

Rainbow Tours

Słońce znów zaświeci nad rynkiem w tym roku

Rozpoczynamy wydawanie raportów analitycznych dotyczących Rainbow Tours. Spółka jest trzecim graczem na rynku touroperatorskim w Polsce. Jej działalność obejmuje także pośrednictwo turystyczne oraz sieć hoteli własnych w Grecji. Zakładamy, że korzystne otoczenie makroekonomiczne, wspierane programami rządowymi (zwłaszcza rozszerzenie 500+) oraz normalizacja otoczenia konkurencyjnego powinny być wsparciem dla wyraźnej poprawy wyników branży w tym roku r/r. Prognozujemy odbicie zysku netto Rainbow Tours od 32.5 mln PLN w 2019r. z zaledwie 7.6 mln PLN rok temu. Widzimy szanse na powrót do wypłaty dywidend od 2020r. Wyznaczamy 12-miesięczną cenę docelową dla akcji spółki na poziomie 38.5 PLN.

- **Rainbow Tours trzecim graczem w branży touroperatorskiej w Polsce:** Szeroka, mocno zróżnicowana oferta obejmuje zarówno wyjazdy wypoczynkowe jak i wyżej marżowe wycieczki objazdowe. Ponadto, w zakres działalności spółki wchodzi ograniczone pośrednictwo turystyczne oraz rozwijana sieć hoteli własnych w Grecji, White Olive (obecnie 3 obiekty).
- **Sprzyjające otoczenie i pro-konsumpcyjny impuls fiskalny:** Popyt na usługi turystyczne, czyli potrzebę wyższego rzędu, zależy od poziomu zamożności społeczeństwa. Sprzyjające otoczenie makroekonomiczne, wraz z rządowymi programami wsparcia (przede wszystkim rozszerzenie 500+) powinny wspierać wzrosty branży touroperatorskiej (zakładamy hamowanie dynamiki wzrostu r/r od 2021r.).
- **Po burzliwym 2018r., kluczowa dla branży wydaje się oczekiwana normalizacja otoczenia konkurencyjnego:** Po słabym 2018r., w którym branża borykała się z problemem nadpodaży, obniżek cen wycieczek i presji na marże, zakładamy normalizację na rynku w tym roku. Prognozujemy wyraźne odbicie zysku netto Rainbow Tours w tym roku r/r, głównie za sprawą poprawy marż, co powinno wspierać nasze założenie o powrocie do wypłaty dywidend od przyszłego roku.
- **12-miesięczna cena docelowa wyznaczona w oparciu o DCF na 38.5 PLN:** W odniesieniu do grupy porównawczej, Rainbow Tours jest wyceniane z premią na tegorocznym mnożniku EV/EBITDA, ale dyskontem na C/Z (odpowiednio 14% i -30%).

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody (mln PLN) | 1,407.7 | 1,599.1 | 1,670.5 | 1,893.8 | 2,070.4 |
| EBITDA (mln PLN) | 50.7 | 17.8 | 50.9 | 58.4 | 60.9 |
| Zysk operacyjny (mln PLN) | 47.1 | 13.3 | 44.2 | 50.4 | 52.4 |
| Zysk netto (mln PLN) | 36.1 | 7.6 | 32.5 | 37.3 | 39.0 |
| Zysk netto na akcję (PLN) | 2.48 | 0.52 | 2.23 | 2.56 | 2.68 |
| Dywidenda na akcję (PLN) | 0.99 | 1.20 | 0.00 | 1.12 | 1.28 |
| C/Z (x) | 17.5 | 38.9 | 11.9 | 10.3 | 9.9 |
| EV/EBITDA (x) | 11.9 | 19.1 | 8.8 | 7.5 | 7.0 |
| Stopa dywidendy (%) | 3.7 | 2.3 | 5.9 | 0.0 | 4.2 |

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

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

| | |
|------------------------------------|-----------------|
| Cena zamknięcia (18 lipca 2019) | 26.50 PLN |
| 12-miesięczna cena docelowa | 38.50 PLN |
| Cena zamknięcia (maks./min.) (12M) | 30.00/16.10 PLN |

PROFIL SPÓŁKI

Trzeci pod względem generowanych przychodów gracz na rynku touroperatorskim w Polsce. Właściciel sieci White Olive w Grecji (3 hotele); plan rozbudowy sieci przy wsparciu inwestora (PFR). Cele spółki zakładają odbudowę marż po spadkach 2018r. oraz powrót do wypłaty dywidend.

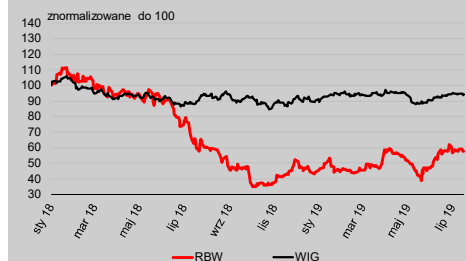
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

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) | 12.3 |
| Akcje w wolnym obrocie (%) | 48.9 |
| Wycena rynkowa (mln PLN) | 385.6 |
| Liczba akcji (mln) | 14.6 |
| Główni akcjonariusze | Grzegorz Baszczyński 14.4% (17.9% głosów) Sławomir Wysmyk 12.9% (17.0% głosów) Tomasz Czaplą 12.3% (15.3% głosów) Remigiusz Talarek 11.5% (14.8% głosów) NN PTE 10.7% (7.7% głosów) |

WYDARZENIA KORPORACYJNE

| | |
|--|-------------------|
| Informacja o przedsprzedaży oferty Zima 2019/2020 na koniec lipca 2019 | 5 sierpnia 2019 |
| Raport I półrocze 2019 | 30 września 2019 |
| Raport III kwartał 2019 | 15 listopada 2019 |



ZMIANA KURSU (%)

| | 1M | 3M | 6M |
|-----------------------|-----|------|------|
| Absolutna | 3.5 | 1.9 | 8.2 |
| Relatywna do MSCI EME | 3.5 | -1.2 | -2.0 |
| Relatywna do WIG | 3.1 | 3.1 | 7.8 |

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

+48 22 586-2972

maria.mickiewicz@pekaioib.pl



Tezy inwestycyjne i czynniki ryzyka

Numer trzy w branży touroperatorskiej w Polsce

Rainbow Tours jest trzecim, pod względem wielkości generowanych przychodów, graczem na rynku touroperatorskim w Polsce, z szeroką, mocno zróżnicowaną geograficznie ofertą, obejmującą zarówno wyjazdy wycieczkowe jak i wyżej marżowe wycieczki objazdowe. Ponadto, działalność spółki obejmuje pośrednictwo turystyczne oraz zarządzanie siecią hoteli własnych w Grecji (White Olive), obejmującą obecnie 3 obiekty na wyspie Zakynthos.

Biznes mocno uzależniony od otoczenia makroekonomicznego. Obecnie sprzyjające warunki, wspomagane programami rządowymi

Usługi turystyczne można zaliczyć do potrzeb wyższego rzędu, a ich zakup powinien być mocno skorelowany z zamożnością społeczeństwa. W ocenie spółki kluczowym czynnikiem rozwoju jest wzrost gospodarczy, a także poziom i wzrost wynagrodzeń w ujęciu realnym. Zgodnie z prognozami makroekonomicznymi Banku Pekao, wzrost gospodarczy powinien osiągnąć poziom 4.5% w tym roku r/r, hamując następnie do 3.7% i 3.0% w latach 2020-2021. Zakładamy ponadto, że pro-konsumpcyjny impuls fiskalny (rozszerzenie programu 500+, dodatkowa emerytura oraz obniżka podatków) powinien podtrzymać względnie wysokie tempo wzrostu konsumpcji w latach 2019-2020.

Oczekiwane wyraźne odbicie wyników spółki w tym roku r/r po problemach branży w 2018r. oraz 2-cyfrowy wzrost wyników w 2020r.

W 2018 roku zysk netto Rainbow Tours skurczył się do zaledwie 7.6 mln PLN (spadek o 79% r/r), co było odzwierciedleniem dużej presji rynkowej na marże w segmencie touroperatorskim. Wydaje się, że głównym powodem słabych wyników branży w zeszłym roku była przede wszystkim agresywna polityka cenowa jednego z uczestników rynku (TUI Poland celującego w pozycję lidera) i przeszacowanie potencjału rynku przez pozostałych uczestników po dobrym starcie przedsprzedaży oferty letniej, co ostatecznie skutkowało wyraźną nadpodażą i pociągnęło za sobą obniżki cen wycieczek i mocny spadek wyników branży. W tym roku zakładamy osiągnięcie przez TUI Poland pozycji lidera rynku touroperatorskiego w Polsce i normalizację otoczenia konkurencyjnego w branży, a także powrót do zdrowych marż. Prognozujemy odbicie zysku netto Rainbow Tours w tym roku do poziomu 32.5 mln PLN i dalszy wzrost o 15% r/r do 37.3 mln PLN w przyszłym roku.

Możliwy powrót do wypłaty dywidend od przyszłego roku

Wraz z oczekiwaną poprawą wyników w tym roku zakładamy również powrót do wypłaty dywidend od przyszłego roku, co jest zgodne z planami Zarządu spółki. W przyszłym roku założymy wypłatę dywidendy na poziomie 1.12 PLN/akcję, co implikuje ponad 4-procentową stopę dywidendy

12-miesięczna cena docelowa oszacowana na 38.5 PLN na akcję

Nasz model wyceny (w 100% oparty o model DCF) wskazuje na 12-miesięczną cenę docelową dla akcji Rainbow Tours na poziomie 38.5 PLN, wobec ceny rynkowej na poziomie 26.50 PLN na akcję. Szczegóły dotyczące prognoz, założeń, wyceny oraz czynników ryzyka do naszych założeń przedstawiamy w dalszej części raportu.



