

## Raport aktualizujący

Turystyka

Polska

12 Maj 2025

### Rainbow Tours

#### „Dostępność cenowa” wycieczek zagranicznych?

**Dobre perspektywy na rok 2025 po kolejnym dobrym roku.** Większość czynników, które miały pozytywny wpływ na rynek w latach 2023-24, powinny zostać utrzymane w kolejnych latach. Trendy demograficzne i zmiany w wydatkach konsumentów będą się utrzymywać. Tak zwane „pokolenie srebrne” jest bardziej aktywne w korzystaniu z takich usług, a młodsze grupy wiekowe (25–35 lat) odnotowują znaczny spadek wskaźnika dietności, w wyniku czego ich koszyk dóbr/usług wygląda zupełnie inaczej niż 10–15 lat temu. Utrzymuje się tendencja do wzrostu wydatków na usługi, przy rosnących nominalnych i realnych dochodach rozporządzalnych. Wszystkie te czynniki sugerują, że popyt powinien utrzymać się na dobrym poziomie. **W rezultacie spodziewamy się, że liczba klientów wzrośnie do 0,94 mln (+17% r/r / +140 tys.) w 2025 r.** Chociaż wzrost nominalny może być podobny do tego obserwowanego w latach 2022-24e (średnio +160 tys.), tempo wzrostu powinno ulec spowolnieniu. Warto zauważyć, że CAGR dla lat 2019-24 dla liczby sprzedanych wycieczek wynosi +10%, a nominalnie około +70 tys. rocznie (CAGR). Początek roku był ponownie dobry dla spółki pod względem sprzedaży. **Wysoka sprzedaż wycieczek „Zima 2024/25” przyczyniła się do wzrostu przychodów o ponad 20% r/r w 1Q25e.** Nasze założenia dotyczące wpływu podaży oferty na rynek oraz spadku kosztów organizacji wycieczek mogą skutkować niewielkim spadkiem cen w kluczowym sezonie, tj. wzrostem skali promocji na rynku. W związku z tym zakładamy spadek cen sprzedanych wycieczek o -3% r/r. Warto w tym miejscu zauważyć, że w ubiegłym roku RBW odnotował wzrost liczby sprzedanych wycieczek o +27% r/r, przy wzroście przychodów o +24% r/r. Zwracamy również uwagę, że w latach 2024-25p to wzrost średniego poziomu wynagrodzeń (a także mediany wynagrodzeń) będzie znacznie wyższy w stosunku do ceny wycieczek. Jeśli założymy, że ceny będą niższe (lub niezmiennione) w latach 2024-25e, **to dostępność cenowa wycieczek ponownie wzrośnie w koszyku dochodów rozporządzalnych konsumentów.** Dane rynkowe wskazują na wyraźny wzrost zainteresowania ofertami wyjazdów zagranicznych, co można w pewnym stopniu wyjaśnić tym efektem oraz różnicą w skali wzrostu cen na rynku krajowym w porównaniu z ofertami zagranicznymi. **Podsumowując, w scenariuszu bazowym nadal zakładamy silny wzrost przychodów ze sprzedaży o +14% r/r oraz spadek marży operacyjnej ze względu na poziom marży brutto.**

**Pomimo korzystnego otoczenia kosztowego i sytuacji na rynku walutowym, spodziewamy się, że marża brutto spadnie w tym roku do 17,0% (-1,4 pp r/r).** Chociaż w I kw.'25 r. zakładamy, że pozytywne trendy z poprzednich kwartałów powinny się utrzymać, a marża brutto wzrośnie do 18,2% (+1,5 pp r/r), w kolejnych miesiącach spodziewamy się spadku cen wycieczek na rynku. Rynki wskazują, że większość kosztów organizacji wycieczek zagranicznych istotnie spada, ale w zależności od polityki zabezpieczeń poszczególnych firm wpływ ten może być różny w sektorze. Ponadto efekt ten może ulec dalszemu wzmocnieniu, jeśli oferta biur podróży przewyższy wzrost popytu, który choć może być silny, nadal może okazać się niewystarczający względem wielkości przygotowanej oferty. Taka sytuacja rynkowa może spowodować niewielką presję na ceny wycieczek w tym roku w porównaniu z rokiem ubiegłym, ze względu na znaczny spadek kosztów wycieczek (paliwo lotnicze + umocnienie złotego w stosunku do dolara amerykańskiego). W związku z tym, że RBW może mieć około 50-70% cen zabezpieczonych w okresie głównego spadku koniunktury (III-IV'25), może to nie mieć tak pozytywnego wpływu na marżę jak w poprzednich latach. Oznacza to, że spodziewamy się spadku marży brutto o -2,3 pp r/r w 2-4Q25. Mogą to być nadal nieco konserwatywne założenia.

Biorąc pod uwagę obecne otoczenie rynkowe i dane operacyjne spółki, znacząco podnosimy nasze prognozy finansowe. W kolejnych latach model zakłada, że znormalizowana marża netto może wynieść około 4,7% (poprzednio 3,7%). **Z tych powodów podtrzymujemy naszą rekomendację KUPUJ, podnosząc jednocześnie 12-miesięczną cenę docelową do 230 PLN/akcję (+15%).**

**Podstawowe dane finansowe (mln PLN)**

mln PLN	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Sprzedaż	3293	4068	4648	5235	5754	6290
EBITDA IFRS 16	237	376	382	405	400	404
EBITDA IAS 17	227	365	368	391	386	390
EBIT	215	354	352	372	364	365
Zysk netto	173	282	280	289	282	283
EPS	11.9	19.4	19.3	19.9	19.4	19.4
FCF (%)	44%	11%	7.4%	9.9%	9.9%	11.1%
DY (%)*	0.0	5.5%	5.4%	9.9%	9.9%	11.1%
P/E	2.8	4.8	8.3	8.0	8.2	8.2
EV/EBITDA	1.1	3.0	5.5	5.2	5.2	5.2

### Kupuj

(rekomendacja podtrzymana)

**Cena docelowa**

**230 PLN**

**Potencjał wzrostu**

**44%**

Cena na 12 Maj 2025

159.6 PLN

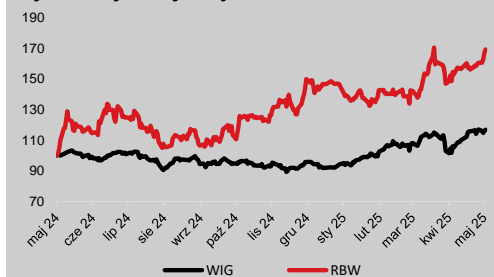
**ESG rating**

**C**

**Final ESG score**

**0.98**

Wykres siły relatywnej vs. WIG



#### WYDARZENIA KORPORACYJNE

29 Maj 2025

1Q Results

25 Wrzesień 2025

2Q Results

27 Listopad 2025

3Q Results

#### INFORMACJE OGÓLNE

Reuters/Bloomberg

RBW.WA/RBW.PW

Akcje w wolnym obrocie (%)

56.5

Kapitalizacja (mln zł)

2240

Liczba akcji (mln szt.)

14.552

#### Akcjonariat

NN PTE 13,56%

S.Wysmyk 11,54%

Generali PRE 7,5%

Flyoo Sp. z o.o. 5,9%

**Dariusz Dziubiński**

[dariusz.dziubinski@pekao.com.pl](mailto:dariusz.dziubinski@pekao.com.pl)



## Spis treści

Aktualizacja prognoz finansowych .....	3
Wycena.....	4
Ostatnie wydarzenia .....	8
Tezy inwestycyjne.....	11
Wybrane czynniki ryzyka.....	15
Kluczowe dane finansowe.....	16
DISCLAIMER.....	19



## Aktualizacja prognoz finansowych

**Podnosimy prognozę zysku netto na 2025 r. z 233mln PLN do 280mln PLN (+20%).** Pomimo korzystnych warunków kosztowych i kursowych, spodziewamy się spadku marży brutto do 17% (-1,4 pp r/r) w bieżącym roku. W pierwszym kwartale 2025 r. zakładamy, że pozytywne trendy z poprzednich kwartałów utrzymają się, a marża brutto wzrośnie do 18,2% (+1,5 pp r/r), jednak w kolejnych miesiącach spodziewamy się spadku cen wycieczek na rynku. Rynki wskazują, że większość kosztów organizacji wycieczek zagranicznych spada, ale w zależności od polityki zabezpieczeń poszczególnych firm wpływ ten może być różny. Ponadto efekt ten może ulec dalszemu nasileniu, jeśli oferta biur podróży przewyższy wzrost popytu, który choć może być silny, nadal może okazać się niewystarczający. Taka sytuacja rynkowa może spowodować niewielką presję na ceny wycieczek w tym roku w porównaniu z rokiem ubiegłym, ze względu na znaczny spadek kosztów wycieczek (paliwo lotnicze + umocnienie złotego w stosunku do dolara amerykańskiego). W związku z tym, że RBW może mieć około 50-70% cen zabezpieczonych w okresie głównego spadku cen np. paliwa (III-IV'25), może to nie mieć tak pozytywnego wpływu na marżę, jak w poprzednich latach. Oznacza to, że zakładany spadek marży brutto w 2-4Q25e wynosi około -2,3 pp. r/r. **Mogą to być nadal nieco konserwatywne założenia.**

