Od początku roku, spółka grecka wygenerowała 8.6 mln PLN zysku EBITDA i 4.6 mln PLN zysku netto. W całym roku Zarząd spółki oczekuje zysku netto rzędu 0.4 mln EUR, na bazie szacunków przedstawionych w sprawozdaniu za 3kw. 2019 (czyli około 1.7 mln PLN).

Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej wyniosły 95 mln PLN. Wyłączając leasing związany z MSSF16, spółka zamknęła 3kw. 2019r. z pozycją gotówkową netto na bardzo solidnym poziomie 31 mln PLN (wobec 14 mln PLN długu netto rok wcześniej).

RAINBOW TOURS: WYNIKI ZA 3 KW. 2019

mln PLN	III kw. '19	r/r (%)	I kw. '18	II kw. '18	III kw. '18	IV kw. '18	I kw. '19	II kw. '19
Przychody ze sprzedaży	816.3	11%	252.2	378.3	733.9	234.8	246.0	416.1
Koszt własny sprzedaży	697.6	6%	216.9	336.0	659.2	205.1	206.1	365.7
Zysk brutto na sprzedaży	118.8	59%	35.3	42.2	74.7	29.7	39.9	50.4
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	64.6	12%	29.6	44.3	57.5	35.9	34.7	46.4
Pozostałe przychody/koszty operacyjne	0.0	n.m.	-1.0	0.1	0.0	-0.3	-0.3	-0.4
Zysk na działalności operacyjnej	54.2	216%	4.7	-2.0	17.2	-6.5	4.9	3.6
Koszty/przychody finansowe	1.1	23%	0.5	0.8	0.9	1.1	1.1	1.5
Zysk przed opodatkowaniem	53.1	226%	4.2	-2.8	16.3	-7.6	3.8	2.1
Podatek dochodowy	9.0	179%	1.1	-0.8	3.2	-1.1	1.0	0.5
Zysk netto	44.1	238%	3.1	-2.0	13.0	-6.5	2.8	1.7
Marża brutto na sprzedaży (%)	14.5%	-	14.0%	11.2%	10.2%	12.6%	16.2%	12.1%
Marża operacyjna (%)	6.6%	-	1.8%	-0.5%	2.3%	-2.8%	2.0%	0.9%
Marża netto (%)	5.4%	-	1.2%	-0.5%	1.8%	-2.8%	1.1%	0.4%

Źródło: Rainbow Tours, Pekao Investment Banking S.A.

Mocne dane sprzedażowe Rainbow Tours za październik 2019

Rainbow Tours informował, że łączne skonsolidowane przychody grupy w październiku 2019r. (bez wyłączeń konsolidacyjnych) wyniosły 71.5 mln PLN (+16% r/r). Wzrost przychodów z kluczowej działalności touroperatorskiej wyniósł aż 23% r/r (67.0 mln PLN), podczas gdy przychody z pośrednictwa (bez wyłączeń konsolidacyjnych) spadły o 38% r/r do 4.5 mln PLN. Chociaż sezonowo 4kw. jest zdecydowanie mniej istotny niż 3kw., wyniki sprzedażowe z głównej działalności touroperatorskiej w październiku oceniamy pozytywnie.

4kw. 2019E: Oczekujemy pogłębienia straty Rainbow Tours r/r z uwagi na większą ekspozycję na działalność hotelową

Z uwagi na sezonowość biznesu Rainbow Tours, jak również rosnącą ekspozycję na jeszcze bardziej sezonową działalność hotelową (obecnie 5 hoteli; hotele w Grecji kończą sezon z końcem października, więc przez większość 4kw. nie generują przychodów), oczekujemy pogłębienia r/r straty spółki w 4kw. 2019E. Prognozujemy wzrost przychodów o 6% r/r do 249 mln PLN, ale nieco wyższą r/r stratę zarówno operacyjną (-9.2 mln PLN) jak i na poziomie netto (-8.9 mln PLN). W biznesie touroperatorskim zakładamy 13% wzrost przychodów r/r oraz utrzymanie marży brutto na sprzedaży.