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 (na koniec 1. kwartału 2019 spółka posiadała 14.9 mln USD zakontraktowane po kursie USD/PLN 3.74 oraz 2.7 mln EUR zakontraktowane po kursie EUR/PLN 4.29). Spółka wskazuje w sprawozdaniu, że zabezpieczenia stanowią od 30% do maksymalnie 45% jej potrzeb.

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 obarczone 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.



Wycena

Podsumowanie wyceny

RAINBOW TOURS: PODSUMOWANIE WYCENY

| PLN | Wycena | Waga (%) |
|---|-------------|----------|
| Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych, DCF | 38.5 | 100% |
| Wycena metodą porównawczą | 33.8 | 0% |
| 12-miesięczna cena docelowa | 38.5 | |

Źródło: Pekao Investment Banking S.A.

Nasze prognozy i wyliczenia wskazują na 12-miesięczną cenę docelową dla spółki Rainbow Tours na poziomie 38.5 PLN. Poniżej prezentujemy podsumowanie wybranych metod wyceny, przyjętych założeń i wrażliwości wyceny na zmiany w wybranych założeniach.

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% przy wyznaczeniu 12-miesięcznej ceny docelowej). W naszej opinii wycena oparta o zdyskontowane przepływy pieniężne jest bardziej adekwatna niż inne metody wyceny m.in. z uwagi na: 1. Możliwość zawarcia w wycenie prognozy długoterminowych zysków i nakładów inwestycyjnych, 2. Uwzględnienie w wycenie specyficznych dla spółki czynników odzwierciedlonych w stopie dyskontowej oraz 3. Nie w pełni optymalną, w naszej ocenie, grupę spółek porównywalnych, która bazuje wyłącznie na podmiotach zagranicznych, z racji braku prognoz dla porównywalnych spółek w Polsce (niepublicznych).

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF: 38.5 PLN, waga 100%

Nasz model DCF bazuje na szczegółowych prognozach na lata 2019-2028 oraz wartości rezydualnej po tym okresie.

Do wyliczenia stopy dyskontowej stosujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 2.5%, premię za ryzyko kapitału własnego na poziomie 5.0%, premię za ryzyko kapitału obcego na poziomie 2.0% oraz niezalewarowany współczynnik beta na poziomie 1.0x. Ostatecznie otrzymujemy średni ważony koszt kapitału (WACC) na poziomie 7.6%.

Stopę wzrostu w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1.5%.

Szczegółowy opis założeń i prognoz finansowych przedstawiamy w dalszej części raportu.



RAINBOW TOURS: MODEL DCF

| mIn PLN | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------------------------------------|-----------|------------|-----------|-----------|
| Przychody | 1,670 | 1,894 | 2,070 | 2,205 | 2,329 | 2,438 | 2,529 | 2,599 | 2,672 | 2,747 |
| EBIT | 44 | 50 | 52 | 54 | 55 | 55 | 55 | 55 | 55 | 54 |
| Podatek | 8 | 10 | 10 | 10 | 10 | 11 | 11 | 10 | 10 | 10 |
| NOPAT | 36 | 41 | 42 | 44 | 44 | 45 | 45 | 45 | 44 | 44 |
| + Amortyzacja | 7 | 8 | 8 | 9 | 9 | 9 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| - Zmiany w kapitale obrotowym | 20 | 11 | 8 | 6 | 6 | 5 | 4 | 3 | 3 | 3 |
| - Nakłady inwestycyjne | 35 | 8 | 8 | 8 | 9 | 12 | 12 | 13 | 13 | 12 |
| Inwestycje netto | 49 | 10 | 8 | 6 | 5 | 9 | 7 | 6 | 5 | 4 |
| Wolne przepływy pieniężne (FCF) | -13 | 31 | 35 | 38 | 39 | 36 | 38 | 39 | 39 | 40 |
| WACC (%) | 7.6 | | | | | | | | | |
| Zdyskontowane przepływy pieniężne 2019E-2028E | 205 | | | | | Stopa wolna od ryzyka (%) | | 2.5 | | |
| Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%) | 1.5 | | | | | Beta niezalewarowana (x) | | 1.0 | | |
| Wartość rezydualna | 670 | | | | | Beta zalewarowana (x) | | 1.5 | | |
| Zdyskontowana wartość rezydualna | 323 | | | | | Premia kapitału własnego (%) | | 5.0 | | |
| Wartość przedsiębiorstwa (EV) | 528 | | | | | Koszt kapitału własnego (%) | | 9.9 | | |
| - Dług netto (31 grudnia 2018) | 46 | | | | | Premia kapitału obcego (%) | | 2.0 | | |
| Wartość kapitału własnego (1 stycznia 2019) | 482 | | | | | Stopa podatkowa (%) | | 19.0 | | |
| Miesiąc | 7 | | | | | Koszt kapitału obcego po podatku (%) | | 3.6 | | |
| Wartość godziwa | 510 | | | | | % udział - kapitał obcy | | 37.5 | | |
| Liczba akcji (mln) | 14.6 | | | | | % udział - kapitał własny | | 62.5 | | |
| Wartość godziwa na akcję (PLN) | 35.1 | | | | | WACC (%) | | 7.6 | | |
| 12-miesięczna cena docelowa (PLN) | 38.5 | | | | | | | | | |

Źródło: Pekao Investment Banking S.A.

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% | |
| | 8.6% | 29.4 | 30.6 | 32.1 | 33.7 | 35.6 |
| | 8.1% | 31.8 | 33.3 | 35.0 | 37.0 | 39.4 |
| WACC (%) | 7.6% | 34.7 | 36.5 | 38.5 | 41.0 | 43.9 |
| | 7.1% | 37.9 | 40.1 | 42.7 | 45.7 | 49.5 |
| | 6.6% | 41.7 | 44.4 | 47.6 | 51.5 | 56.3 |

Źródło: Pekao Investment Banking S.A.

**Wycena metodą porównawczą: 33.8 PLN, waga 0%**

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 33.8 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 30% dyskontem do mediany grupy porównawczej na mnożniku C/Z, ale 14% premią 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 | 21.65 | AUD | 1,442 | 22.7 | 19.1 | 16.7 | 14.6 | 12.0 | 10.2 |
| Emei Shan Tourism | 000888 CH | 5.96 | CNY | 406 | 14.6 | 13.8 | 13.1 | 5.2 | 5.4 | 5.1 |
| Flight Centre Travel Group | FLT AU | 42.72 | AUD | 2,705 | 17.3 | 15.4 | 14.1 | 9.1 | 8.0 | 7.3 |
| Fosun Tourism Group | 1992 HK | 11.90 | HKD | 1,369 | 20.1 | 19.8 | 11.6 | 6.1 | 5.5 | 4.3 |
| Helloworld Travel | HLO AU | 4.93 | AUD | 385 | 15.4 | 13.2 | 12.2 | 8.2 | 7.2 | 6.5 |
| H.I.S Co. | 9603 JP | 2,556.00 | JPY | 1,208 | 12.8 | 11.0 | 9.7 | 6.1 | 6.0 | 6.3 |
| Hna-Caissa Travel Group | 000796 CH | 6.55 | CNY | 679 | 18.8 | 16.2 | 13.9 | 11.8 | 9.8 | 9.1 |
| Modetour Network | 080160 KS | 17,150.00 | KRW | 232 | 15.4 | 12.7 | 11.7 | 6.8 | 5.4 | 4.6 |
| On the Beach Group | OTB LN | 4.74 | GBP | 691 | 20.3 | 16.7 | 14.6 | 13.4 | 10.6 | 8.9 |
| TUI | TUI LN | 7.65 | GBP | 5,005 | 9.7 | 6.1 | 5.7 | 4.3 | 3.1 | 2.9 |
| Utour Group | 002707 CH | 5.70 | CNY | 627 | 20.4 | 17.2 | 14.6 | 15.2 | 13.0 | 13.3 |
| Voyageurs du Monde | ALVDM FP | 104.00 | EUR | 384 | 16.8 | 15.5 | 14.3 | 7.2 | 6.3 | 5.6 |
| Mediana | | | | | 17.1 | 15.4 | 13.5 | 7.7 | 6.7 | 6.4 |
| Rainbow Tours | RBW PW | 26.50 | PLN | 91 | 11.9 | 10.3 | 9.9 | 8.8 | 7.5 | 7.0 |
| Premia/dyskonto do grupy porównawczej | | | | | -30% | -33% | -27% | 14% | 11% | 9% |
| Implikowana wycena Rainbow Tours/akcję (PLN) | | | | | 38.1 | 39.6 | 36.2 | 22.8 | 23.4 | 24.1 |
| Średnia wycen (PLN) | | | | | | | | | | 30.7 |
| 12-miesięczna wycena Rainbow Tours (PLN) | | | | | | | | | | 33.8 |

Źródło: Bloomberg, Pekao Investment Banking S.A.



Model biznesowy i strategia

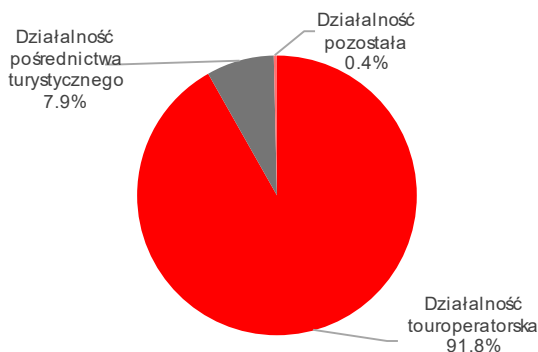
Profil działalności spółki

Koncentracja na działalność touroperatorskiej, uzupełniona o pośrednictwo w sprzedaży biletów i zarządzanie własną siecią hoteli: Grupa kapitałowa Rainbow Tours koncentruje się na organizacji i sprzedaży własnych usług turystycznych (działalności touroperatorska). Działalność grupy obejmuje również pośrednictwo w sprzedaży biletów lotniczych i w niewielkim stopniu imprez innych biur podróży (pośrednictwo turystyczne). Poprzez dwie spółki zależne grupa prowadzi również działalność w segmencie hoteli własnych w Grecji (White Olive) oraz oferuje szkolenia w ramach projektu 'Akademii Rainbow' (My Way by Rainbow Tours).