**Silny wzrost PAX w 2024 r. i kolejny dobry początek w 2025 r.** W ubiegłym roku liczba sprzedanych wycieczek wzrosła do 805 tys. (+27% r/r / +170 tys.), co znacznie przekroczyło nasze założenia. Szczególnie dobry był IV kw. 24. Jednak według naszych szacunków średni przychód na wycieczkę spadł w ubiegłym roku o -2% r/r. W rezultacie spółka odnotowała wzrost przychodów do 4068 mln PLN (+24% r/r). Wysoka sprzedaż wycieczek „Zima 2024/25” przyczyniła się do wzrostu przychodów o ponad 20% r/r w 1Q25e. **Biorąc pod uwagę dane za I kw. 2025 r. oraz trendy w branży, podnosimy nasze założenia dotyczące wzrostu liczby sprzedanych wycieczek do +17% r/r, ale przy niższych cenach o około -3% r/r ze względu na spadek kosztów organizacji wycieczek w branży. Większość głównych czynników wpływających na pozytywny trend wzrostowy na rynku zagranicznych wycieczek zorganizowanych powinna być widoczna również w latach 2025-27p.** Zwracamy również uwagę, że w latach 2024-25p to wzrost średniego poziomu wynagrodzeń (a także mediany wynagrodzeń) będzie znacznie wyższy w stosunku do cen wycieczek. Jeśli założymy, że ceny będą niższe (lub niezmiennione) w latach 2024-25p, **to dostępność wycieczek ponownie wzrośnie w koszyku dochodów rozporządzalnych konsumentów.** W tej chwili ceny wycieczek w sezonie wakacyjnym są na poziomie z ubiegłego roku. Podsumowując, większość czynników wskazuje, że popyt powinien pozostać na dobrym poziomie. Główne założenia wskaźników KPI są następujące:

- **Liczba PAX w 2025 r.: ~943 tys. klientów (+17% r/r / nominalnie +140 tys. w porównaniu z 170 tys. w 2024 r.).**
- **Przychód na wycieczkę:** -3% r/r w porównaniu z -2% r/r w 2024 r.
- **Koszt wycieczki:** -1% r/r (w porównaniu z -4% r/r w 2024 r. według naszych szacunków modelowych) w porównaniu z -3-4% w oparciu o teoretyczne założenia dotyczące podziału poszczególnych kosztów i trendów rynkowych.

### Rainbow Tours: zmiana prognoz finansowych

mln PLN	2025P			2026P			2027P		
	Obecnie	Poprzednio	Różnica (%)	Obecnie	Poprzednio	Różnica (%)	Obecnie	Poprzednio	Różnica (%)
Przychody ze sprzedaży	4648	4723	-2%	5235	5267	-1%	5754	5760	0%
Zysk brutto na sprzedaży	788	733	8%	862	791	9%	918	836	10%
Koszty SG&A	-426	-431	-1%	-480	-494	-3%	-545	-558	-2%
Zysk netto na sprzedaży	362	325	11%	382	297	29%	374	278	34%
EBITDA	382	325	17%	405	323	25%	400	308	30%
EBIT	352	298	18%	372	293	27%	364	275	32%
Zysk netto	280	233	20%	289	226	28%	282	210	34%
MBnS (%)	17.0%	15.5%	1.4%	16.5%	15.0%	1.4%	16.0%	14.5%	1.4%
Marża EBITDA (%)	8.2%	6.9%	1.3%	7.7%	6.1%	1.6%	6.9%	5.3%	1.6%
Marża EBIT (%)	7.6%	6.3%	1.3%	7.1%	5.6%	1.5%	6.3%	4.8%	1.5%
Marża netto (%)	6.0%	4.9%	1.1%	5.5%	4.3%	1.2%	4.9%	3.6%	1.3%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research



## Wycena

Stosujemy metodę DCF i metodę porównawczą z wagami odpowiednio 100% i 0%. Dla celów prezentacyjnych przedstawiamy również wynik wyceny metodą porównawczą (waga 0%). Naszym zdaniem wycena metodą DCF jest bardziej odpowiednia niż inne metody wyceny, między innymi ze względu na:

1. Uwzględnienie w procesie wyceny długoterminowych prognoz zysków i nakładów inwestycyjnych,
2. Czynniki specyficzne dla spółki odzwierciedlone w stopie dyskontowej zastosowanej w wycenie,
3. Nieoptymalna, naszym zdaniem, grupa porównawcza oparta wyłącznie na spółkach zagranicznych ze względu na brak prognoz dla porównywalnych spółek w Polsce (niepublicznych).

### Rainbow Tours: Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Cena (PLN)	Waga (%)	Zmiana
12M DCF	230	100%	15%
12M Wycena porównawcza	173	0%	48%
<b>12M cena docelowa</b>	<b>230</b>		15%
Obecna cena	159.6		
Potencjał zmiany względem aktualnej ceny (%)	44%		

Źródło: Pekao Equity Research

### Wycena DCF

**Podwyższamy naszą 12-miesięczną cenę docelową dla akcji Rainbow Tours do 230 PLN/akcję z 200 PLN/akcję.** Zmiana wynika głównie ze znacznego podwyższenia prognoz finansowych na ten rok i kolejne lata. W naszym modelu stosujemy średni ważony koszt kapitału (WACC) na lata 2025-30p przy następujących założeniach:

1. Stopa wolna od ryzyka (10Y POL): 5,50% (średnia z ostatnich dwóch miesięcy na rynku),
2. Premia za ryzyko rynkowe: 6,00%,
3. nielewarowana beta: 1,00x
4. Premia za ryzyko długu: 2,50%.

#### Główne zmiany w założeniach modelu:

- Zakładany większy wzrost liczby klientów w latach 2025-27e i kolejnych latach. Dodatkowo otoczenie w sektorze w dalszym ciągu jest sprzyjające dla realizowanego wyższego poziomu marży brutto. W raporcie w sekcji poświęconej parametrom modelu opisano zakres zmian.
- Wzrost marży EBIT w wartości końcowej o **+0,2 pp. do 3,3%**.
- WACC na poziomie 11,5% (bez zmian) i 9,0% w wartości końcowej (bez zmian).
- Utrzymanie poziomu g na 3%.

#### Wskaźniki wyceny przy cenie docelowej (230 PLN):

PLN mn	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
FCF yield (%)	43.6%	11.1%	5.1%	6.9%	6.9%	
P/E	2.8	4.8	11.9	11.6	11.9	
EV/EBITDA ex Lease	1.1	3.0	8.4	7.8	7.9	
ROIC (%)	99%	178%	141%	106%	87%	
ROE (%)	108%	92%	58%	49%	44%	

Source: Company, Pekao Equity Research

**WACC calculation**

	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminal Year
Risk free rate	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	4.0%
Equity risk premium	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
ESG discount/premium	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>Cost of equity</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>9.0%</b>
Cost of debt	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	6.5%
<b>After-tax cost of debt</b>	<b>6.4%</b>	<b>6.5%</b>	<b>6.5%</b>	<b>6.5%</b>	<b>6.5%</b>	<b>6.5%</b>	<b>5.3%</b>
Equity weight	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
<b>WACC</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>9.0%</b>

**DCF valuation**

(PLN mn)	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminal Year
Revenues	4 648	5 235	5 754	6 290	6 808	7 296	7 514
EBIT	352	372	364	365	359	372	246
Taxes on EBIT	-70	-71	-69	-69	-68	-71	-46.7
<b>NOPAT</b>	<b>282</b>	<b>301</b>	<b>295</b>	<b>296</b>	<b>291</b>	<b>301</b>	<b>199</b>
Depreciation and assets write-offs ex Lease	16	19	22	25	27	30	30
Change in NWC	56	8	4	-19	-19	-19	0
Capital expenditures	-70	-70	-70	-70	-70	-70	-36
<b>FCFF</b>	<b>172</b>	<b>242</b>	<b>242</b>	<b>270</b>	<b>267</b>	<b>280</b>	<b>193</b>
<i>Terminal value growth</i>							3.0%
Terminal value							3 315
Discount factor	0.90	0.80	0.72	0.65	0.58	0.52	0.48
Discounted free cash flow - Dec 31 2024	154	195	175	174	155	146	1 675
<b>Enterprise value - Dec 31 2024</b>	<b>2 674</b>						
Minorities	44						
Net debt ex Lease	-256						
Other adjustments*	0						
<b>Equity value - Dec 31 2024</b>	<b>2 886</b>						
Number of shares (mn)	14.6						
<b>12M target price per share (PLN)</b>	<b>230.0</b>						
Share price as of May 12th (PLN)	159.6						
<i>Upside/Downside vs. current price</i>	<i>44%</i>						

Revenues growth	14%	13%	10%	9%	8%	7%	3.0%
EBIT margin	<b>7.6%</b>	<b>7.1%</b>	<b>6.3%</b>	<b>5.8%</b>	<b>5.3%</b>	<b>5.1%</b>	<b>3.3%</b>
Tax rate	19.9%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Capex/revenues	1.5%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	0.5%
Capex/depreciation	450%	372%	320%	283%	255%	233%	120%

**Sensitivity of 12M target price per share to Terminal value growth & WACC**

Terminal value growth/WACC	230.0	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
7.0%	230	230	242	257	275	297	325	364
8.0%	211	211	220	230	242	257	275	297
9.0%	197	197	203	211	220	<b>230</b>	242	257
10.0%	185	185	191	197	203	211	220	230
11.0%	177	177	181	185	191	197	203	211

**Sensitivity of 12M target price per share to key drivers' of company earnings**

EBIT margin/ WACC	230.0	1.3%	2.3%	3.3%	4.3%	5.3%	6.3%	7.3%
7.0%	170	170	233	297	360	423	486	549
8.0%	156	156	206	257	307	358	408	458
9.0%	146	146	188	<b>230</b>	272	314	356	398
10.0%	139	139	175	211	247	283	319	355
11.0%	133	133	165	197	228	260	291	323

Source: Pekao Equity Research



### Aktualizacja wyceny porównawczej

Grupa porównawcza składa się z pięciu wybranych przez nas zagranicznych spółek działających w branży usług turystycznych. Do wyznaczenia 12-miesięcznej wyceny akcji Rainbow Tours wykorzystujemy mnożniki P/E i EV/EBITDA na lata 2025e-2027e (mediana dla grupy porównawczej) oraz nasze prognozy dla Rainbow Tours na te lata w zakresie odpowiednio zysku netto na akcję i EBITDA oraz długu netto.