RAINBOW TOURS: PROGNOZA WYNIKÓW NA 4 KW. 2019E

mln PLN	IV kw. '19	IV kw. '18	r/r (%)
Przychody ze sprzedaży	248.8	234.8	6%
Koszt własny sprzedaży	215.7	205.1	5%
Zysk brutto na sprzedaży	33.1	29.7	12%
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	42.1	35.9	17%
Pozostałe przychody/koszty operacyjne	-0.3	-0.3	0%
Zysk na działalności operacyjnej	-9.2	-6.5	n.m.
Koszty/przychody finansowe	1.1	1.1	4%
Zysk przed opodatkowaniem	-10.3	-7.6	n.m.
Podatek dochodowy	-1.4	-1.1	n.m.
Zysk netto	-8.9	-6.5	n.m.
Marża brutto na sprzedaży (%)	13.3%	12.6%	-
Marża operacyjna (%)	-3.7%	-2.8%	-
Marża netto (%)	-3.6%	-2.8%	-

Źródło: Rainbow Tours, Pekao Investment Banking S.A.

Kolejne dwa obiekty w spółce hotelowej White Olive

W ostatnich miesiącach grecka spółka zależna White Olive uzupełniła swoją działalność o dwa kolejne hotele – jeden na wyspie Rodos, a drugi na Krecie:

1. W sierpniu 2019 White Olive dokonała zakupu greckiej spółki wraz z nieruchomością hotelową w miejscowości Pefkos na wyspie Rodos za 2.9 mln EUR. Dodatkowy koszt około 0.59 mln EUR związany jest z koniecznością poniesienia i uregulowania zaległości podatkowych i publiczno-prawnych. Nieruchomość hotelowa działająca dotychczas pod nazwą „Pefkos Garden Hotel” składa się z budynku głównego i bungalowów, oferujących łącznie prawie 100 pokoi. Celem White Olive jest remont hotelu oraz jego adaptacja do podwyższonego standardu. Rozpoczęcie działalności hotelu „White Olive” na Rodos planowane jest na kwiecień 2020 roku.
2. W październiku 2019 Rainbow Tours informował o zawarciu długoterminowej umowy najmu nieruchomości hotelowej w Sfakaki, na wyspie Kreta, na okres co najmniej 15 lat, z możliwością przedłużenia na kolejne 5 lat, pod warunkiem wybudowania dodatkowych 20 pokoi. Łączna wartość umowy najmu za okres 20 lat wynosi 4.25 mln EUR. Nieruchomość hotelowa działająca aktualnie pod nazwą „Agelia Beach Hotel” położona jest niedaleko miejscowości Rethymnon i oferuje łącznie 85 pokoi, restaurację, bar wewnętrzny i bar zewnętrzny oraz 3 baseny. Zamiarem White Olive jest remont hotelu oraz jego adaptacja do podwyższonego standardu. Rozpoczęcie działalności hotelu planowane jest na kwiecień 2020 roku. Na 2020 planowane są prace związane z rozbudową hotelu do dostępności około 150 pokoi, z wprowadzeniem podwyższonej liczby pokoi do oferty Lato 2021.

Jak poinformował Rainbow Tours, po przejęciu hotelu na Rodos i uwzględnieniu najmu hotelu „Agelia Beach Hotel”, sieć White Olive będzie dysponować około 700 pokojami, co również został uwzględnione w aktualizacji naszych prognoz finansowych. Ponadto, z początkiem listopada 2019, Rainbow Tours informował o przedłużeniu terminu na ziszczenie się warunków zawieszających realizację inwestycji funduszu PFR TFI w spółkę White Olive do końca grudnia 2019 (vs. poprzednio zakładany koniec października 2019).