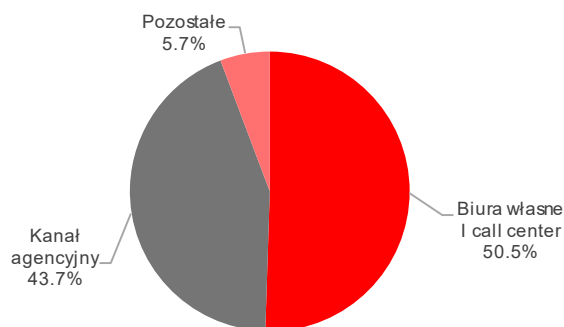
Trzeci gracz na rynku touroperatorskim w Polsce, z szeroką, mocno zróżnicowaną ofertą: W oparciu o dane sprzedażowe za 2018 rok zebrane przez Traveldata, Rainbow Tours jest trzecim co do wielkości operatorem turystycznym w Polsce, z udziałem rynkowym szacowanym przez nas na około 18%. W zeszłym roku z oferty touroperatorskiej grupy skorzystało ponad 504 tys. klientów (+21% r/r). Rezerwacje klientów w 2018 roku dotyczyły głównie następujących kierunków: Grecja, Hiszpania, Turcja, Bałkany, Włochy i Egipt. Grupa kierunków jest dość stała i nie ulega znaczącym corocznym zmianom. Oferta obejmuje wycieczki do ponad 90 krajów (ponad 150 destynacji). Mocną stroną spółki są ponadprzeciętne dochodowe wycieczki objazdowe, egzotyczne i egzotyczno-objazdowe.

RAINBOW TOURS

Struktura przychodów ze sprzedaży w podziale na segmenty raportowania (2018r.)



Struktura przychodów z działalności touroperatorskiej w podziale na kanały sprzedaży (2018r.)



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

Trzy działające hotele w ramach greckiej spółki White Olive: Do sieci White Olive należą obecnie trzy hotele na greckiej wyspie Zakynthos, dwa obiekty 4* (w sumie 270 pokoi) oraz trzeci oddany w tym roku hotel 5* (200 pokoi), wszystkie działające w formule All Inclusive.

Łańcuch wartości

Przygotowanie oferty: własny Dział Produktu, wspierany przez Destination Management Companies przy wprowadzaniu nowych destynacji: Ofertę wycieczek spółki można podzielić na dwa bloki: Lato i Zima, przy czym w zeszłym roku liczba uczestników oferty letniej w spółce dominującej stanowiła 82% całości



wolumenu sprzedanych wycieczek, co przekłada się na dużą sezonowość działalności spółki. Za przygotowanie oferty na kolejny sezon odpowiada Dział Produktu, wykorzystując m.in. wyniki sprzedaży poprzedniej oferty, informacje o zmianach preferencji klientów, analizę reklamacji, wyniki podróży studyjnych i informacje o działaniach konkurencji. W przypadku wprowadzania do oferty nowego produktu, szczegółowe sprawdzenie danej destynacji jest zlecane do tzw. Destination Management Company (DMC), czyli biura obsługującego touroperatorów w danym miejscu. DMC pomaga m.in. w znalezieniu hotelu, wynajęciu restauracji, organizacji transportu, wycieczek, imprez tematycznych.

Znaczące przedpłaty depozytów gwarancyjnych w hotelach, a z drugiej strony zaliczki otrzymywane od klientów: Działalność tourooperatorska wymaga poniesienia znaczących nakładów w momencie przygotowania oferty sezonu letniego, czyli w 3. i 4. kwartale roku kalendarzowego. W hotelach dokonywane są przedpłaty tzw. depozytów gwarancyjnych (w tym w ramach długoterminowych umów hotelowych na wyłączność z niskimi cenami zakupu, ale i wysokimi przedpłatami). Dodatkowo ponoszone są nakłady związane z przygotowaniem oferty (katalogi) oraz marketingiem oferty. W ciągu roku spółka przygotowuje kilka katalogów ze swoją ofertą, dodatkowo przedstawiciele spółki biorą udział w krajowych i międzynarodowych targach turystycznych. Jesienią rusza przedsprzedaż oferty i wraz z nią wpływ zaliczek od przyszłych klientów. Zgodnie z ogólnymi warunkami uczestnictwa, przedpłata wynosi 30% wartości wycieczki, a pozostałe 70% klient wpłaca na 30 dni przed rozpoczęciem wycieczki.

Sprzedaż oferty: rosnący udział sprzedaży wycieczek w relatywnie tańszym kanale biur własnych: Sprzedaż wycieczek odbywa się głównie poprzez biura własne i call center (w 2018 udział tego kanału wzrósł o 3pp r/r do 50.6%; koszty funkcjonowania biur są dla spółki niższe niż prowizja płacona sieci agencyjnej), a także agentów (spadek udziału o 4pp r/r do 43.7%). Pozostałe kanały, w tym online, odpowiadały za 5.7% sprzedaży. Na koniec 2018r., na sieć sprzedaży spółki składało się: 107 biur własnych, 49 franczyzowych, około 1,300 punktów agencyjnych, call center, własna strona internetowa, portale pośredniczące, a także biura subagencyjne w Czechach, na Słowacji i na Litwie.

Realizacja oferty: Proces realizacji oferty zależy od wybranej wycieczki (objazdowa bądź stałego pobytu), ale standardowo obejmuje dojazd, zakwaterowanie i opiekę personelu. Za organizację transportu i wycieczek fakultatywnych odpowiadają zazwyczaj DMC (spółka może też bezpośrednio zlecać podwykonawcom określone usługi). Spółka posiada własny Dział Kontroli Jakości i Obsługi Reklamacji.

Strategia rozwoju

Czynniki wspierające strategię budowy silnej marki na rynku turystyki masowej: Strategia Rainbow Tours zakłada budowę silnej marki na rynku turystyki masowej, skupiając się na modelu 'kompletnego organizatora', w czym m.in. ma pomagać budowana sieć własna hoteli w Grecji. Kluczowe w naszej ocenie elementy strategii to: **1.** Zróżnicowana i bogata oferta wyjazdów dla klienta masowego. **2.** Wielokanałowość systemu sprzedaży oferty. **3.** Budowa własnej sieci hoteli w Grecji (w sezonie turystycznym 2017/2018 Grecja była najpopularniejszym kierunkiem wyjazdów zagranicznych Polaków, z udziałem 31.5%, wg danych Polskiego Związku Organizatorów Turystyki; w rezerwacjach na sezon 2018/2019 Grecja spadła na drugie miejsce w rankingu popularności, za Turcją), co w ocenie spółki stwarza szersze możliwości zarządzania produktem, a także powinno pozwolić na wygenerowanie wyższej marży.



Pozyskanie pasywnego inwestora PFR TFI do spółki White Olive elementem strategii dalszego inwestowania w rozwój sieci hoteli: W lutym tego roku spółka pozyskała pasywnego inwestora w postaci funduszu zarządzanego przez PFR TFI do greckiej spółki White Olive. Fundusz ma objąć akcje White Olive nowej emisji w zamian za 9 mln EUR i objąć udział nie większy niż 49.9% (ostateczna wartość będzie uzależniona od wyceny spółki dokonanej przez niezależnego eksperta). Realizacja inwestycji jest uzależniona od spełnienia się w ciągu 6 miesięcy od podpisania umowy inwestycyjnej warunków zawieszających. Horyzont czasowy funduszu to 4 do 10 lat. Dzięki pozyskanym środkom, White Olive chce powiększyć portfolio swoich hoteli o dwa obiekty (jeden na własność, drugi w ramach długoterminowego najmu). Wartość inwestycji funduszu może zostać dodatkowo zwiększona o maksymalnie 3.5 mln PLN. Kolejna runda dokapitalizowania miałyby pozwolić na rozbudowę sieci o kolejne dwa obiekty i docelowo 7 hoteli z około 1,100 pokojami.

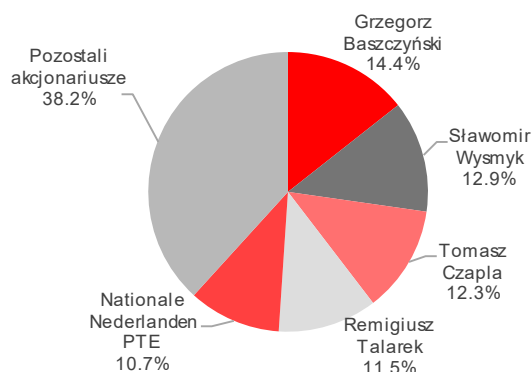
Cele Zarządu na ten rok to poprawa cen sprzedaży oferty przy nieco mniejszym programie oraz wyraźna poprawa wyniku r/r: W wywiadzie dla gazety Parkiet z dnia 29 maja 2019, Prezes spółki Grzegorz Baszczyński zapowiadał, że celem na ten rok jest sprzedaż nieco ograniczonego programu (około 5% niższy r/r) po wyższej średniej cenie. Powinno to skutkować przychodami na porównywalnym r/r poziomie. Celem spółki w tym roku jest odbudowa rentowności. Pomagać ma również koncentracja na sprzedaży oferty z dużo większym wyprzedzeniem niż rok wcześniej, kiedy to mocniej w sprzedaży ważyły oferty 'last minute', często po bardzo obniżonych cenach. Takie podejście powinno przełożyć się na zdecydowaną poprawę wyniku netto r/r, zdaniem Prezesa spółki, który podkreśla jednocześnie, że najistotniejszy dla całorocznego wyniku będzie sezonowo 3. kwartał.