#### Rainbow Tours: Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	P/E			EV/EBITDA		
		2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
TUI	TUILLN	6.5	5.4	4.9	2.3	2.0	2.0
On the Beach Group	OTB LN	14.7	12.1	10.3	7.2	6.1	5.1
Voyageurs du Monde	ALVDM FP	14.1	12.9	12.9	5.0	4.2	3.8
Helloworld Travel	HLO AU	9.8	8.0	7.6	2.7	2.5	2.4
Flight Centre Travel Group	FLT AU	12.9	10.8	9.3	6.9	6.1	5.5
<b>Mediana</b>		<b>12.9</b>	<b>10.8</b>	<b>9.3</b>	<b>5.0</b>	<b>4.3</b>	<b>3.8</b>
<b>Rainbow Tours</b>		<b>8.0</b>	<b>7.7</b>	<b>7.9</b>	<b>5.3</b>	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>
Premia/dyskonto vs Mediana		-38%	-29%	-15%	6%	16%	32%
<b>Implikowana cena za akcję PLN</b>		<b>249.2</b>	<b>215.5</b>	<b>180.4</b>	<b>144.0</b>	<b>132.9</b>	<b>118.3</b>
waga (%)		33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Implikowana ważona cena za akcję PLN</b>		<b>173.4</b>					

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

#### Rainbow Tours: Konsensus rynkowy

PLN mn	2024p			2025p			2026p		
	Pekao	Cons.	Diff. (%)	Pekao	Cons.	Diff. (%)	Pekao	Cons.	Diff. (%)
Sprzedaż	4648	4671	0%	5235	5181	1%	5754	5 676	1%
EBITDA	382	348	10%	405	337	20%	400	322	24%
EBIT	352	309	14%	372	300	24%	364	282	29%
Zysk netto	280	254	10%	289	243	19%	282	228	24%
marża EBITDA (%)	8.2%	7.4%	0.8%	7.7%	6.4%	1.3%	6.9%	5.6%	1.4%
marża EBIT (%)	7.6%	6.5%	1.0%	7.1%	5.7%	1.4%	6.3%	4.9%	1.4%
marża netto (%)	6.0%	5.4%	0.7%	5.5%	4.6%	0.9%	4.9%	4.0%	0.9%

Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research

### ESG rating

Nasz rating ESG opiera się na ocenie szeregu kryteriów związanych z E-S-G z odpowiednio 30/30/40% wagą w całkowitej ocenie. Nasza metodologia implikuje ostateczny wynik ESG dla Rainbow Tours na poziomie 0,98 i ocenę ESG "C".

	E	S	G
<b>Durables and Du</b>			
Score	0.74	1.40	0.85
Sector weight	30%	30%	40%
<b>Final ESG Score</b>	<b>0.98</b>		
<b>ESG Rating</b>	<b>C</b>		

Zgodnie z naszą metodologią, rating "C" przekłada się na +0,0% dyskonta w premii za ryzyko kapitałowe (jako % stopy wolnej od ryzyka) w naszej kalkulacji kosztu kapitału własnego.

	score from:	to	Rating	WACC risk premium impact (% of RFR)
<b>ESG Score</b>	1.50	2	<b>A</b>	-15.00%
	1.0	1.50	<b>B</b>	-7.50%
	0.5	1.0	<b>C</b>	0%
	0	0.5	<b>D</b>	15.00%

## Ostatnie wydarzenia

### Wyniki za czwarty kwartał 2024 r.

#### Rainbow Tours: Wyniki kwartalne

mln PLN	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	r./r. kw./kw.	Pekao fcst	vs. Pekao fcst	consensus	vs. consensus	2023	2024	Y/Y
Przychody ze sprzedaży	594.3	721.6	885.8	1736.7	723.9	22%	729.1	-1%	724	0%	3293	4068	24%
Zysk (strata) brutto na sprzedaży	71.1	120.7	166.7	345.0	115.2	62%	95.0	21%			547	748	37%
SG&A	-68.2	-74.2	-92.4	-134.6	-82.6	21%	-77.0	7%			-332	-384	15%
Zysk (strata) ze sprzedaży	2.9	46.5	74.2	210.4	32.6	>+100%	18.0	81%			215	364	69%
EBITDA	10.3	51.1	77.1	215.7	32.2	213%	26.5	22%	22.6	43%	237	376	59%
EBIT	4.9	46.0	71.6	209.8	26.3	438%	16.5	59%	14.9	77%	215	354	64%
Zysk netto	8.1	39.0	58.0	153.2	31.6	289%	13.4	136%	12.5	153%	174	282	62%
<b>Marże operacyjne</b>													
Marża brutto na sprzedaży	12.0%	16.7%	18.8%	19.9%	15.9%		13.0%				16.6%	18.4%	1.8%
zmiana w pp. r./r.	3.7%	0.9%	1.6%	1.3%	3.9%		1.1%						
SG&A %	-11.5%	-10.3%	-10.4%	-7.7%	-11.4%		-10.6%				-10.1%	-9.4%	0.7%
zmiana w pp. r./r.	0.0%	1.1%	0.4%	0.9%	0.1%		0.9%						
marża zysk (strata) ze sprzedaży	0.8%	6.4%	8.1%	12.1%	3.6%		2.3%				6.5%	8.7%	2.2%
zmiana w pp. r./r.	4.6%	2.0%	2.0%	2.1%	2.8%		1.4%						
<b>Bilans i przepływy pieniężne</b>													
Dług netto ex Leasing	-236	-131	-256	-384	-256						-236	-256	
ND / EBITDA ex Leasing	-	-	-	-	-								
OCF ex Leasing	-98	-58	144	146	19						244	251	
CAPEX	-7	-18	-21	-5	-57						-33	-101	
FCF	-105	-77	123	141	-38						211	150	
FCF LTM	211	185	54	82	150								
FCF LTM (% yield)	9.4%	8.3%	2.4%	3.7%	6.7%								

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

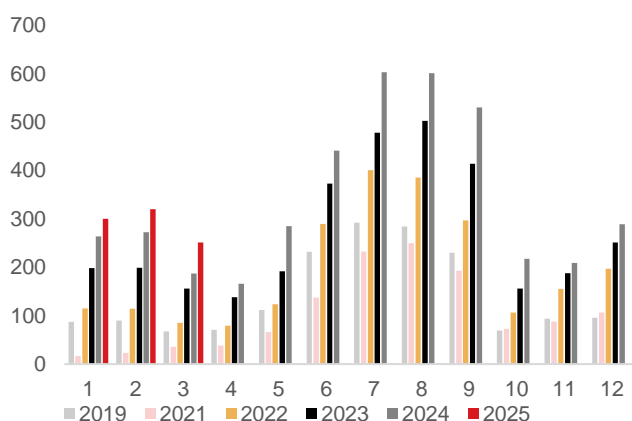
- **Przychody ze sprzedaży:** 724 mln (+22% r/r)
- **Zysk brutto:** 115 mln (+62% r/r). Marża brutto: 15,9% (+3,9 pp. r/r).
- **Koszty SG&A:** -83 mln (+21% r/r). Wskaźnik kosztów SG&A: -11,4% (+0,1 pp. r/r).
- **Zysk netto ze sprzedaży:** +32,6 mln w porównaniu z +2,9 mln w ubiegłym roku.
- **EBITDA:** 32 mln (+213% r/r).
- **Koszty finansowe:** +6 mln w porównaniu z +4 mln w ubiegłym roku.
- **OCF:** +22 mln w porównaniu z -97 mln w ubiegłym roku.
- **CAPEX:** -57 mln w porównaniu z -7 mln w ubiegłym roku.
- **Środki pieniężne netto (w mln PLN):** 256 mln.
- **FCF (mln PLN):** -38 mln i -105 mln w IV kwartale. FCF LTM: 150 mln (rentowność FCF (%): 7,2%).
- **Przychody przyszłych okresów (mln PLN):** 451 mln (+29% r/r).
- Przedsprzedaż wycieczek turystycznych z oferty „Lato 2025” (wycieczki realizowane w miesiącach kwiecień–październik 2025 r.) od rozpoczęcia przedsprzedaży do 15 marca 2025 r. wyniosła 236 046 osób (+11,3% r/r / +24 tys. r/r).
- **Komentarz do wyników za IV kw. 2024 r.:** Wyniki są zgodne ze wstępnymi szacunkami, które przekroczyły nasze założenia modelowe. Zwracamy uwagę na poprawę marży brutto w ujęciu rok do roku (+3,9 pp. r/r w porównaniu z +1,0 pp. r/r w naszych założeniach), która powinna wspierać marżę brutto w I kw. 2025 r. i prawdopodobnie w I półroczu 2025 r. biorąc pod uwagę obecne trendy kosztowe. Biorąc pod uwagę poziom poprawy marży brutto, oceniamy wyniki jako pozytywne przy obecnym poziomie wyceny.