Wybrane czynniki ryzyka

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

Otoczenie makroekonomiczne i nastroje konsumenckie: Pogorszenie w otoczeniu makroekonomicznym (przede wszystkim przez pryzmat poziomu bezrobocia, wynagrodzeń czy inflacji) bądź nastrojach konsumenckich może negatywnie wpłynąć na decyzje/budżety wyjazdowe Polaków.

Otoczenie konkurencyjne: Bardziej agresywna walka o udziały rynkowe przez jednego z istniejących bądź potencjalnego nowego gracza na rynku może negatywnie wpłynąć na wolumeny bądź realizowane marże pozostałych uczestników rynku touroperatorskiego. Ponadto, potencjalnym ryzykiem dla branży 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; ogólnie około 60% ekspozycji walutowej to EUR, pozostałe 40% to 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. Spółka stara się ograniczać to ryzyko za pomocą kontraktów terminowych typu forward na zakup waluty.

Ryzyko wzrostu ceny na rynku paliwowym: Nagłe i gwałtowne wzrosty lokalnie mogą wpłynąć na rentowność wycieczek. Ponadto w dłuższej perspektywie wzrosty cen ropy na rynkach światowych przekładają się na wzrost cen wycieczek, co tworzy ryzyko dla strony popytowej. Standardowo, w ramach umowy czarterowej linia lotnicza stosuje średnią cenę paliwa sprzed 2 miesięcy.

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

Ryzyko związane z sezonowością sprzedaży: Największy popyt przypada na wycieczki w 2. i 3. kwartale. W związku z dużą sezonowością, spółka jest narażona na ryzyko niezapełnienia samolotów czy niesprzedania zakontraktowanych miejsc hotelowych.

Ryzyko związane z inwestycjami w działalność hotelową w Grecji: Obecne i planowane przyszłe inwestycje w rozwój greckiej sieci hoteli White Olive są obciążone ryzykiem przekroczenia planowanych wydatków, poniesienia strat 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.