Struktura akcjonariatu

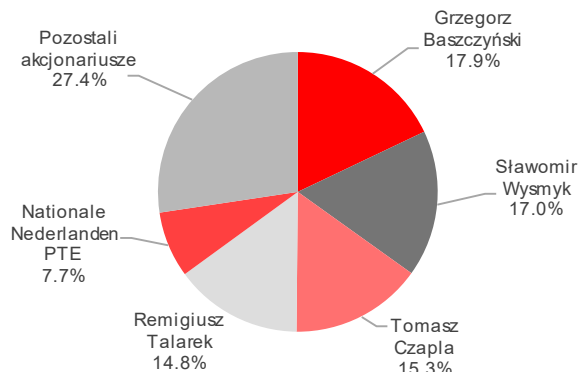
Prezes Zarządu Grzegorz Baszczyński, dwaj Wiceprezesi Tomasz Czapla i Remigiusz Talarek, oraz Sławomir Wysmyk posiadali bezpośrednio i pośrednio przez spółki zależne łącznie 51.1% udziałów w kapitale zakładowym Rainbow Tours (65.0% udziałów w liczbie głosów na WZ). Nationale Nederlanden PTE było w posiadaniu 10.7% udziałów w kapitale zakładowym (7.7% w liczbie głosów).

RAINBOW TOURS

Udział w kapitale zakładowym (%)



Udział w łącznej liczbie głosów na WZ (%)



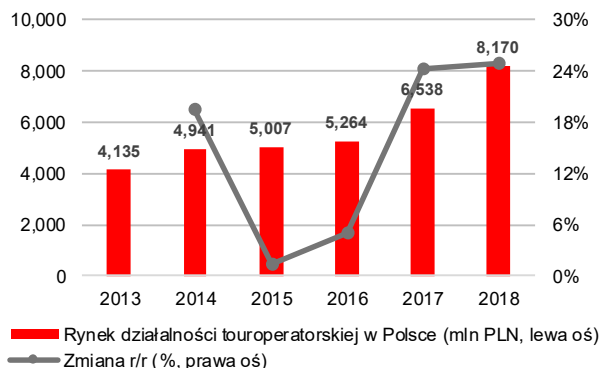
Źródło: Rainbow Tours, Pekao Investment Banking S.A.



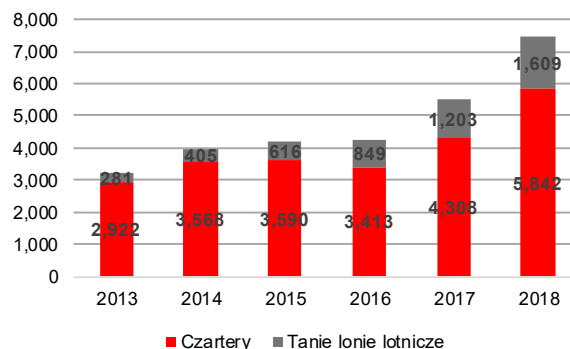
Otoczenie rynkowe

POLSKA: RYNEK DZIAŁALNOŚCI TOUROPERATORSKIEJ

Łączne przychody z działalności touroperatorskiej w Polsce*



Lotnicza turystyka wyjazdowa liczba uczestników (tys.)



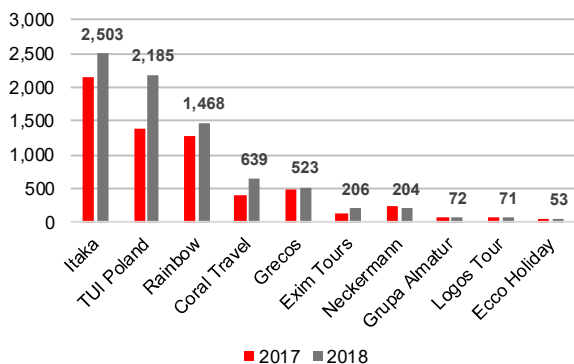
*Dane za lata 2013-2016 – na bazie Sprawozdania Zarządu Rainbow Tours 2018; dane za 2017-2018 – wyciężenia własne na bazie rankingu Traveledata (dane mogą być niedoszacowane o wyniki touroperatorów, którzy nie przesyłali wyników do Traveledata)

Źródło: Rainbow Tours, Traveledata, rp.pl, Pekao Investment Banking S.A.

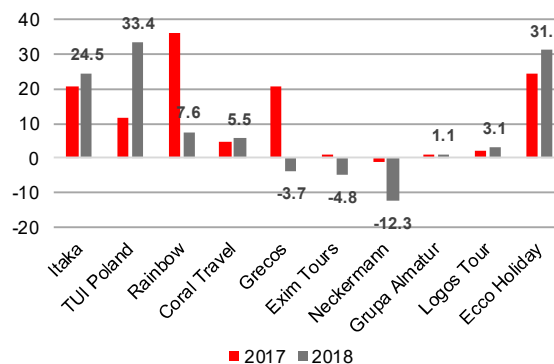
Solidny dwucyfrowy wzrost wartości rynku touroperatorskiego w Polsce do 8.2 mld PLN w 2018r.: Na bazie corocznego rankingu przygotowywanego przez Traveledata i serwis Turystyka.rp.pl, przychody ze sprzedaży imprez turystycznych 24 ankietowanych biur podróży wyniosły prawie 8.2 mld PLN w 2018r., co oznaczałoby wzrost o około 25% r/r. wg naszych obliczeń. Jak podała rp.pl, z uwzględnieniem szacowanych wyników touroperatorów, którzy działali w minionym sezonie, ale nie przesyłali wyników, oraz mniejszych i nieankietowanych organizatorów autokarowych, wartość rynku można szacować na około 8.75 mld PLN. Zgodnie z danymi Traveledata, z przelotów samolotami czarterowymi z biurami podróży skorzystało rok temu 5.8 mln osób, czyli aż 36% więcej r/r. W opinii Rainbow Tours, wzrost liczby uczestników wynikał z dobrej koniunktury oraz wejścia na rynek nowych klientów dzięki rządowemu programowi wsparcia 500+.

POLSKA: RYNEK DZIAŁALNOŚCI TOUROPERATORSKIEJ

Przychody z działalności touroperatorskiej 10 największych graczy (mln PLN)



Zysk netto z działalności touroperatorskiej 10 największych graczy (mln PLN)



Źródło: Traveledata, Pekao Investment Banking S.A.

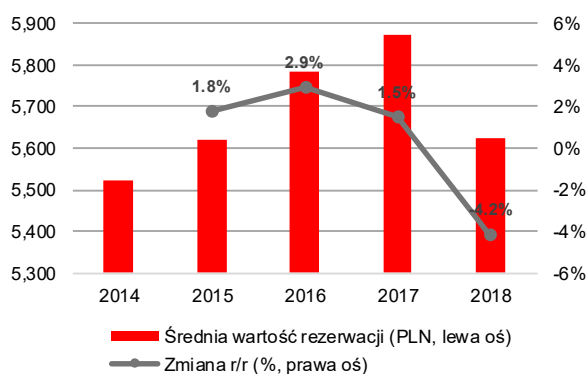


Mocno skonsolidowany rynek, trzej najwięksi gracze posiadają 75% udziałów rynkowych: Rynek jest obecnie zdominowany przez 3 touroperatorów, którzy w 2018r. odpowiadali łącznie za 75% wartości rynku (zakładając, że przychody odnosimy do szacunku wartości rynku 8.2 mld PLN). Przez lata na pozycji lidera utrzymywała się Itaka (przychody 2.5 mld PLN w 2018r.; 31% udział w rynku), drugie miejsce należało do TUI Poland (2.2 mld PLN; 27% udział w rynku), które w 2017 roku przegoniło grupę Rainbow Tours, obecnie zajmującą trzecią pozycję (1.5 mld PLN; 18% udział w rynku).

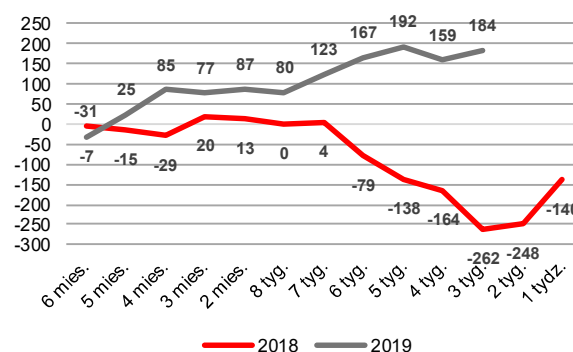
Burzliwy dla branży 2018 rok. Wzrost udziałów rynkowych TUI Poland, presja na marże: Rok 2018 cechowała duża zmienność. Z wypowiedzi Prezesa Traveldata Andrzeja Betlej wynika, że o ile pierwsza faza sprzedaży wycieczek na sezon letni cechowała się dużym wzrostem i dobrymi marżami, o tyle okres od czerwca do sierpnia okazał się niekorzystny dla touroperatorów. Zbyt duża liczba ofert na rynku zmusiła touroperatorów do obniżania cen wycieczek i wyprzedawania wyjazdów. Według raportu Travelplanet 'Raport podróżnika 2019', średnia wartość rezerwacji w 2018 roku spadła o ponad 4% r/r (o ponad 250 PLN do poziomu 5,626 PLN). Rainbow Tours wskazywało na zawirowania na rynku związane przede wszystkim z oceną potencjału rynku na skutek niedoszacowania wzrostów sprzedaży jednego z uczestników rynku (stosującego w opinii rynkowej agresywną politykę cenową), ale także na wyjątkowo korzystną pogodą w Polsce oraz Mistrzostwa Świata w Piłce Nożnej przyciągające przed telewizory potencjalnych klientów. Pomimo mocnego skoku przychodów r/r, skumulowany zysk netto ankietowanych 24 operatorów (Traveldata) wyniósł wg naszych obliczeń 92 mln PLN w 2018r., spadając o 29% r/r. Spośród 10 największych przedstawicieli branży trzech zanotowało straty.