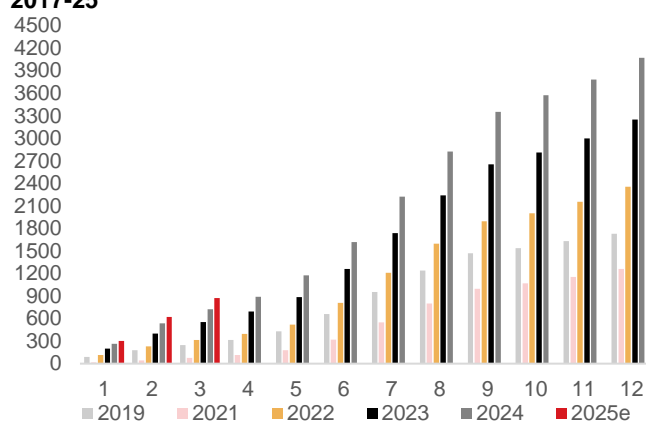
**Raport roczny (komentarz do trendów konsumenckich i wyników).** Wydaje się, że większość trendów wpłynęła na wyniki w 2024 r. i powinna być kontynuowana w latach 2025-26e. Na poprawę nastrojów konsumenckich i wzrost PAX wpłynęły następujące czynniki:

- Potencjał odbudowy rynku turystyki zorganizowanej w Polsce, któremu towarzyszy wzrost zamożności polskiego społeczeństwa (w tym w ważnej z punktu widzenia Rainbow grupie docelowej, jaką są rodziny z dziećmi, pokolenie 45+ oraz pokolenie 60+, czyli tzw. "silver generation", coraz częściej określane jako "power generation") i wynikający z tego potencjał wzrostu odsetka osób chętnych do podróżowania w ramach organizacji turystyki. Jest to ważna grupa docelowa dla Rainbow, tj. rodziny z dziećmi, pokolenie osób w wieku 45+ oraz osoby w wieku 60+, czyli tzw. "silver generation", coraz częściej określane jako "power generation") i wynikający z tego potencjał wzrostu odsetka osób chętnych do podróżowania w ramach turystyki zorganizowanej (w stosunku do poziomów uczestnictwa w tego typu turystyce w np. Niemczech czy Czechach, gdzie odsetek korzystających z usług touroperatorów wynosi odpowiednio ok. 30% i 20%, podczas gdy w Polsce jest to co najwyżej dwucyfrowy procent); utrzymywanie się na relatywnie wysokim poziomie chęci i motywacji do podróżowania m.in. wśród ważnej dla Spółki grupy docelowej klientów, tj. osób w wieku 40-60 lat o ustabilizowanej sytuacji finansowej i rodzinnej, pozostających poza wpływem wysokich stóp procentowych (spłacone kredyty hipoteczne) i którzy nie są narażeni na negatywny wpływ wysokiej inflacji oraz wzrost kosztów życia i funkcjonowania,
- Zmiana hierarchii wydatków konsumpcyjnych w polskim społeczeństwie, z zauważalną tendencją do przesunięcia punktu ciężkości wydatków z dóbr materialnych na wydatki związane z wypoczynkiem (np. podróże).

**Przychody według miesięcy w latach 2017-25**



**Przychody (narastająco) po każdym miesiącu w latach 2017-25**



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

**Dywidenda.** Rainbow Tours zamierza wypłacić dywidendę za rok 2024 w łącznej wysokości 10-12 PLN na akcję. Zarząd Rainbow Tours rekomenduje przeznaczenie na dywidendę łącznie 145,5 - 174,6 mln PLN zysku osiągniętego w 2024 r., co dałoby łączną dywidendę na akcję w wysokości 10 - 12 PLN. Po wypłaceniu dywidendy zaliczkowej za 2024 r. w wysokości 3,33 zł na akcję, pozostała do wypłaty dywidenda z zysku netto za rok 2024 wyniesie od 6,67 zł do 8,67 zł na akcję. Dokładna wysokość dywidendy zostanie ustalona w późniejszym terminie przez Zarząd w zależności od rozwoju i realizacji scenariuszy dotyczących planów inwestycyjnych w ramach Rainbow Tours. W kolejnych latach zakładamy, że poziom dywidendy będzie zbliżony do poziomu FCF, a wskaźnik DPR wyniesie około 80-85%. Biorąc pod uwagę poziom kapitałów własnych, plany CapEx oraz środki pieniężne w bilansie. Oznacza to DY (%) na poziomie około 10-11% w najbliższych latach, przy założonej trajektorii wyników finansowych.



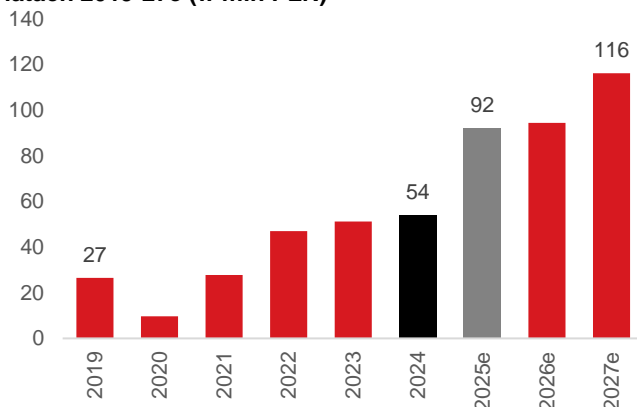


**Wykup akcji własnych. Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy w dniu 17.12.2002 r. podjęło uchwałę o wykupie akcji własnych (nr 4).** Projekt uchwały: 1) Planowany jest nabycie maksymalnie 2 500 000 akcji Spółki, co odpowiada maksymalnie około 17,18% kapitału zakładowego Spółki. 2) Cena nabycia akcji nie może być niższa niż 150,00 PLN i wyższa niż 220,00 PLN. Akcje nabyte przez Spółkę mogą być przeznaczone: 1) na sfinansowanie potencjalnych przejęć podmiotów z branży w ramach programu akwizycji i ekspansji geograficznej Spółki; 2) do umorzenia lub wykorzystania w przyszłych programach motywacyjnych dla kluczowych członków kadry kierowniczej Spółki.

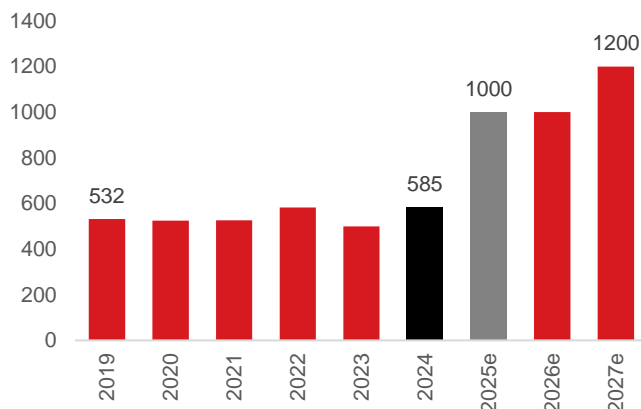
**Segment hotelarski.** W ubiegłym roku przychody w tym segmencie wyniosły 54 mln PLN (+5% r/r), a EBIT około 7,7 mln PLN (marża EBIT: 14,2%). W 2024 r. spółka dysponowała około 585 pokojami w sezonie (+17% r/r). W tym roku liczba pokoi ma znacznie wzrosnąć w wyniku niedawnego przejęcia i rozbudowy bazy w pozostałych hotelach. W bieżącym sezonie spółka powinna dysponować około 1000 pokoi (+71% r/r). Oznacza to, że w tym roku możemy spodziewać się znaczącego wzrostu przychodów ze sprzedaży z tego segmentu. **Jak dotąd udział tego segmentu w przychodach jest stosunkowo niewielki (~2,0%), a jego udział w EBIT w tym roku może wzrosnąć do około 4,0% w porównaniu z 2,0% w 2024 r.**

**Nakłady inwestycyjne w latach 2025-27e (=70 mln PLN).** W założeniach modelu zakładamy, że poziom nakładów inwestycyjnych wyniesie około 70 mln PLN w kolejnych latach, ponieważ spółka będzie nadal rozbudowywać własną sieć hoteli. **Oznacza to średni wskaźnik nakładów inwestycyjnych do przychodów ze sprzedaży na poziomie 1,4%.**

Przychody ze sprzedaży w segmencie hotelarskim w latach 2019-27e (w mln PLN)



Liczba pokoi w bazie hotelowej w latach 2018-27e



Source: Company, Pekao Equity Research

**Prognoza na I kwartał 2025 r. W I kwartale 2025 r. utrzymały się dobre wyniki sprzedaży, a otoczenie dla marży brutto pozostało korzystne.** W związku z tym w naszych prognozach zakładamy wzrost marży brutto do 18,3% (+1,5 pp r/r). Ponadto zakładamy, że PAX będzie rosła szybciej niż koszty sprzedaży, ogólne i administracyjne. **Zakładamy zatem dodatnią dźwignię operacyjną w 1Q25 i poprawę marży operacyjnej o +1,9 pp do 8,3%.** W związku z lepszymi od oczekiwań wynikami w marcu podnosimy nasze założenia dotyczące przychodów o 5 pp. (+21% w porównaniu z +16% r/r poprzednio) oraz nasze założenia dotyczące EBITDA do 79 mln (+8%) w prognozach na 1Q25e.

- **Przychody ze sprzedaży (mln PLN):** 873 mln (+21% r/r).
- **Zysk brutto (mln PLN):** 153 mln (+26% r/r). **Marża brutto:** 18,2% (+1,5 pp. r/r).
- **Koszty SG&A (mln PLN):** 86 mln (+16% r/r).
- **Zysk netto ze sprzedaży (mln PLN):** +67 mln (+43% r/r).
- **Sytuacja finansowa (mln PLN):** +0 mln w porównaniu z +1 mln w ubiegłym roku.



**Założenia:** Marża brutto (%): Stosunek liczby sprzedanych wycieczek do ceny wycieczek w porównaniu z kosztami paliwa i zmianami kursów walut wydaje się pozostawać korzystny dla poprawy marży brutto w I kwartale 2025 r.