Prognozy finansowe - tabela

RAINBOW TOURS: PODSUMOWANIE DANYCH HISTORYCZNYCH I PROGNOZ FINANSOWYCH

mIn PLN	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT						
Przychody ze sprzedaży	1,201.0	1,407.7	1,599.1	1,727.3	1,952.5	2,096.1
Koszt własny sprzedaży	1,030.4	1,205.8	1,417.3	1,485.1	1,675.5	1,794.7
Zysk brutto na sprzedaży	170.6	201.9	181.9	242.2	277.0	301.4
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	135.3	153.5	167.4	187.8	214.7	232.6
Pozostałe przychody/koszty operacyjne	-1.0	-1.3	-1.2	-1.0	-1.1	-1.2
EBITDA	37.1	50.7	17.8	59.1	68.0	75.0
Zysk na działalności operacyjnej	34.4	47.1	13.3	53.4	61.2	67.6
Koszty/przychody finansowe	0.9	2.3	3.3	4.8	4.1	3.8
Zysk przed opodatkowaniem	33.5	44.7	10.0	48.7	57.1	63.8
Podatek dochodowy	6.5	8.6	2.4	9.2	10.9	12.1
Zysk netto	27.0	36.1	7.6	39.4	46.3	51.7
Marża brutto na sprzedaży (%)	14.2%	14.3%	11.4%	14.0%	14.2%	14.4%
Marża operacyjna (%)	2.9%	3.3%	0.8%	3.1%	3.1%	3.2%
Marża netto (%)	2.2%	2.6%	0.5%	2.3%	2.4%	2.5%
BILANS						
Aktywa obrotowe	207.3	228.1	258.3	260.9	290.3	309.1
Środki pieniężne i ekwiwalenty	45.4	33.3	27.1	11.3	7.0	3.7
Należności z tytułu dostaw i usług i pozostałe	129.0	168.1	170.1	183.8	209.0	225.9
Zapasy	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.9
Pozostałe aktywa obrotowe	32.3	26.1	60.4	65.1	73.4	78.7
Aktywa trwałe	47.9	69.5	110.2	156.1	170.9	181.6
Rzeczowe aktywa trwałe	32.6	48.6	85.7	130.3	143.1	152.4
Wartość firmy i pozostałe aktywa niematerialne	4.7	5.6	8.7	8.8	8.8	8.8
Należności długoterminowe	10.3	13.1	15.1	16.3	18.5	19.8
Pozostałe aktywa trwałe	0.2	2.3	0.6	0.6	0.6	0.6
Aktywa razem	255.2	297.5	368.5	417.0	461.2	490.7
Zobowiązania krótkoterminowe	159.8	189.0	213.0	222.1	247.6	263.5
Pożyczki i kredyty bankowe	0.5	1.3	23.5	23.5	23.5	23.5
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	44.8	40.4	52.1	54.5	61.5	65.9
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	3.9	16.2	4.4	4.6	5.2	5.6
Przychody przyszłych okresów	110.6	131.1	133.0	139.4	157.3	168.5
Zobowiązania długoterminowe	5.2	3.2	49.7	49.7	39.7	24.7
Pożyczki i kredyty bankowe	4.6	3.0	49.5	49.5	39.5	24.5
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	0.7	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Kapitał własny	90.2	105.3	105.8	145.2	174.0	202.6
Pasywa razem	255.2	297.5	368.5	417.0	461.2	490.7
RACHUNEK PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH						
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	-4.3	19.6	-14.0	34.5	42.7	51.5
Zysk netto	27.0	36.1	7.6	39.4	46.3	51.7
Amortyzacja	2.7	3.7	4.5	5.7	6.8	7.4
Zmiany w kapitale obrotowym i inne korekty	-34.0	-20.2	-26.0	-10.5	-10.4	-7.6
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-13.1	-20.7	-44.2	-50.3	-19.6	-16.7
Wydatki na zakup majątku trwałego	-17.4	-21.6	-44.6	-50.3	-19.6	-16.7
Pozostałe	4.3	0.9	0.5	0.0	0.0	0.0
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	-16.4	-10.7	52.0	0.0	-27.5	-38.1
Zmiana stanu kredytów i pożyczek	1.9	-0.8	68.7	0.0	-10.0	-15.0
Środki uzyskane ze sprzedaży akcji własnych	0.0	4.9	0.0	0.0	0.0	0.0
Dywidendy wypłacone	-14.4	-14.4	-17.5	0.0	-17.5	-23.1
Pozostałe	-3.8	-0.4	0.7	0.0	0.0	0.0
Zmiana netto środków pieniężnych i ekwiwalentów	-33.7	-11.8	-6.2	-15.8	-4.3	-3.4

Nota: Zaprezentowane prognozy nie uwzględniają wpływu nowego MSSF 16 w celu zapewnienia pełnej porównywalności z danymi historycznymi.

Źródło: Rainbow Tours, Pekao Investment Banking S.A.



Warunki prawne

Niniejszy raport analityczny („**Raport**”) został przygotowany przez Pekao Investment Banking S.A. („**Pekao IB**”) 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 Pekao IB będzie przysługiwało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na zasadach wskazanych w umowie zawartej pomiędzy Pekao IB a Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Raport został sporządzony w oparciu o publicznie dostępne informacje, które Pekao IB uważa za prawdziwe, rzetelne i wiarygodne, w tym informacje udostępniane przez emitenta w ramach wypełniania obowiązków informacyjnych nałożonych przez przepisy prawa. Pekao IB nie ponosi jednak odpowiedzialności za prawdziwość i rzetelność i wiarygodność tych informacji.

O ile nie wskazano inaczej, szacunki i opinie zawarte w raporcie stanowią niezależną ocenę analityków, sporządzających Raport na dzień wydania Raportu.

Pekao IB zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w Raporcie w dowolnym czasie i bez dodatkowego uprzedzenia.