POLSKA: ANALIZA ŚREDNICH CEN REZERWACJI I WYCIECZEK

Średnia wartość rezerwacji (PLN)



Zmiana r/r średniej ceny wyjazdu w pierwszym tygodniu sierpnia w zależności od okresu wyprzedzenia wobec terminu wyjazdu (PLN)



Źródło, Travelplanet, Traveldata, Pekao Investment Banking S.A.

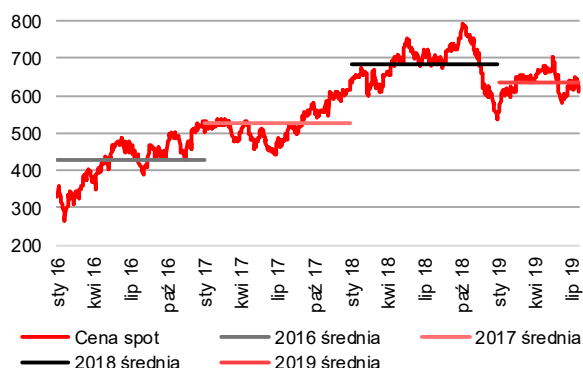
Oczekiwana normalizacja na rynku w tym roku: Jak wskazuje spółka w sprawozdaniu za 1. kwartał b.r., dotychczas dostępne dane rynkowe (raport z 20 maja) w jej ocenie wskazują na ograniczenie agresywnej polityki cenowej przez jednego z konkurentów. W wywiadzie dla PAP w kwietniu b.r. Prezes spółki komentował, że wydaje się, że już w tym roku TUI Poland obejmie pozycję lidera na polskim rynku, a od 2-3 miesięcy nieznacznie podnosi ceny. Pytany o otoczenie rynkowe, w wywiadzie dla gazety Parkiet pod koniec maja b.r. Prezes spółki wskazywał, że wg jego wiedzy, co najmniej kilku konkurentów redukowało swoje



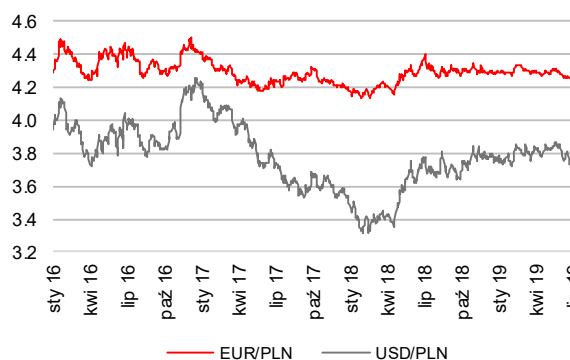
programy na lato 2019, skupiając się na rentowności niż zwiększaniu udziałów rynkowych. Wiceprezes spółki Itaka, Piotr Henicz, w wypowiedzi dla portalu waszaturystyka.pl 21 stycznia b.r. komentował, że Itaka chce rosnąć razem z rynkiem, a jego wypowiedzi czytamy jako sygnał, że spółka nie zamierza wdawać się w walkę o obronę pozycji lidera na polskim rynku kosztem marż. Zgodnie z najnowszymi danymi Traveledata z dnia 16 lipca 2019, wycieczki realizowane w pierwszym pełnym tygodniu sierpnia, sprzedawane z trzytygodniowym wyprzedzeniem, są w tym roku o 184 PLN droższe r/r (podczas gdy rok temu rynek notował wyraźne obniżki r/r). Ponadto, jak wskazuje Traveledata, czynniki o charakterze kosztotwórczym nie działają już w kierunku zmniejszania marż.

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.

Główne czynniki wzrostu rynku w średnim terminie: 1. Sytuacja makroekonomiczna – w ocenie spółki kluczowym czynnikiem rozwoju jest wzrost gospodarczy, a także poziom i wzrost wynagrodzeń w ujęciu realnym. Usługi turystyczne można zaliczyć do potrzeb wyższego rzędu, realizowanych dopiero po zaspokojeniu podstawowych potrzeb, a ich zakup jest mocno skorelowany z zamożnością społeczeństwa. 2. Poziom nastrojów konsumenckich. 3. Potencjał konwergencji – w ocenie spółki udział osób uczestniczących w imprezach turystycznych w ogóle populacji w Polsce jest stosunkowo niski vs. kraje sąsiadujące jak Czechy czy Niemcy. 4. Atrakcyjność poziomu cen wycieczek. 5. Pogoda (choć mało przewidywalna, zwłaszcza w dłuższym horyzoncie czasowym).

Dotychczasowy Program 500+ mocnym wsparciem dla turystyki. Nowy pakiet stymulacyjny powinien wygenerować dodatkowe wzrosty: Według oceny Instytutu Badań Rynku Turystycznego Traveledata, dotychczasowy program 500+ bardzo silnie pozytywnie wpłynął na popyt konsumpcyjny w turystyce. Szczególnie widoczne było to w tzw. Polsce B, gdzie dynamiki wzrostu liczby osób wyjeżdżających na zagraniczne wakacje były wysokie z racji niskiej bazy i sięgnęły około 100% w okresie 2-letnim (2017-2018), wyraźnie powyżej średniej rynkowej na poziomie około 70%. Traveledata oczekuje, że nowy pakiet stymulacyjny (zwłaszcza rozszerzenie Programu 500+ na każde pierwsze dziecko oraz dodatkowa emerytura) może w bieżącym sezonie wygenerować dodatkowy popyt na wyjazdy zagraniczne rzędu 320-410 tys. osób.



Wyniki finansowe

RAINBOW TOURS: HISTORYCZNE WYNIKI KWARTALNE

| mln PLN | I kw. '17 | II kw. '17 | III kw. '17 | IV kw. '17 | I kw. '18 | II kw. '18 | III kw. '18 | IV kw. '18 | I kw. '19 |
|---|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody ze sprzedaży | 220.8 | 326.2 | 635.8 | 225.0 | 252.2 | 378.3 | 733.9 | 234.8 | 246.0 |
| Koszt własny sprzedaży | 191.3 | 284.0 | 527.6 | 203.0 | 216.9 | 336.0 | 659.2 | 205.1 | 206.1 |
| Zysk brutto na sprzedaży | 29.5 | 42.2 | 108.3 | 22.0 | 35.3 | 42.2 | 74.7 | 29.7 | 39.9 |
| Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu | 25.4 | 37.2 | 60.2 | 30.8 | 29.6 | 44.3 | 57.5 | 35.9 | 34.7 |
| Pozostałe przychody/koszty operacyjne | -0.1 | -0.3 | 0.0 | -0.9 | -1.0 | 0.1 | 0.0 | -0.3 | -0.3 |
| Zysk na działalności operacyjnej | 4.0 | 4.7 | 48.0 | -9.7 | 4.7 | -2.0 | 17.2 | -6.5 | 4.9 |
| Koszty/przychody finansowe | 0.6 | 0.7 | 0.4 | 0.6 | 0.5 | 0.8 | 0.9 | 1.1 | 1.1 |
| Zysk przed opodatkowaniem | 3.4 | 4.0 | 47.6 | -10.3 | 4.2 | -2.8 | 16.3 | -7.6 | 3.8 |
| Podatek dochodowy | 0.7 | 0.7 | 9.2 | -2.1 | 1.1 | -0.8 | 3.2 | -1.1 | 1.0 |
| Zysk netto | 2.7 | 3.3 | 38.4 | -8.2 | 3.1 | -2.0 | 13.0 | -6.5 | 2.8 |
| Marża brutto na sprzedaży (%) | 13.3% | 12.9% | 17.0% | 9.8% | 14.0% | 11.2% | 10.2% | 12.6% | 16.2% |
| Marża operacyjna (%) | 1.8% | 1.4% | 7.6% | -4.3% | 1.8% | -0.5% | 2.3% | -2.8% | 2.0% |
| Marża netto (%) | 1.2% | 1.0% | 6.0% | -3.6% | 1.2% | -0.5% | 1.8% | -2.8% | 1.1% |

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

Mocny spadek wyników r/r w 2018r.n na skutek wyraźnej nadpodaży na rynku i presji na obniżanie cen

W 2018 roku grupa Rainbow Tours wygenerowała przychody 1,599 mln PLN (wzrost o 14% r/r), jednak jej zysk netto skurczył się do zaledwie 7.6 mln PLN (spadek o 79% r/r), co było odzwierciedleniem dużej presji rynkowej na marże w segmencie touroperatorским (spadek marży brutto na sprzedaży w segmencie o 3.2pp do 11.5%, wyraźnie najniższej w ciągu ostatnich 5 lat). Spółka wskazywała, że głównym powodem słabych wyników branży w zeszłym roku była przede wszystkim nadpodaż na rynku i agresywna polityka cenowa jednego z uczestników rynku, co ostatecznie pociągnęło za sobą obniżki cen wycieczek. Problemy z nadpodażą mogły pogłębiać bardzo dobra pogoda w Polsce oraz wydarzenia sportowe.

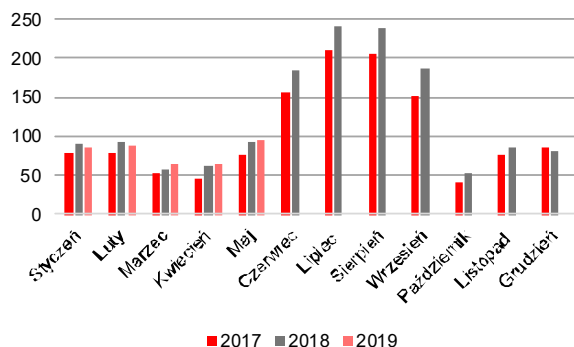
Odbicie marż w I kw. 2019, przy niewielkim spadku sprzedaży r/r. Lekkie wzrosty sprzedaży r/r w okresie kwiecień-maj 2019

W 1. kwartale tego roku, Rainbow Tours odnotował niewielki spadek przychodów r/r (o 2%), przy jednoczesnej poprawie marży brutto na sprzedaży o 2.2pp (głównym motorem wzrostu marży był segment działalności touroperatorskiej, który poprawił marżę aż o 2.5pp r/r do 16.5%). Spółka informowała, że średnia cena imprez w tym okresie wzrosła o prawie 4% r/r. Wstępne dane sprzedażowe spółki za kwiecień i maj tego roku wskazują na odpowiednio 6% i 1% wzrost przychodów z działalności touroperatorskiej r/r (oraz 3% wzrost r/r w obu miesiącach, jeśli uwzględnimy również przychody z pośrednictwa).