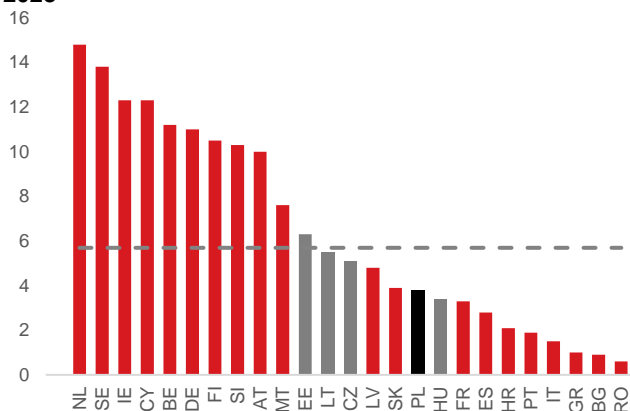
PLN mn	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25e	Y/Y	Q/Q
Revenues	721.6	885.8	1736.7	723.9	873.1	21%	21%
Gross profit	120.7	166.7	345.0	115.2	159.1	32%	38%
SG&A expenses	-74.2	-92.4	-134.6	-82.6	-86.0	16%	4%
Net profit on sales	46.5	74.2	210.4	32.6	73.1	>+100%	124%
EBITDA	51.1	77.1	215.7	32.2	79.1	55%	145%
EBIT	46.0	71.6	209.8	26.3	72.6	58%	176%
Net profit	39.0	58.0	153.2	31.6	60.7	56%	92%
<b>Profitability ratios</b>							
Gross margin (%)	16.7%	18.8%	19.9%	15.9%	18.2%	1.5%	
change yoy	0.9%	1.6%	1.3%	3.9%	1.5%		
SG&A %	-10.3%	-10.4%	-7.7%	-11.4%	-9.8%	0.4%	
change yoy	1.1%	0.4%	0.9%	0.1%	0.4%		
EBIT margin	6.4%	8.1%	12.1%	3.6%	8.3%	1.9%	
change yoy	2.0%	2.0%	2.1%	2.8%	1.9%		
<b>Valuation ratios</b>							
EV/EBITDA (TTM)	2.6	4.3	3.4	3.5	4.9		
PE (TTM)	4.6	6.2	5.7	6.1	7.4		

Source: Company, Pekao Equity Research

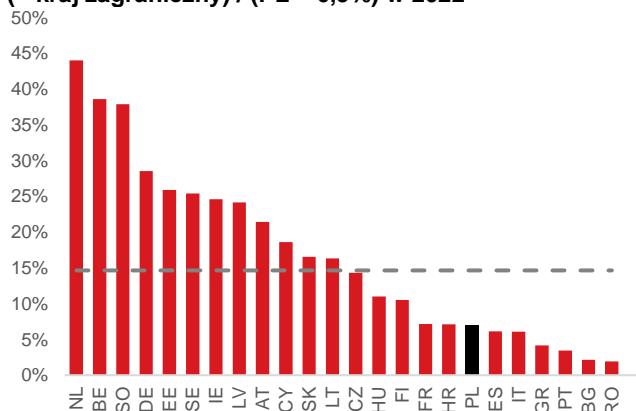
## Teza inwestycyjna

**Struktura rynku (CAGR 2024-27e: +8-9%).** W ubiegłym roku liczba klientów biur podróży wyniosła około 8,75 mln (+15% r/r / +1,2 mln i +13% w porównaniu z 2019 r. / +1,0 mln). Liczba klientów w RBW odnotowała wspomniany wzrost o +27% r/r i +64% w porównaniu z 2019 r. **W raportach sektorowych pojawiają się informacje dotyczące istotnego podziału pomiędzy dynamiki wzrostu/spadku między turystyką krajową i zagraniczną.** Na podstawie danych rynkowych w ubiegłym roku odnotowano wzrost ogólnej liczby klientów biur podróży powyżej poziomu z 2019 r. Czynniki, które wpływały na ten trend to: 1) wzrost zamożności gospodarstw domowych, 2) trendy demograficzne oraz 3) zmiana struktury wydatków gospodarstw domowych i wzrost wydatków na usługi, przy czym turystyka nadal ma stosunkowo niewielki udział w koszyku wydatków gospodarstw domowych. Odnośnie różnic w zmianie liczby klientów między wycieczkami krajowymi i zagranicznymi w porównaniu z okresem przed 2020 r to w kategorii podróży międzynarodowych wzrost w porównaniu z 2019 r. może wynieść blisko +40-60%, podczas gdy znaczny spadek odnotowano w turystyce krajowej lub w krajach sąsiednich (-30-40%). Dane statystyczne pokazują, że konsumenci krajowi nadal stosunkowo rzadko korzystają z tej formy wypoczynku w porównaniu z innymi krajami europejskimi i wydaje się, że istnieje potencjał do dalszego wzrostu tego parametru. Według Eurostatu tylko 6,9% populacji Polski wyjeżdża na zagraniczne wycieczki trwające dłużej niż 4 dni, w porównaniu ze średnią UE wynoszącą około 14,7%. Liczba klientów RBW wydaje się zmieniać zgodnie z tym trendem. Przyjmując za szacunkową liczbę klientów biur podróży, udział RBW w rynku wynosił około 6,3% w 2019 r. i wzrósł do około 9,2% na koniec ubiegłego roku. W związku z tym zarówno tendencje w postaci zmiany liczby klientów biur podróży jako liczby całkowitej, jak i struktura wycieczek wydają się mieć kluczowe znaczenie dla założeń dotyczących zmiany liczby pasażerów w RBW. Innym ważnym czynnikiem może być nie tylko indywidualna liczba osób, ale także częstotliwość, z jaką każda osoba wyjeżdża na wakacje w ciągu roku. W związku z tym wydaje się, że ogólny wzrost liczby osób korzystających z usług biur podróży, wzrost liczby wyjazdów zagranicznych oraz wzrost wydatków na wakacje na osobę mogą spowodować wzrost całkowitej wartości rynku, przy czym PAX przesunie się w kierunku największych biur podróży specjalizujących się w tej dziedzinie. **Dlatego obecnie my czujemy się komfortowo co do założenia dotyczącego wzrostu liczby klientów/sprzedanych wycieczek w ciągu najbliższych lat na poziomie około CAGR: +8-9%.**

**Średnia liczba nocy spędzonych za granicą na mieszkańca w wieku co najmniej 15 lat (PL = 3,8x) w 2023**



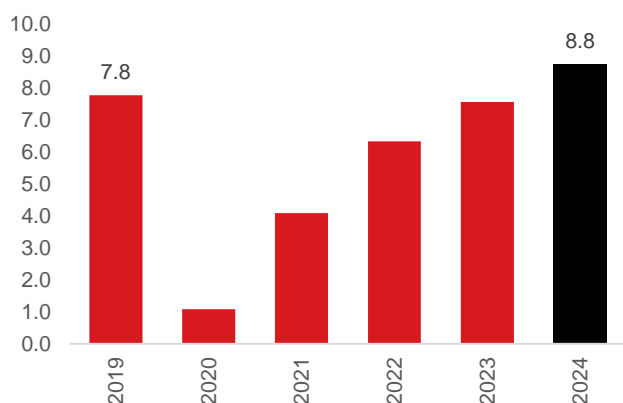
**Osoby uczestniczące w turystyce w celach osobistych według długości pobytu (> 4 dni) i miejsca docelowego (= kraj zagraniczny) / (PL = 6,9%) w 2022**



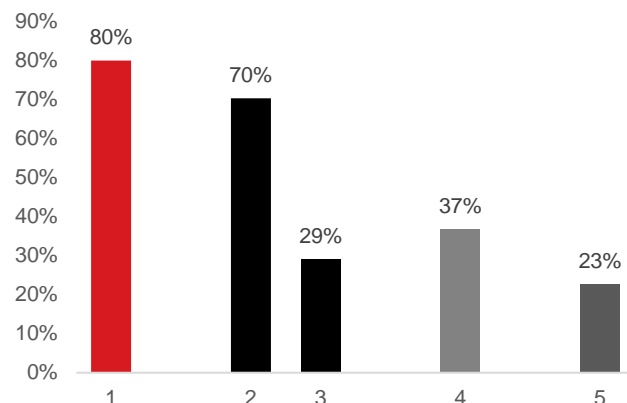
Skrót: NL: Holandia, SE: Szwecja, IE: Irlandia, CY: Cypr, BE: Belgia, DE: Niemcy, FI: Finlandia, SI: Słowenia, AT: Austria, MT: Malta, EE: Estonia, LT: Litwa, CZ: Czechy, LV: Łotwa, SK: Słowacja, PL: Polska, HU: Węgry, FR: Francja, ES: Hiszpania, HR: Chorwacja, PT: Portugalia, IT: Włochy, GR: Grecja, BG: Bułgaria, RO: Rumunia.

1: Średnie wynagrodzenie w Polsce, 2: Skumulowana inflacja w kategorii "Hotele i restauracje" w Polsce, 3: Skumulowana inflacja w kategorii "Hotele-Kawiarnie-Restauracje" w Grecji, 4: Szacowana zmiana cen wycieczek w RBW (ogółem), 5: Ceny paliwa lotniczego

**Liczba klientów biur podróży w Polsce w latach 2019-24**



**Zmiana przeciętnego wynagrodzenia/miesiąc w Polsce vs. zmiana cen w Polsce vs. koszt wycieczki zagranicznej w latach 2019-25p**



Source: Eurostat, GUS, Company Pekao Equity Research

Główne kategorie kosztów pozostają potencjalnie korzystne dla osiągnięcia wysokich marż brutto w sektorze. **W tym roku jednak większe znaczenie może mieć polityka zabezpieczania cen (koszty wycieczek) oraz różnice między firmami w tym zakresie.** Ponadto efekt ten może ulec dalszemu wzmocnieniu, jeśli oferty biur podróży przewyższą wzrost popytu, który choć może być silny, nadal może okazać się niewystarczający. Takie otoczenie rynkowe może spowodować niewielką presję na ceny wycieczek w tym roku w porównaniu z rokiem ubiegłym, ze względu na znaczny spadek kosztów wycieczek (paliwo lotnicze + umocnienie złotego względem dolara amerykańskiego). W związku z tym, że RBW może mieć około 50-70% cen zabezpieczonych w okresie głównego spadku koniunktury (III-IV'25), może to nie mieć tak pozytywnego wpływu na marże, jak w poprzednich latach. **W związku z tym nasz scenariusz zakłada poziom marży brutto na poziomie około 17,0% (-1,4 pp r/r), pomimo zakładanego dalszego wzrostu w I kw. 2025 r. (+1,5 pp r/r do 18,2%).**



Oznacza to, że zakładany spadek marży brutto w II-IV kw. 2025 r. może wynieść około -2,3 pp r/r. Założenia te mogą być nadal nieco konserwatywne. Szczególnie w przypadku przyspieszenia wzrostu PAX na rynku w okresie V-VI'25e. Wydaje się, że istnieją czynniki sprzyjające realizacji takiego scenariusza. W poniższej tabeli przedstawiamy nasze szacunki dotyczące struktury głównych kosztów oraz próbę dostosowania trajektorii zmian w każdej kategorii w oparciu o dane rynkowe i ceny spot (paliwo w PLN, a pozostałe koszty w walucie).