Ponadto zastrzegamy sobie prawo do nieaktualizowania tych informacji lub całkowitego zaprzestania ich udostępniania bez uprzedzenia.

Raport został sporządzony przy dołożeniu należytej staranności oraz dla celów wyłącznie informacyjnych. W celu uniknięcia wątpliwości Raport nie stanowi ani nie jest częścią oferty sprzedaży lub substytucji jakiegokolwiek instrumentu finansowego, ani też nie nakłania do nabycia jakiegokolwiek instrumentu finansowego, nie stanowi reklamy i promocji instrumentu finansowego ani emitenta.

Emitenci lub instrumenty finansowe omawiane w Raporcie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców Raportu tj. mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahanom, w tym może ulegać obniżeniu. Zmiany kursów walut mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Inwestycja w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym w tym ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia takich wyników w przyszłości.

Informacje zawarte w Raporcie są podawane bez żadnych gwarancji na zasadzie "tak jak jest" i nie mogą być traktowane jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Pekao IB nie świadczy usług w zakresie zarządzania portfelem w odniesieniu do portfeli składających się z jednego lub więcej Instrumentów Finansowych ani usług doradztwa finansowego. Raport został sporządzony bez uwzględniania potrzeb i sytuacji odbiorców Raportu, w szczególności przy sporządzaniu Raportu nie bada się celów inwestycyjnych klienta, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej klientów.

Inwestorzy muszą dokonać własnej oceny odpowiedności inwestycji w jakiegokolwiek instrumenty, o których mowa w niniejszym dokumencie, w oparciu o przesłanki merytoryczne i ryzyko związane z inwestycją, własną strategię inwestycyjną oraz swoją sytuację prawną, podatkową i finansową. Ponieważ niniejszy dokument nie kwalifikuje się jako doradztwo inwestycyjne ani niniejszy dokument, ani żadna jego część nie może stanowić podstawy do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub zaciągnięcia zobowiązania, ani też nie może stanowić zachęty do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub zobowiązania. Inwestorów zachęca się do skontaktowania się z doradcą inwestycyjnym w celu uzyskania indywidualnych porad.

Z zastrzeżeniem bezwzględnie obowiązujących przepisów prawa polskiego Pekao IB ani żadna osoba prawna należąca do tej samej grupy kapitałowej, ani żaden z ich dyrektorów, członków zarządu lub pracowników, ani żadna inna osoba nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem Raportu z wykorzystania niniejszego dokumentu lub jego zawartości lub w inny sposób z nim związane.

Odpowiedzialność za treść niniejszej publikacji spoczywa na:

Pekao Investment Banking Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Żwirki i Wigury 31, 02-091 Warszawa, Polska, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000149937, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 225.141.851,00 zł, NIP 525-22-56-380.

Pekao Investment Banking Spółka Akcyjna jest nadzorowana przez Komisję Nadzoru Finansowego, Piękna 20, 00-549 Warszawa, Polska i może podlegać ograniczonym regulacjom oraz niektórych innych organów regulacyjnych w Unii Europejskiej. Szczegóły dotyczące zakresu uprawnień Pekao Investment Banking w Unii Europejskiej są dostępne na naszej stronie internetowej: www.pekaoib.pl/research-disclaimer-authorization-in-the-eu.

POTENCJALNE KONFLIKTY INTERESÓW

Brak

1: Analizowana spółka posiada co najmniej 5% kapitału akcyjnego Pekao Investment Banking S.A.

2: Pekao Investment Banking S.A. i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy była wiodącym lub współzarządzającym (gwarantem lub współgwarantem) w okresie ostatnich 12 miesięcy publicznie dostępnej oferty instrumentów finansowych emitenta.

3: Pekao Investment Banking S.A. i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w zakresie instrumentów finansowych emitenta.

4: Analizowana spółka oraz Pekao Investment Banking S.A. i/lub jakakolwiek powiązana osoba prawna zawarły umowę o sporządzenie analiz.