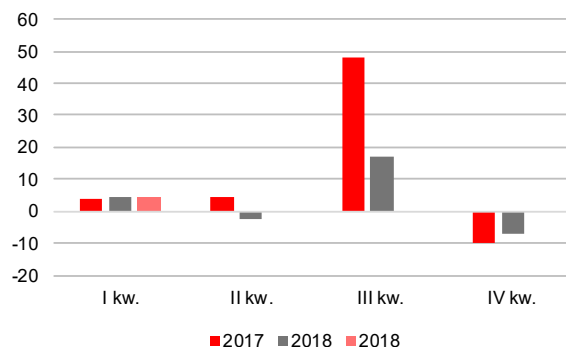


RAINBOW TOURS

Przychody z działalności touroperatorской w ujęciu miesięcznym (mln PLN)



Zysk z działalności operacyjnej w ujęciu kwartalnym (mln PLN)



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

Sezonowo najmocniejszy jest 3. kwartał

Przychody i wyniki spółki charakteryzują się dużą sezonowością z uwagi na rodzaj prowadzonej działalności. Najwyższe przychody są osiągane w okresie letnim (czerwiec – wrzesień), na skutek czego sezonowo najmocniejszy przychodowo jest 3. kwartał, zaś najłagodniejszy 4. kwartał. Również wynikowo, 3. kwartał odpowiadał za 102% i 129% zysku z działalności operacyjnej całej grupy w odpowiednio 2017 i 2018 roku. Natomiast 4. kwartał w obu latach wygenerował straty na poziomie operacyjnym.

Nowy standard rachunkowości MSSF 16 znacząco podwyższa zysk EBITDA i dług netto, ale bez wpływu na zysk operacyjny i zysk netto

Nowy MSSF 16 (wszedł w życie z początkiem 2019r.) zmienia podejście księgowe do umów leasingowych. Rainbow Tours jest stroną umów dotyczących wynajmu powierzchni komercyjnych. Dotychczas koszty te ujmowane były w ramach kosztów usług obcych, natomiast począwszy od 1. kwartału 2019 ujmowane są jako amortyzacja nowego składnika aktywów. Zgodnie z danymi zaprezentowanymi przez spółkę, zastosowanie MSSF 16 nie miało wpływu na wysokość raportowanych zysku operacyjnego i zysku netto w 2018r. Dodatkowa amortyzacja (17.1 mln PLN) powiększyłaby natomiast zysk EBITDA aż o 71% do 30.4 mln PLN. Wartość aktywów i pasywów na koniec 2018r. wzrosłaby o 53.5 mln PLN związanych odpowiednio z prawem do użytkowania i zobowiązaniem z tytułu prawa do użytkowania (wartość bieżąca przyszłych płatności z tytułu umowy najmu). Dług netto na koniec 2018r. wzrosłby wówczas do poziomu 99.4 mln PLN.

Przedprzedaż oferty: Lato – jednocyfrowe wzrosty r/r na koniec maja, Zima – dwucyfrowe wzrosty r/r na koniec kwietnia

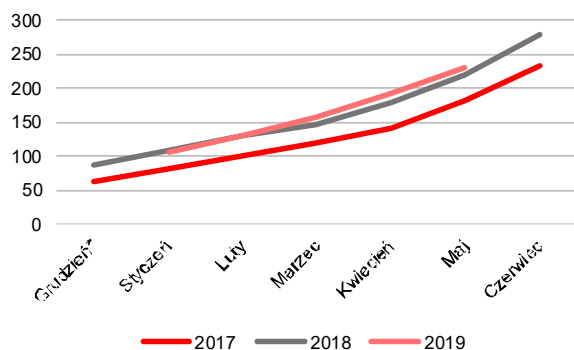
Spółka Rainbow Tours poinformowała, że wielkość przedprzedaży jej oferty Lato 2019 (czyli wycieczki realizowane w okresie kwiecień–październik 2019) na koniec maja bieżącego roku wyniosła 230,046 rezerwacji od momentu rozpoczęcia przedprzedaży, co oznacza wzrost o 4.3% r/r. W wywiadzie dla PAP 17 kwietnia b.r., Prezes spółki podkreślał (odnosząc się do danych o przedprzedaży oferty na koniec marca, które implikowały wzrosty o 6.5% r/r), że pomimo mniejszego programu spółka sprzedaje więcej, co stara się przekuć w wyższe marże. Średnie



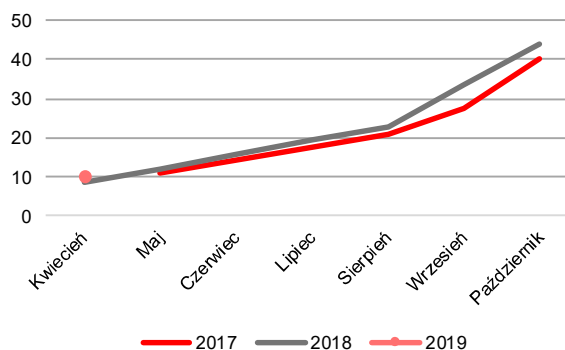
ceny wówczas były o kilka procent wyższe r/r jak wynika z wypowiedzi Prezesa spółki.

RAINBOW TOURS: WIELKOŚĆ PRZEDSPRZEDAŻY OFERTY- NARASTAJĄCO OD MOMENTU ROZPOCZĘCIA PRZEDSPRZEDAŻY

Wielkość przedsprzedaży oferty Lato ('000 rezerwacji)**



Wielkość przedsprzedaży oferty Zima ('000 rezerwacji)**



*Grudzień roku poprzedniego

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

**W przypadku gdy dane na koniec danego miesiąca były niedostępne, zostały przedstawione jako średnia z sąsiednich okresów (wyłącznie dla celów prezentacyjnych). Dotyczyło to następujących okresów: styczeń, marzec 2017, luty, kwiecień 2019 – dla oferty Lato; czerwiec, lipiec 2017, czerwiec, lipiec, wrzesień 2018 – dla oferty Zima.

W kwestii przedsprzedaży oferty Zima 2019/2020 (czyli wycieczki realizowane w okresie listopad 2019 – marzec 2020), spółka informowała, że do końca kwietnia 2019r. ilość rezerwacji wyniosła 10,025, co oznaczało wzrost o 15.2% r/r. W wywiadzie dla gazety Parkiet z 29 maja b.r., Prezes spółki komentował, że dobry wynik przedsprzedaży jest częściowo efektem poszerzenia oferty produktowej m.in. o bezpośredni czarter do Jordanii, ale także strategii ukierunkowanej na wcześniejszą sprzedaż, czyli większej ilości atrakcyjnych ofert w okresie przedsprzedaży.



Prognozy finansowe

Prognozujemy wzrost przychodów o 4% i 13% r/r w latach 2019-2020

RAINBOW TOURS: PRZYCHODY W PODZIALE NA SEGMENTY

| mIn PLN | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Działalność touroperatorska | 1,045 | 1,285 | 1,468 | 1,536 | 1,765 | 1,944 |
| Działalność pośrednictwa turystycznego | 218 | 185 | 126 | 123 | 114 | 110 |
| Działalność pozostała I korekty konsolidacyjne | -62 | -62 | 6 | 11 | 15 | 16 |
| Przychody, łącznie | 1,201 | 1,408 | 1,599 | 1,670 | 1,894 | 2,070 |
| Zmiana r/r (%) | 7% | 17% | 14% | 4% | 13% | 9% |

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

Prognozujemy wzrost przychodów o 4% r/r w tym roku do 1,670 mln PLN, skok o 13% r/r w przyszłym roku do 1,894 mln PLN i wzrost o 9% r/r w 2021 roku do 2,070 mln PLN. Za oczekiwane wzrosty przychodów odpowiada głównie segment touroperatorski, a w nieznacznym stopniu także oczekiwany wzrost przychodów z działalności spółki greckiej (hotele), częściowo kompensowane przez zakładane przez nas ograniczanie działalności pośrednictwa turystycznego (szczegóły przedstawione w powyższej tabeli).

W segmencie touroperatorskim założyliśmy wzrost przychodów w tym roku o 5% r/r (wolniej niż zakładane przez nas tempo wzrostu rynku; założyliśmy konserwatywnie ograniczenie liczby uczestników wycieczek spółki o 2% r/r z racji wysokiej bazy zeszłego roku, przy jednoczesnym wzroście średniego przychodu na uczestnika o 7% r/r, odbijając po spadkach z zeszłego roku, co powinno przekładać się także na wyraźny wzrost rentowności tego segmentu), przyspieszający do 15% w przyszłym roku, głównie za sprawą pozytywnego wpływu na rynek programów rządowych, a w szczególności rozszerzonego 500+ (tempo wzrostu nieco powyżej oczekiwanego przez nas wzrostu rynku wynika z zakładanej przez nas częściowej odbudowy udziałów rynkowych spółki kosztem mniejszych touroperatorów). W 2021r. zakładamy nadal solidny (choć spowalniający) wzrost rynku o 10% r/r, będący odzwierciedleniem naszych założeń makroekonomicznych (z jednej strony hamowanie wzrostu PKB do 3.0% r/r; z drugiej strony zakładany przez nas cały czas wyraźny wzrost wynagrodzeń, w tym płacy minimalnej o 6.1% r/r). Od 2021r. założyliśmy wzrost przychodów spółki z działalności touroperatorskiej w tempie przyrostu rynku (stały udział rynkowy na poziomie prawie 18%).