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

**Teoretyczne zmiany marż handlowych / na produkcie (p.p. r./r.) z dynamiką zmian CPI (cen produktów na rynku) i PPI (głównych kosztów). (założenia wew.).**

CPI vs PPI i poziom marży brutto na sprzedaży (%)		2019	2022	2023	2024	2025p
<b>Przychody ze sprzedaży (2019=100 / efekt cenowy):</b>		<b>100</b>	<b>131</b>	<b>144</b>	<b>142</b>	<b>137</b>
- Zmiana cen wycieczek turystycznych na rynku (w oparciu o strukturę KWS):			32%	10%	-2%	-3%
		86	117	120	116	114
1) Koszty związane z transportem (m.in. paliwo / 45% w KWS)	y/y	38.8	68.0	67.3	61.9	58.8
2) Koszty związane z zakwaterowaniem (m.in. hotele / 45% w KWS)	y/y	38.8	40.8	43.6	44.5	45.6
3) Pozostałe (~10% w KWS)	y/y	8.6	8.4	9.4	9.1	9.1
	y/y		-3%	12%	-4%	0%
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>		<b>13.7</b>	<b>14.0</b>	<b>24.0</b>	<b>26.0</b>	<b>23.2</b>
<b>Marża brutto na sprzedaży (%)</b>		<b>13.7%</b>	<b>10.6%</b>	<b>16.6%</b>	<b>18.4%</b>	<b>17.0%</b>
	p.p. y/y vs 2019		-3.0%	6.0%	1.8%	-1.4%
	założenie w modelu w P&L			0.0%		17.0%

**Cena paliwa lotniczego 'European Jet CIF NWE Cargo Spot' (PLN/t)**

Ceny w okresie YTD'25: -12% y/y



Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research,

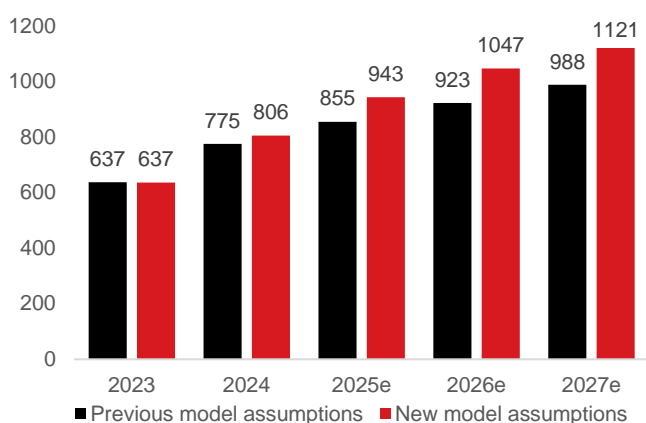
**Podsumowując, pomimo znacznego wzrostu prognoz finansowych na bieżący rok i kolejne lata, jak widać, wiele założeń modelu można uznać za konserwatywne w obecnej sytuacji rynkowej.** Poziom realnych dochodów rozporządzalnych wykazuje dalszy wzrost (i nadal jest wysoki w ujęciu nominalnym), konsumenci znacznie zmniejszają zadłużenie, a koszty kredytu powinny być niższe w kolejnych kwartałach/latach. **Perspektywy dla siły nabywczej konsumentów są zatem co najmniej pozytywne.** Ponadto zmiana struktury podróży krajowych i zagranicznych powinna przynieść korzyści największym firmom turystycznym. W związku z tym obecnie jesteśmy dość spokojni co do założenia dotyczącego wzrostu liczby klientów/sprzedanych wycieczek w ciągu najbliższych kilku lat na poziomie około +8-9% CAGR. **Czynniki ryzyka obejmują możliwość nasilenia konkurencji w przypadku znacznego wzrostu marż operacyjnych i poprawy zwrotu z kapitału, co mogłoby prowadzić do chęci konkurowania o udział w rynku.**



Dane operacyjne do modelu		2019	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Liczba uczestników imprez turystycznych (tys. osób)		491	506	637	806	943	1047	1121
	r./r.	-3%	51%	26%	27%	17%	11%	7%
Przychód per uczestnik (lub per wycieczka / PLN)*		3502	4591	5056	4956	4789	4909	5031
	r./r.	11%	25%	10%	-2%	-3%	2%	2%
Przychody ze sprzedaży imprez turystycznych (mln PLN)		1719	2323	3219	3992	4518	5141	5638
	r./r.	9%	88%	39%	24%	13%	14%	10%
Koszty per uczestnik (lub per wycieczka / PLN)		-3069	-4228	-4313	-4122	-4091	-4176	-4316
	r./r.		38%	2%	-4%	-1%	2%	3%
Zysk brutto na sprzedaży (mln PLN)		239	255	547	748	788	862	918
Marża brutto nas sprzedaży (%)		13.9%	11.0%	17.0%	18.7%	17.4%	16.8%	16.3%
	p.p. y/y	2.3%	-0.7%	6.0%	1.7%	-1.3%	-0.7%	-0.5%
	r./r.	31%	75%	115%	37%	5%	9%	7%

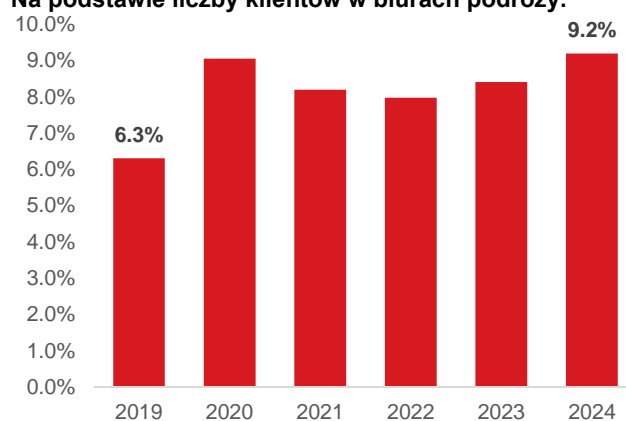
\* szacowane na dany rok, inne czynniki mogą oddziaływać na ceny per uczestnik m.in. zmiana struktury destynacji

**Liczba klientów (tysiące osób)**



Źródło: Pekao Equity Research, Spółka. \* Na podstawie liczby klientów w biurach podróży.

**Szacowany udział Rainbow Tours w rynku (%).  
Na podstawie liczby klientów w biurach podróży.**





## Wybrane czynniki ryzyka

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

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

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

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

**Agresja wojskowa Federacji Rosyjskiej na terytorium Ukrainy poczynając od 24 lutego 2022 r. i wywołany nią konflikt zbrojny.** Choć oferta produktowa realizowana przez Rainbow Tours na terytorium Rosji lub Ukrainy miała nieznaczny wolumen (głównie wycieczki objazdowe) i nie stanowiła istotnego udziału w realizowanej sprzedaży, konflikt ten może mieć negatywny wpływ na działalność i wyniki spółki. Utrzymujące się długookresowo lub średnioterminowo niekorzystne poziomy cen na rynku paliwowym mogą negatywnie wpływać na popyt i marże osiąganą przez spółkę. Dodatkowo, potencjalna destabilizacja i wzrost kursów na rynku walutowym, w tym w szczególności w odniesieniu do osłabienia złotego polskiego (PLN) w odniesieniu do walut rozliczeniowych: dolara amerykańskiego (USD) i euro (EUR), może negatywnie wpływać na wyniki.