5: Analityk lub osoba powiązana z nim jest w radzie nadzorczej/zarządzie spółki, której dotyczą.

6: Pekao Investment Banking S.A. posiada pozycję długą netto przekraczającą 0,5% wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

7: Pekao Investment Banking S.A. posiada pozycję krótką netto przekraczającą 0,5% wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Informacja dotycząca historii raportów analitycznych wydawanych przez Pekao IB

Historia wydawanych raportów analitycznych i historia w zakresie zmian rekomendacji i/lub cen docelowych, jak również zestawienie w kategoriach względnych naszych rekomendacji inwestycyjnych znajdują się na naszej stronie internetowej www.pekaoib.pl/research-disclaimer-stocks-ratings

Nota dotycząca wyceny udziałowych instrumentów finansowych

W naszych raportach przedstawiamy wyniki wyceny opartej na dwóch metodach wyceny wybranych spośród następujących: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych, modelu mnożnikowego lub metody wyceny majątkowej.

Modele zdyskontowanych przepływów pieniężnych pozwalają na oszacowanie wartości przedsiębiorstwa na bazie przyszłych przepływów pieniężnych ustalanych na bazie prognoz finansowych. Przepływy pieniężne są dyskontowane do wartości bieżącej przy zastosowaniu odpowiedniej stopy dyskonta. Modele te charakteryzują się jednoczesnym i kompleksowym uwzględnieniem kluczowych zmiennych wpływających na kształtowanie się wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa, np. przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, nakładów inwestycyjnych, kosztu kapitału (WACC). Wyceny uzyskane przy wykorzystaniu



modeli dyskontowych są jednak bardzo wrażliwe na zmiany założeń takich jak m.in. długookresowy poziom zysków, stopa wolna od ryzyka lub stop wzrostu w okresie nieobjętym szczegółowymi prognozami finansowymi (okres rezydualny). Co więcej, prognozy nie mogą być określone z całkowitą pewnością; nieprzewidziane przyszłe zdarzenia mogą spowodować nieważność prognoz finansowych.

Porównawcze modele wyceny polegają na przyjęciu założenia, że spółki o zbliżonym profilu (przede wszystkim działające w tej samej branży) powinny być handlowane ze wskaźnikami wyceny na tym samym lub zbliżonym poziomie. Do najczęściej wykorzystywanych mnożników w modelach wyceny porównawczej należą: cena/zysk (C/Z), wartość przedsiębiorstwa/EBITDA (EV/EBITDA) i cena/wartość księgową (C/WK). Wśród mocnych stron modeli mnożnikowych możemy podkreślić ich prostotę, ponieważ są one łatwe do obliczenia i zrozumienia. Ponadto do wyceny wykorzystywane są kluczowe dla inwestorów statystyki. Z drugiej strony, mnożniki są oparte najczęściej na prognozach krótkoterminowych. Wyceny oparte na mnożnikach nie będą zatem w stanie uchwycić różnic w przewidywanych wynikach z dłuższej perspektywy czasowej. Wreszcie, wybór odpowiedniej grupy porównawczej może być problematyczny.

Modele majątkowe polegają przede wszystkim na ustaleniu wartości przedsiębiorstwa poprzez oszacowanie wartości aktywów pomniejszonych o zobowiązania lub poprzez oszacowanie nakładów inwestycyjnych niezbędnych dla odtworzenia majątku przedsiębiorstwa. Zaletą tych modeli jest fakt, że mogą być stosowane nawet wtedy, gdy firma ma krótką historię zysków lub jej przyszłe istnienie jest niepewne. Jednakże ustalenie wartości rynkowej niektórych aktywów, w szczególności wartości niematerialnych, może być trudne. Ponadto modele wyceny majątkowej nie uwzględniają przyszłych zmian wyników finansowych, ani nie obejmują pozycji pozabilansowych, takich jak know-how.