W segmencie działalności pozostałej, zakładamy stopniowy wzrost przychodów spółki greckiej White Olive z 22.7 mln PLN oczekiwanych w tym roku do 31.9 mln PLN w 2021r. na skutek całorocznej kontrybucji i osiągnięcia 'dojrzałości' (docelowe poziomy obłożenia i cen) przez wszystkie 3 obecnie działające hotele. Na ten moment w naszym modelu nie uwzględniamy potencjalnych nowych inwestycji spółki w tym obszarze (z racji ograniczonych na tym etapie informacji o potencjalnej skali inwestycji i momencie zaangażowania środków), które mogą skutkować wzrostem przychodów w tym segmencie. Założyliśmy, że połowa przychodów spółki White Olive pochodzi z wynajmu pokoi w ramach grupy.

Zakładamy wyraźne odbicie marży brutto w tym roku

Zakładamy wzrost marży brutto na sprzedaży do 13.5% w tym roku (+2.1pp r/r), dalsze umocnienie do 13.7% w 2020r. i lekką korektę do 13.6% w 2021r.

Z uwagi na zakładaną przez nas normalizację rynku touroperatorskiego w tym roku



po agresywnej walce cenowej w 2018r, a także zważywszy na strategię spółki polegającą na ograniczeniu programu i skoncentrowaniu się na poprawie cen sprzedaży, a co za tym idzie marż, widzimy potencjał do wyraźnego odbicia r/r marży brutto na sprzedaży z działalności touroperatorkiej Rainbow Tours w tym roku. Nie mając jednak pełnej wiedzy odnośnie strategii konkurencji na ten rok (bazujemy jedynie na wypowiedziach prasowych głównych uczestników rynku), konserwatywnie nie zakładamy powrotu do marż sprzed 2018r. (14.7%-14.8% w latach 2016-2017). W segmencie działalności touroperatorkiej zakładamy marżę 13.8% w tym roku. W przyszłym roku założymy lekki spadek marży do 13.65%, na skutek presji konkurencyjnej (zakładamy też lekki wzrost udziału rynkowego Rainbow Tours). Od 2021r. konserwatywnie zakładamy nieco niższą marżę (na poziomie 13.5%) przy stabilnych udziałach rynkowych spółki.

W segmencie działalności pośrednictwa założymy stabilną marżę brutto na sprzedaży na poziomie 8.0% w 2019r. i w kolejnych latach (vs. 8.2% w 2018r.). W przypadku działalności spółki White Olive dostrzegamy potencjał do wyraźnej poprawy marży przy osiągnięciu pełnej dojrzałości przez obecnie działające hotele, co zakładamy, że nastąpi w 2021r. Wyniki tego roku są obciążone kosztami uruchomienia nowego 5* hotelu (wystartował na początku lipca), nieco niższych (vs. docelowe) na starcie cen oraz niepełnej kontrybucji po stronie przychodów w tym sezonie. W naszym modelu założymy marżę brutto na sprzedaży z tej działalności na poziomie 15% w tym roku, 30% w przyszłym i 35% począwszy od 2021r. Na tym etapie, jak zaznaczyliśmy wcześniej, nie zakładamy uruchamiania kolejnych nowych hoteli przez spółkę (dalsze inwestycje są elementem strategii spółki, jednak na ten moment nie znamy szczegółów potencjalnych kolejnych inwestycji), które docelowo powinny generować dodatkowe zyski, ale w krótkim terminie mogłyby wywierać presję na stronę kosztową segmentu i rozwadniać marżę.

RAINBOW TOURS: ZYSK I MARŻA BRUTTO NA SPRZEDAŻY W PODZIALE NA SEGMENTY

| mln PLN | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Działalność touroperatorka | 155.0 | 189.4 | 169.5 | 212.0 | 240.9 | 262.5 |
| Działalność pośrednictwa turystycznego | 15.1 | 10.6 | 10.2 | 9.8 | 9.1 | 8.8 |
| Działalność pozostała | 4.2 | 2.2 | 2.1 | 3.4 | 9.1 | 11.2 |
| Korekty konsolidacyjne | -3.2 | -0.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Zysk brutto na sprzedaży, łącznie | 171 | 202 | 182 | 225 | 259 | 282 |
| Zmiana r/r (%) | 10% | 18% | -10% | 24% | 15% | 9% |
| (%) | | | | | | |
| Działalność touroperatorka | 14.8% | 14.7% | 11.5% | 13.8% | 13.7% | 13.5% |
| Działalność pośrednictwa turystycznego | 6.9% | 5.7% | 8.2% | 8.0% | 8.0% | 8.0% |
| Działalność pozostała | 49.6% | 18.3% | 11.6% | 15.0% | 30.0% | 35.0% |
| Korekty konsolidacyjne | 4.5% | 0.5% | n.m. | n.m. | n.m. | n.m. |
| Marża brutto na sprzedaży, łącznie | 14.3% | 14.3% | 11.4% | 13.5% | 13.7% | 13.6% |

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

Oczekujemy mocnego odbicia zysku netto w tym roku i utrzymania 2-cyfrowej dynamiki r/r w 2020r.

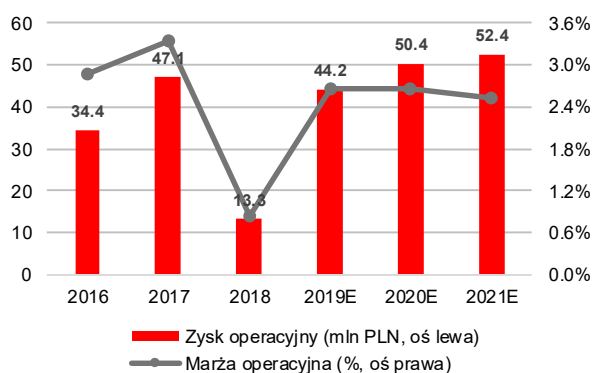
Prognozujemy wzrost zysku operacyjnego do 44.2 mln PLN w tym roku (vs. zaledwie 13.3 mln PLN rok temu), dalszy wzrost o 14% r/r do 50.4 mln PLN w przyszłym roku i o 4% r/r do 52.4 mln PLN w 2021r. W modelu założymy stopniowy wzrost udziału kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w kolejnych latach z 10.5% w 2018r. do 11.0% w 2021r., głównie na skutek utrzymującej się presji na wynagrodzenia.



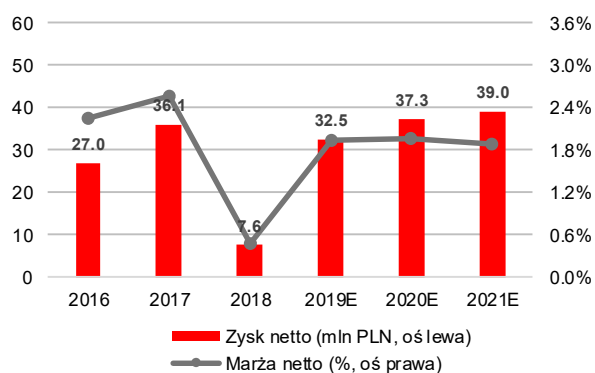
Na poziomie zysku netto, oczekujemy odbicia wyników do 32.5 mln PLN w tym roku (vs. zaledwie 7.6 mln PLN w zeszłym roku), 37.3 mln PLN w przyszłym roku (wzrost o 15% r/r i do 39.0 mln PLN w 2021r. (wzrost o 5% r/r). Na skutek rosnącego zadłużenia (finansowanie zakończonej w lipcu inwestycji hotelowej w Grecji), spodziewamy się wzrostu kosztów finansowych (w ujęciu netto) do 4.1-4.3 mln PLN rocznie w ciągu najbliższych 3 lat. W modelu założyliśmy 19% efektywną stopę podatkową.

RAINBOW TOURS: PROGNOZY WYNIKÓW FINANSOWYCH

Zyska i marża operacyjna



Zysk i marża netto



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

Na poziom amortyzacji oraz wyniku EBITDA wpływać będzie wprowadzenie od tego roku nowego standardu MSSF16 (co zostało szczegółowo opisane w poprzednim rozdziale). Nasze prognozy w tym raporcie bazują na dotychczasowym podejściu, bez uwzględnienia nowego standardu (o ile nie zaznaczono inaczej) w celu zapewnienia pełnej porównywalności z danymi historycznymi. Wprowadzenie nowego standardu miałyby głównie wpływ na poziom zysku EBITDA, długu netto i sumy bilansowej, co przedstawiamy w naszych szacunkach w poniższej tabeli.

RAINBOW TOURS: SZACOWANY WPŁYW MSSF16 NA POZIOM ZYSKU EBITDA I DŁUG NETTO

| mln PLN | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--|-------|-------|------|-------|-------|-------|
| Przed wprowadzeniem MSSF16 | | | | | | |
| EBITDA | 37.1 | 50.7 | 17.8 | 50.9 | 58.4 | 60.9 |
| Dług netto | -40.4 | -28.9 | 45.9 | 62.0 | 51.1 | 38.2 |
| Dług netto/EBITDA (x) | -1.1 | -0.6 | 2.6 | 1.2 | 0.9 | 0.6 |
| Szacunek po wprowadzeniu MSSF16 | | | | | | |
| EBITDA | b.d. | b.d. | 30.4 | 64.1 | 73.5 | 77.5 |
| Dług netto | b.d. | b.d. | 99.4 | 118.0 | 115.4 | 109.0 |
| Dług netto/EBITDA (x) | b.d. | b.d. | 3.3 | 1.8 | 1.6 | 1.4 |

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

Zaangażowanie środków w kapitał obrotowy wynika głównie z zaliczek na hotele, nie w pełni pokryte przez zaliczki od klientów

Działalność touroperatorowska spółki wymaga zaangażowania środków w kapitał obrotowy głównie poprzez zaliczki płacone do hoteli (146 mln PLN na koniec 2018r.), a w mniejszym stopniu również zaliczki na transport lotniczy, koszty imprez



poza okresem, pozostałe należności z tytułu dostaw i usług, kaucje, depozyty i inne (łącznie 99 mln PLN na koniec 2018r.), które stopniowo są rekompensowane przede wszystkim wpłacanymi przez klientów zaliczkami na wycieczki (133 mln PLN na koniec 2018r.), a także zobowiązaniami z tytułu dostaw i usług i innymi (łącznie 56 mln PLN). W sumie wielkość zaangażowanego kapitału obrotowego na koniec 2018r. szacujemy na 55 mln PLN, czyli 3.5% w relacji do przychodów. W tym roku zakładamy lekkie zwiększenie tej relacji do 4.5% (założona nieco większa skala zaliczek płaconych hotelom w relacji do przychodów). W kolejnych latach założyliśmy utrzymanie tej relacji w granicach 4.5%-4.6%, czyli wzrost zaangażowania środków w kapitał obrotowy proporcjonalny do wzrostu przychodów.

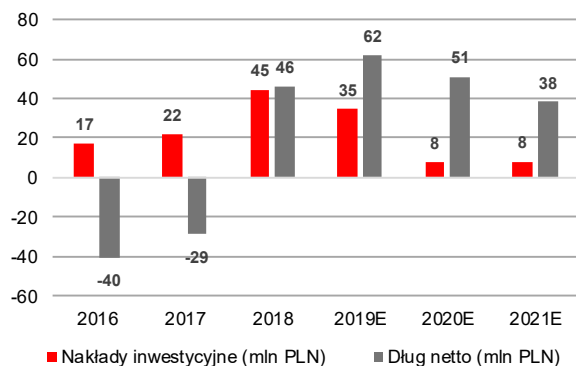
Znaczące nakłady inwestycyjne w tym roku na nowy hotel w Grecji

W tym roku zakładamy nakłady inwestycyjne na poziomie prawie 35 mln PLN, z czego 86% związane jest z dokończeniem inwestycji hotelowej w Grecji (hotel 5*). Ponieważ na ten moment w modelu nie zakładamy inwestycji w kolejne hotele, oczekujemy wyraźnego spadku wydatków inwestycyjnych od przyszłego roku (8 mln PLN rocznie w latach 2020-2021). W związku z zakładanym spadkiem nakładów, oczekujemy zmniejszenia poziomu zadłużenia netto spółki od przyszłego roku.

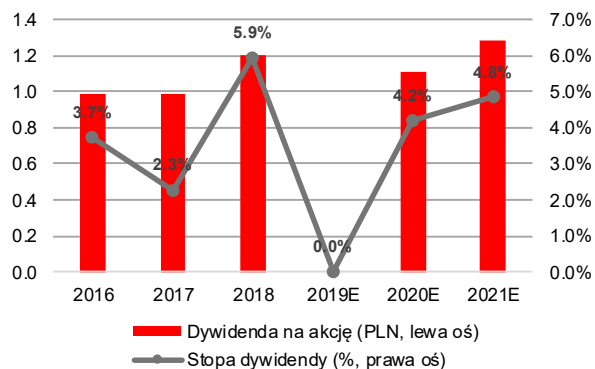
Potencjalne inwestycje w kolejne hotele niosą za sobą ryzyko znacząco wyższych wydatków inwestycyjnych w roku 2020r. i kolejnych latach, jednak pozyskanie PFR TFI jako pasywnego inwestora do spółki White Olive powinno częściowo rozwiązywać kwestię finansowania potencjalnych nowych inwestycji.

RAINBOW TOURS: NAKŁADY INWESTYCYJNE, ZADŁUŻENIE NETTO I WYPŁATA DYWIDENDY

Nakłady inwestycyjne vs. dług netto



Dywidenda



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

Dywidenda: Zakładamy powrót do wypłaty dywidendy w przyszłym roku, oczekiwana stopa dywidendy ponad 4%

Za zeszły rok spółka nie wypłaciła dywidendy, jednak wraz z oczekiwaną poprawą wyników w tym roku zakładamy również powrót do wypłaty dywidend od przyszłego roku, co jest też zgodne z planami samej spółki (wypowiedź Prezesa dla gazety Parkiet z 29 maja b.r.). W przyszłym roku założyliśmy wypłatę dywidendy na poziomie 1.12 PLN/akcję, co implikuje ponad 4-procentową stopę dywidendy.



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 | 1,670.5 | 1,893.8 | 2,070.4 |
| Koszt własny sprzedaży | 1,030.4 | 1,205.8 | 1,417.3 | 1,445.2 | 1,634.8 | 1,788.0 |
| Zysk brutto na sprzedaży | 170.6 | 201.9 | 181.9 | 225.2 | 259.1 | 282.4 |
| Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu | 135.3 | 153.5 | 167.4 | 179.8 | 207.3 | 228.5 |
| Pozostałe przychody/koszty operacyjne | -1.0 | -1.3 | -1.2 | -1.2 | -1.4 | -1.5 |
| EBITDA | 37.1 | 50.7 | 17.8 | 50.9 | 58.4 | 60.9 |
| Zysk na działalności operacyjnej | 34.4 | 47.1 | 13.3 | 44.2 | 50.4 | 52.4 |
| Koszty/przychody finansowe | 0.9 | 2.3 | 3.3 | 4.1 | 4.3 | 4.2 |
| Zysk przed opodatkowaniem | 33.5 | 44.7 | 10.0 | 40.1 | 46.1 | 48.2 |
| Podatek dochodowy | 6.5 | 8.6 | 2.4 | 7.6 | 8.8 | 9.2 |
| Zysk netto | 27.0 | 36.1 | 7.6 | 32.5 | 37.3 | 39.0 |
| Marża brutto na sprzedaży (%) | 14.2% | 14.3% | 11.4% | 13.5% | 13.7% | 13.6% |
| Marża operacyjna (%) | 2.9% | 3.3% | 0.8% | 2.6% | 2.7% | 2.5% |
| Marża netto (%) | 2.2% | 2.6% | 0.5% | 1.9% | 2.0% | 1.9% |
| BILANS | | | | | | |
| Aktywa obrotowe | 207.3 | 228.1 | 258.3 | 273.4 | 307.8 | 332.2 |
| Środki pieniężne i ekwiwalenty | 45.4 | 33.3 | 27.1 | 21.0 | 21.9 | 19.8 |
| Należności z tytułu dostaw i usług i pozostałe | 129.0 | 168.1 | 170.1 | 188.6 | 213.8 | 233.8 |
| Zapasy | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 0.9 |
| Pozostałe aktywa obrotowe | 32.3 | 26.1 | 60.4 | 63.0 | 71.2 | 77.7 |
| Aktywa trwałe | 47.9 | 69.5 | 110.2 | 139.0 | 140.6 | 141.9 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 32.6 | 48.6 | 85.7 | 113.8 | 113.3 | 112.9 |
| 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 | 15.8 | 17.9 | 19.6 |
| Pozostałe aktywa trwałe | 0.2 | 2.3 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| Aktywa razem | 255.2 | 297.5 | 368.5 | 412.4 | 448.5 | 474.1 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 159.8 | 189.0 | 213.0 | 214.4 | 239.5 | 259.7 |
| 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 | 50.8 | 57.4 | 62.8 |
| Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe | 3.9 | 16.2 | 4.4 | 4.5 | 5.1 | 5.5 |
| Przychody przyszłych okresów | 110.6 | 131.1 | 133.0 | 135.7 | 153.5 | 167.8 |
| Zobowiązania długoterminowe | 5.2 | 3.2 | 49.7 | 59.7 | 49.7 | 34.7 |
| Pożyczki i kredyty bankowe | 4.6 | 3.0 | 49.5 | 59.5 | 49.5 | 34.5 |
| Pozostałe zobowiązania długoterminowe | 0.7 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| Kapitał własny | 90.2 | 105.3 | 105.8 | 138.3 | 159.3 | 179.7 |
| Pasywa razem | 255.2 | 297.5 | 368.5 | 412.4 | 448.5 | 474.1 |
| RACHUNEK PRZEPLYWÓW PIENIĘŻNYCH | | | | | | |
| Przeplwy pieniężne netto z działalności operacyjnej | -4.3 | 19.6 | -14.0 | 18.8 | 34.7 | 39.5 |
| Zysk netto | 27.0 | 36.1 | 7.6 | 32.5 | 37.3 | 39.0 |
| Amortyzacja | 2.7 | 3.7 | 4.5 | 6.7 | 8.0 | 8.4 |
| Zmiany w kapitale obrotowym i inne korekty | -34.0 | -20.2 | -26.0 | -20.4 | -10.6 | -8.0 |
| Przeplwy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej | -13.1 | -20.7 | -44.2 | -34.8 | -7.5 | -8.0 |
| Wydatki na zakup majątku trwałego | -17.4 | -21.6 | -44.6 | -34.8 | -7.5 | -8.0 |
| Pozostałe | 4.3 | 0.9 | 0.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Przeplwy pieniężne netto z działalności finansowej | -16.4 | -10.7 | 52.0 | 10.0 | -26.2 | -33.7 |
| Zmiana stanu kredytów i pożyczek | 1.9 | -0.8 | 68.7 | 10.0 | -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 | -16.2 | -18.7 |
| 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 | -6.1 | 0.9 | -2.1 |

Nota: Zaprezentowane prognozy nie uwzględniają wpływu nowego MSSF 16 w celu zapewnienia pełnej porównywalności z danymi historycznymi. Szacowany wpływ przedstawiono na stronie 18.

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 wykorzystaniem 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 18 lipca 2019.

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 19.07.2019, godz. 17.00. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 22.07.2019, godz. 08.30.

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

Spółki konsumenckie

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

Nieruchomości

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

Technologie i telekomunikacja

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