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

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

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

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

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

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



<b>Rachunek zysków i strat (mln PLN)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>3293</b>	<b>4068</b>	<b>4648</b>	<b>5235</b>	<b>5754</b>	<b>6290</b>
Zysk brutto na sprzedaży	547	748	788	862	918	986
Koszty SG&A	-332	-384	-426	-480	-545	-611
Pozostała działalność operacyjna	0	-10	-10	-10	-10	-10
<b>EBITDA</b>	<b>237</b>	<b>376</b>	<b>382</b>	<b>405</b>	<b>400</b>	<b>404</b>
<b>EBIT</b>	<b>215</b>	<b>354</b>	<b>352</b>	<b>372</b>	<b>364</b>	<b>365</b>
Saldo na działalności finansowej	0	0	3	-6	-7	-7
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>215</b>	<b>354</b>	<b>355</b>	<b>366</b>	<b>357</b>	<b>358</b>
Podatek dochodowy	-42	-71	-67	-70	-68	-68
<b>Zysk netto jednostki dominującej</b>	<b>173</b>	<b>282</b>	<b>280</b>	<b>289</b>	<b>282</b>	<b>283</b>
<b>EPS (PLN)</b>	<b>11.9</b>	<b>19.4</b>	<b>19.3</b>	<b>19.9</b>	<b>19.4</b>	<b>19.4</b>
<b>Bilans (mln PLN)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>642</b>	<b>787</b>	<b>948</b>	<b>1007</b>	<b>1057</b>	<b>1108</b>
Środki pieniężne i ekwiwalenty	276	288	328	330	330	330
Pozostałe	367	499	620	676	726	778
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>341</b>	<b>513</b>	<b>567</b>	<b>618</b>	<b>666</b>	<b>711</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	203	260	314	365	414	459
Pozostałe	138	253	253	253	253	253
<b>Aktywa (razem)</b>	<b>983</b>	<b>1299</b>	<b>1515</b>	<b>1625</b>	<b>1723</b>	<b>1819</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>207</b>	<b>407</b>	<b>562</b>	<b>621</b>	<b>673</b>	<b>699</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>134</b>	<b>98</b>	<b>98</b>	<b>107</b>	<b>109</b>	<b>109</b>
Kredyty bankowe i pożyczki MSR	21	5	14	16	16	16
Pozostałe	113	93	83	92	93	93
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>659</b>	<b>750</b>	<b>802</b>	<b>851</b>	<b>897</b>	<b>968</b>
Kredyty bankowe i pożyczki	19	27	13	14	14	14
Pozostałe	640	723	789	837	883	954
<b>Kapitał własny i zobowiązania (razem)</b>	<b>983</b>	<b>1 299</b>	<b>1 515</b>	<b>1 625</b>	<b>1 723</b>	<b>1 819</b>
Dług netto MSR17	-236	-256	-300	-300	-300	-300
Dług netto ex Lease	-207	-194	-239	-239	-239	-239
<b>Przepływy pieniężne (mln PLN)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Zysk netto	173	282	280	289	282	283
Amortyzacja	19	22	22	22	30	33
Pozostałe (włączając kapitał obrotowy)	64	-41	-47	3	2	25
<b>Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej</b>	<b>256</b>	<b>263</b>	<b>255</b>	<b>314</b>	<b>314</b>	<b>341</b>
Nakłady inwestycyjne	-35	-102	-70	-70	-70	-70
Pozostałe	-16	20	0	0	0	0
<b>Przepływy pieniężne z działalności</b>	<b>-19</b>	<b>-82</b>	<b>-70</b>	<b>-70</b>	<b>-70</b>	<b>-70</b>
Dywidenda	-19	-128	-126	-230	-230	-257
Pozostałe	-85	-40	-18	-11	-14	-14
<b>Przepływy pieniężne z działalności finansowej</b>	<b>-104</b>	<b>-169</b>	<b>-145</b>	<b>-242</b>	<b>-244</b>	<b>-271</b>
Przepływy pieniężne netto	133	12	40	3	0	0
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>276</b>	<b>288</b>	<b>328</b>	<b>330</b>	<b>330</b>	<b>330</b>
DPS (PLN)	1.29	8.83	8.67	15.84	15.79	17.65
<b>Zmiana rdr</b>						
Przychody ze sprzedaży	38%	24%	14%	13%	10%	9%
EBITDA	-	-	2%	6%	-1%	1%
EBIT	-	64%	0%	6%	-2%	0%
Zysk netto	-	63%	-1%	3%	-3%	0%
EPS	-	63%	-1%	3%	-3%	0%
<b>Wskaźniki rentowności</b>						
<b>Marża brutto na sprzedaży</b>	<b>16.6%</b>	<b>18.4%</b>	<b>17.0%</b>	<b>16.5%</b>	<b>16.0%</b>	<b>15.7%</b>
Marża EBIT	7%	8.7%	7.6%	7.1%	6.3%	5.8%
Marża netto	5%	6.9%	6.0%	5.5%	4.9%	4.5%
<b>ROE</b>	<b>17%</b>	<b>20%</b>	<b>92%</b>	<b>92%</b>	<b>58%</b>	<b>49%</b>
<b>Wskaźniki</b>						
BVPS (PLN)	14.2	28.0	38.6	42.6	46.2	48.0
Dług netto/EBITDA	-	-	-	-	-	-
Dług brutto/Kapitał własny	19%	8%	5%	5%	4%	4%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research



Key Data	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Revenue	1279	2393	3293	4068	4648	5235	5754
Gross Margin %	11.4%	10.6%	16.6%	18.4%	17.0%	16.5%	16.0%
EBIT	20	33	215	354	352	372	364
EBITDA	39	54	237	376	382	405	400
Net income Adj+	17	21	173	282	280	289	282
EPS adjusted	1	1	12	19	19	20	19
BPS	7	8	14	28	39	43	46
DPS	1.5	1.3	8.8	8.7	15.8	15.8	17.7
ROE	17%	20%	108%	92%	58%	49%	44%
ROA	13%	15%	16%	19%	19%	19%	18%
Net Debt	28	0	-207	-194	-239	-239	-239
Depreciation & Amortization	19	22	22	22	30	33	36
Free Cash Flow	90	44	213	151	171	230	230
CAPEX	-44	-26	-35	-102	-70	-70	-70

Source: Bloomberg, Pekao Equity Research



NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ UKOŃCZONY W DNIU 12 MAJ 2025 O GODZ. 17:40 CET.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ OPUBLIKOWANY W DNIU 12 MAJ 2025 O GODZ. 17:50 CET.

PRZED PUBLIKACJĄ TREŚĆ RAPORTU NIE BYŁA UDOSTĘPNIANA ŻADNEMU Z PODMIOTÓW, KTÓRYCH DOTYCZY

## ZASTRZEŻENIA PRAWNE

### ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA PUBLIKACJĘ:

Biuro Maklerskie Pekao (BM) jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Polska Kasa Opieki S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa, Polska. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa, jest wpisany do rejestru przedsiębiorców w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, KRS: 0000014843, NIP: 526-00-06- 841, REGON: 000010205, kapitał zakładowy (opłacony w całości) w wysokości: 262 470 034 zł.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością BM jest Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa, Polska. BM podlega regulacjom Komisji Nadzoru Finansowego, a także niektórych innych organów regulacyjnych w Unii Europejskiej.

Niniejsza analiza inwestycyjna („Raport”) została przygotowana przez BM w ramach **Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.** („Program”). Informacje dotyczące Programu dostępne są pod adresem <https://www.gpw.pl/gpwpa>. Prawa autorskie do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Z tytułu sporządzenia Raportu BM będzie przysługiwało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na zasadach wskazanych w umowie zawartej pomiędzy BM a Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Niniejsza analiza inwestycyjna jest publiczna, nie jest ogólną poradą inwestycyjną, ani rekomendacją inwestycyjną świadczoną w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego, ani częścią usługi zarządzania portfelem instrumentów finansowych. BM, w związku z wydaniem analizy inwestycyjnej, nie ustala profilu inwestycyjnego Klienta, w tym nie weryfikuje jego wiedzy i doświadczenia, jego sytuacji finansowej i celów inwestycyjnych ani nie dokonuje oceny odpowiedniości usługi.

Analiza inwestycji opiera się na informacjach uzyskanych z publicznych źródeł informacji, które uważamy za wiarygodne, ale za ich kompletność i dokładność nie ponosimy żadnej odpowiedzialności. Wszystkie szacunki, projekcje, prognozy i opinie zawarte w niniejszej analizie inwestycyjnej stanowią niezależny osąd analityków na dzień publikacji. Zastrzegamy sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym momencie bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do nieaktualizowania tych informacji lub całkowitego zaprzestania ich udostępniania bez uprzedzenia.

Niniejsza analiza inwestycyjna służy wyłącznie do celów informacyjnych i nie stanowi części oferty kupna, sprzedaży lub subskrypcji jakiegokolwiek instrumentu finansowego na jakimkolwiek rynku finansowym. Nie stanowi też reklamy.

BM nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie analizy inwestycyjnej. Analiza inwestycyjna nie daje jakiegokolwiek gwarancji, że dana strategia, czy projekcja cenowa jest właściwa dla konkretnego Klienta, a korzystając z niej nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych niż przedstawione czynniki ryzyka. Omawiane instrumenty finansowe mogą podlegać wahaniom pod względem ceny lub wartości. Inwestorzy mogą odzyskać mniej, niż zainwestowali. Zmiany kursów walutowych mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Ponadto wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Ryzyko związane z inwestycją w omawiany instrument finansowy nie zostało w całości wyjaśnione w niniejszym dokumencie. Korzystanie z usług BM wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, szczegółowo opisanym na stronie internetowej [www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie](http://www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie)

### INFORMACJE DOTYCZĄCE REKOMENDACJI:

Niniejsza analiza inwestycyjna ma charakter rekomendacji o charakterze ogólnym.

Niniejsza rekomendacja jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia UE 2017/565 i została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych.

Wykaz wszystkich rekomendacji inwestycyjnych wydanych przez BM w okresie ostatnich 12 miesięcy, informacja o odsetku wszystkich rekomendacji inwestycyjnych stanowiących rekomendacje „kup”, „trzymaj”, „sprzedaj” lub równoważne z okresu ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie rekomendacji, które można przypisać każdej z powyższych kategorii, znajduje się pod adresem: [www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/ratings](http://www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/ratings)

Niniejszy dokument nie może być rozpowszechniany w Australii, Kanadzie, Japonii lub Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii ani na obszarze żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie właściwych przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

#### UJAWNIEŃ W OBRĘBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW:

Obecne potencjalne konflikty interesów dotyczą następujących emitentów (patrz definicja kluczy poniżej):

AB S.A. 3; Allegro 3; Arctic Paper S.A. 3; Astarta S.A. 3; Budimex S.A. 3; CD Projekt 3; Cyfrowy Polsat 3; Dino Polska 3; GPW S.A. 3; JSW 3; KGHM 3; Grupa Kęty S.A. 3; Kruk S.A.3 ; LPP S.A. 3; Orange Polska 3; PGE 3; Pepco Group 3; PKN Orlen 3; PKO BP 3; Santander Bank Polska 3;

#### Słownik:

Klucz 1: Emitent posiada co najmniej 5% kapitału zakładowego Banku Pekao S.A.