Wyceny przedsiębiorstwa oparte na wspomnianych modelach wyceny zależą od czynników makroekonomicznych, takich jak stopy procentowe, kursy walutowe, ceny surowców oraz od założeń dotyczących gospodarki. Ponadto nastroje rynkowe wpływają na rynkową wycenę przedsiębiorstw. Wycena opiera się również na oczekiwaniach, które mogą ulec szybkiej i niezapowiedzianej zmianie, w zależności od rozwoju sytuacji w poszczególnych branżach wpływając na poziom cen docelowych wynikających z modeli wyceny.

Ceny docelowe odnoszą się zazwyczaj do horyzontu 12-miesięcznego. Podlegają one jednak również warunkom rynkowym i mogą stanowić jedynie obraz sytuacji. Ceny docelowe mogą być osiągnięte szybciej lub wolniej, niż się spodziewano, lub też mogą wymagać korekty w górę lub w dół. W tabelach i wykresach w niniejszym raporcie oznaczamy lata z literą "E", aby zaznaczyć, że przedstawione dane liczbowe są prognozami i szacunkami.

Ceny wykorzystane w analizie są cenami zamknięcia odpowiedniego lokalnego systemu obrotu lub cenami zamknięcia na odpowiednich lokalnych giełdach papierów wartościowych.

Częstotliwość wydawania raportów i ich aktualizacji

Przewiduje się, że każdy z raportów analitycznych będzie aktualizowany przynajmniej dwa razy w roku począwszy od daty publikacji raportu inicjującego, oraz w przypadku kluczowych wydarzeń i/lub zmian w założeniach dotyczących raportu.

W ostatnich 12 miesiącach Pekao Investment Banking S.A. nie sporządziło żadnego raportu dotyczącego emitenta.

ZNACząCY INTERES FINANSOWY

Pekao IB S.A. i/lub inna osoba prawna należąca do tej samej grupy kapitałowej może prowadzić regularny obrót akcjami lub innymi instrumentami finansowymi analizowanej spółki. Pekao IB i/lub inne powiązane z nimi osoby prawne mogą posiadać znaczące otwarte pozycje pochodne na akcjach spółki, które nie są delta neutralne. Banki i inne osoby prawne z Grupy Pekao mogły udzielać analizowanej spółce znacznych pożyczek. Pekao IB i/lub inne powiązane osoby prawne mogą mieć istotny interes finansowy związany z analizowaną spółką lub mogą mieć taki interes w dowolnym momencie w przyszłości. Ze względu na fakt, że Pekao IB S.A. i/lub jakkolwiek osoba prawna z nią powiązana jest uprawniona, w zależności od obowiązujących przepisów prawa, do wykonywania takich czynności w dowolnym momencie w przyszłości, które mogą prowadzić do istnienia istotnego interesu finansowego, należy dla celów niniejszej informacji przyjąć, że Pekao IB i/lub jakkolwiek osoba prawna z nią powiązana faktycznie wykona takie czynności, które mogą prowadzić do istnienia istotnego interesu finansowego związanego z analizowaną spółką.

Analizy mogą odnosić się do jednej lub kilku spółek i emitowanych przez nie papierów wartościowych. W niektórych przypadkach analizowani emitenci aktywnie przekazywali informacje na potrzeby analiz.

TRANSAKCJE BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ

Analizowana spółka oraz Pekao IB i/lub jakkolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy mogła zawrzeć w okresie ostatnich 12 miesięcy umowę dotyczącą świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B Załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE, w zamian za co Pekao IB i/lub taka osoba prawna należąca do tej samej grupy otrzymała świadczenie wzajemne lub obietnicę zapłaty lub zamierza to uczynić. Ze względu na fakt, że Pekao IB lub jakkolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy jest uprawniona do zawarcia, z zastrzeżeniem obowiązujących przepisów prawa, umowy o świadczenie usług związanych ze świadczeniem 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 może otrzymać świadczenie wzajemne lub obietnicę zapłaty, dla celów niniejszej informacji należy przyjąć, że Pekao IB lub jakkolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy faktycznie zawrze takie umowy i w rzeczywistości otrzyma takie świadczenie lub obietnicę zapłaty.

DEKLARACJA ANALITYKA

Wynagrodzenie Pekao Investment Banking S.A. lub osób pracujących dla Pekao Investment Banking S.A., które uczestniczyły w przygotowaniu Raportu, nie jest bezpośrednio związane z transakcjami w zakresie usług Pekao Investment Banking S.A. określonych w sekcjach A i B Załącznika I do Dyrektywy 2014/65/UE lub innego rodzaju transakcji, które wykonuje Pekao Investment Banking S.A. lub jakkolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy, ani z prowizjami maklerskimi, które otrzymuje Pekao Investment Banking S.A. lub jakkolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy.

USTALENIA ORGANIZACYJNO-ADMINISTRACYJNE MAJĄCE NA CELU UNIKANIE I ZAPOBIEGANIE KONFLIKTOM INTERESÓW

W celu zapobiegania lub zarządzania konfliktami interesów, Pekao IB i/lub inna osoba prawna należąca do tej samej grupy ustanowiła formy organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez jej departament zgodności. Powstające konflikty interesów są zarządzane przez bariery prawne i fizyczne oraz нефизyczne (zwane łącznie "Barierami Informacyjnymi") mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednym obszarem/departamentem Pekao IB i/lub innymi obszarami/departamentami Pekao IB i powiązanymi z nimi osobami prawnymi. W szczególności jednostki Bankowości Inwestycyjnej, w tym doradztwo finansowe, działalność na rynku kapitałowym, i inne działania związane z pozyskiwaniem kapitału, są oddzielone fizycznie i нефизycznie od jednostek związanych z działalnością maklerską polegającą na przyjmowaniu i przekazywaniu oraz wykonywaniu zleceń, jak również od departamentu analiz. W badaniu ujawnia się publicznie dostępne konflikty interesów i inne istotne interesy.



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.

Raport stanowi badanie inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

W raporcie używamy cen zamknięcia z dnia 4 grudnia 2019.

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 5.12.2019, godz. 16:30. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 5.12.2019, godz. 17:00.

Raport nie został przekazany analizowanej spółce do wglądu przed publikacją.

Raport został sporządzony zgodnie z prawem polskim.



Equity Research

Marcin Gatarz, Dyrektor Departamentu Analiz
+48 22 586-2964, marcin.gatarz@pekaob.pl

Analitycy sektorowi

Banki

Jerzy Kosiński, CFA
+48 22 586-2967
jerzy.kosinski@pekaob.pl

Chemia

Krzysztof Kozieł, CFA
+48 22 586-2854
krzysztof.koziel@pekaob.pl

Konsument

Maria Mickiewicz
+48 22 586-2972
maria.mickiewicz@pekaob.pl

Przemysł

Marcin Gatarz, CFA
+48 22 586-2964
marcin.gatarz@pekaob.pl

Górnictwo i metale

Marcin Gatarz, CFA
+48 22 586-2964
marcin.gatarz@pekaob.pl

Paliwa

Krzysztof Kozieł, CFA
+48 22 586-2854
krzysztof.koziel@pekaob.pl

Nieruchomości

Maria Mickiewicz
+48 22 586-2972
maria.mickiewicz@pekaob.pl

Technologie i telekomy

Łukasz Kosiński
+48 22 586-2359
lukasz.kosinski@pekaob.pl

Energetyka

Maksymilian Piotrowski
+48 22 586-2353
maksymilian.piotrowski@pekaob.pl

Strategia rynkowa

Marcin Gatarz, CFA
+48 22 586-2964
marcin.gatarz@pekaob.pl

Publication Address

Pekao Investment Banking S.A.
ul. Żwirki i Wigury 31
02-091 Warsaw
Poland

Internet
www.pekaob.pl