Klucz 2: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy była głównym managerem lub co-lead managerem (gwarantem lub współgwarantem) w ciągu ostatnich 12 miesięcy publicznej oferty instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 3: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w zakresie instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 4: Analizowana firma oraz BM i/lub powiązana z nimi osoba prawna zawarły umowę świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych.

Klucz 5: Analityk lub osoba z nim powiązana zasiada w radzie nadzorczej / zarządzie emitenta.

Klucz 6: BM posiada pozycję długą netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Klucz 7: BM posiada pozycję krótką netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Analitycy mogą odnosić się do jednej lub kilku firm w swoich analizach. W niektórych przypadkach analizowani emitenci aktywnie dostarczali informacji do tej analizy. Analiza inwestycyjna nie została ujawniona żadnemu emitentowi papierów wartościowych przez datą jej pierwszej publikacji.

Wynagrodzenie BM lub osób pracujących dla BM, które brały udział w sporządzaniu rekomendacji, nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami w zakresie usług BM określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub innego rodzaju transakcjami, które wykonuje BM lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy, lub nie jest związane z opłatami i prowizjami, które otrzymuje BM lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy.

Informacja o posiadaniu instrumentów finansowych lub ich instrumentów pochodnych przez osoby uczestniczące w procesie sporządzania rekomendacji inwestycyjnych lub informacja, że osoba rekomendująca nie posiada takich instrumentów:

Imię i nazwisko	Stanowisko	Instrument	Liczba akcji	Pozycja (długa/krótka)	Średnia cena transakcji	Daty transakcji
Dariusz Dziubiński	Ekspert, Analityk	Rainbow Tours	0	-	-	-

BM i/lub inna osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy kapitałowej może regularnie handlować akcjami analizowanej spółki. BM i/lub inne powiązane z nim osoby prawne mogą posiadać otwarte pozycje o znacznej wartości na akcjach analizowanej spółki lub na instrumentach pochodnych takich akcji. Bank i inne osoby prawne z Grupy Pekao mogły udzielić analizowanej spółce znacznych kredytów. BM i/lub inne powiązane osoby prawne mogą mieć znaczący interes finansowy związany z analizowaną spółką lub mogą mieć taki interes w dowolnym momencie w przyszłości. W związku z tym, że BM i/lub każda z powiązana z nim osoba prawna są uprawnieni, z zastrzeżeniem obowiązującego prawa, do dokonywania takich czynności w dowolnym momencie w przyszłości, które mogą prowadzić do zaistnienia znaczącego interesu finansowego, do celów niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub jakakolwiek powiązana osoba prawna faktycznie wykona takie działania, które mogą doprowadzić do zaistnienia znaczącego interesu finansowego w odniesieniu do analizowanej spółki.

Analizowana spółka i BM i/lub jakakolwiek osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy mogły zawrzeć umowę dotyczącą świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady

2014/65/UE w ciągu ostatnich 12 miesięcy, w zamian za co BM i/lub taka osoba prawna będąca częścią tej samej grupy otrzymała wynagrodzenie, przyrzeczenie zapłaty lub zamierza to uczynić. W związku z tym, że BM i/lub każda osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy jest uprawniona do zawarcia, zgodnie z obowiązującym prawem, umowy o świadczenie usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B Załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z analizowaną spółką w dowolnym momencie w przyszłości i mogą otrzymać wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty, na potrzeby niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub każda osoba prawna należąca do tej samej grupy faktycznie zawrze takie umowy i faktycznie otrzyma takie wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty.

Aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić, BM i/lub inna osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy ustaliła bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez dział zgodności. Powstające konflikty interesów są zarządzane przez bariery prawne i fizyczne oraz niefizyczne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednym obszarem / działem BM i/lub innymi powiązanymi z nimi osobami prawnymi. W szczególności jednostki bankowości inwestycyjnej, w tym finansów przedsiębiorstw, działalność na rynku kapitałowym, doradztwo finansowe i inne działania związane z pozyskiwaniem kapitału, są oddzielone fizycznymi i niefizycznymi barierami od jednostek sprzedażowych, a także od działu analiz inwestycyjnych. Ujawnienia znanych i potencjalnych konfliktów interesów są zamieszczane w analizach inwestycyjnych. Analitycy są na bieżąco nadzorowani i zarządzani przez osoby, które nie są odpowiedzialne za działalność w zakresie bankowości inwestycyjnej, w tym za działalność w zakresie finansów przedsiębiorstw lub inną działalność związaną z oferowaniem papierów wartościowych.

#### **METODY STOSOWANE DO FORMUŁOWANIA ZALECEŃ INWESTYCYJNYCH:**

Nasze wyceny przedsiębiorstw oparte są na dwóch metodach wyceny, wybranych spośród następujących: model dyskontowy, model oparty na analizie porównawczej lub metoda wyceny wartości aktywów.

**Modele dyskontowe** charakteryzują się jednoczesnym i kompleksowym uwzględnianiem kluczowych determinant wartości wewnętrznej, np. operacyjne przepływy pieniężne, nakłady inwestycyjne, koszt kapitału (WACC). Są teoretycznie atrakcyjne i zapewniają bezpośrednie obliczenie wartości przedsiębiorstwa. Jednak wyceny modeli dyskontowych są bardzo wrażliwe na zmiany założeń, szczególnie stopy wolnej od ryzyka i końcowej stopy wzrostu. Ponadto prognozy nie są pewne - nieprzewidziane przyszłe zdarzenia mogą spowodować, że prognozy dochodów lub zysków będą nieaktualne.

**Analiza porównawcza** oparta jest na analizie mnożników wyceny danego przedsiębiorstwa względem innych podobnych przedsiębiorstw z branży. Wśród mocnych stron modeli mnożników możemy wyróżnić ich prostotę, ponieważ są one łatwe do obliczenia i zrozumienia. Ponadto do wyceny wybierane są tylko kluczowe statystyki dla inwestorów. Z drugiej strony mnożniki oparte są na danych historycznych lub prognozach krótkoterminowych. Wyceny oparte o mnożniki nie będą zatem w stanie uchwycić różnic w przewidywanej wydajności w dłuższej perspektywie. Ponadto może być problematyczne wybranie odpowiedniej grupy porównawczej.

**Metody oparte o wyceny wartości aktywów** mogą być stosowane, nawet jeśli firma ma krótki rejestr zysków lub jej przyszłe istnienie jest niepewne. Określenie wartości rynkowej niektórych aktywów, zwłaszcza wartości niematerialnych, może być jednak trudne. Ponadto modele oparte na aktywach nie uwzględniają przyszłych zmian wyników finansowych ani nie zawierają pozycji pozabilansowych, takich jak know-how.

Zalecenia inwestycyjne dotyczą generalnie horyzontu 12-miesięcznego. Jednak podlegają one również warunkom rynkowym i mogą stanowić jedynie wskazówkę. W rzeczywistości ceny docelowe mogą być osiągane szybciej lub wolniej niż oczekiwano lub wymagać korekty w górę lub w dół. W tabelach i na wykresach w całym niniejszym raporcie lata oznaczamy literą „E” w celu wskazania, że przedstawione liczby są prognozami i szacunkami.

#### **Definicje oznaczeń (zaleceń) zawartych w rekomendacjach fundamentalnych:**

Obecnie używamy trzypoziomowego systemu rekomendacji dla akcji objętych naszym pokryciem analitycznym: Kup, Trzymaj lub Sprzedaj (definicje poniżej):

Zalecenie **Kupuj** stosujemy wtedy się, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy jest wyższy niż 15%.

Zalecenie **Trzymaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy mieści się w zakresie od 0% do 15%.

Zalecenie **Sprzedaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy jest ujemny.

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:

**Zastrzeżone:** rating i / lub prognozy finansowe i / lub cena docelowa nie są ujawniane ze względu na względy regulacyjne, takie jak okres zamknięty lub konflikt interesów.

**W okresie przejściowym:** Ze względu na zmiany w zespole analitycznym wydawanie zaleceń dot. akcji i/lub ceny docelowej jest czasowo zawieszone. Spółka pozostaje w uniwersum analitycznym, a opracowania analityczne zostaną wznowione w odpowiednim czasie.

**W trakcie przeglądu:** rekomendacja inwestycyjna i/lub prognozy finansowe i/lub cena docelowa są w tej chwili poddawane przeglądowi przez analityka i nie należy polegać na poprzedniej rekomendacji i/lub prognozach finansowych i/lub cenie docelowej.

**Brak ocen:** nie wydajemy zaleceń dotyczących danej spółki i nie planujemy ich wydawać w dającej się przewidzieć przyszłości.

#### WYJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ STOSOWANEJ W OPRACOWANIU:

C/Z lub P/E – wskaźnik „Cena/Zysk” lub „Price/Earnings” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do wyniku netto emitenta instrumentu finansowego.

C/WK lub P/B – wskaźnik „Cena/Wartość Księgowa” lub „Price/Book Value” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do bilansowej wartości księgowej kapitałów własnych przedsiębiorstwa.

EPS – „Earnings per Share”, czyli zysk netto na jedną akcję.

BVPS – „Book Value per Share”, czyli wartość księgowa na jedną akcję.

FWD – „Forward” - oznacza wskaźnik (np. C/Z) wyliczany na podstawie oczekiwanych wyników.

DPS – „Dividend per Share”, tj. dywidenda na akcję.

DY – „Dividend Yield”, tj. Stopa dywidendy, wskaźnik liczony jako dywidenda na akcję podzielona przez aktualną cenę akcji.

EBIT – „Earnings Before Interest and Taxes” to wynik operacyjny emitenta instrumentu finansowego.

EBITDA - „Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji.

EV/EBITDA – „Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to kapitalizacja giełdowa spółki (Cena x liczba akcji) powiększona o wartość długu finansowego netto oraz wartość udziałów akcjonariuszy mniejszościowych podzielona przez wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji aktywów spółki.

NWZA – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy