

Raport aktualizujący

Turystyka

Polska

18 Czerwiec 2025

Rainbow Tours

„Przystępność cenowa” zagranicznych wycieczek przy słabszym popycie?

Pogorszenie i słabe dynamika zysków operacyjnych przy atrakcyjnym poziomie wskaźników wyceny w perspektywie średnio- i długoterminowej (P/E'25e: 7,3x). Ze względu na nieznaczne pogorszenie warunków rynkowych obniżamy prognozę zysku netto do 256 mln PLN (-9% r/r) z 280 mln PLN. Według danych dotyczących sprzedaży za kwiecień (skorygowanych / +8% r/r) sytuacja rynkowa wskazuje na osłabienie popytu w porównaniu z poprzednimi kwartałami, a wzrost liczby pasażerów w okresie letnim może być niższy od danych dotyczących przedsprzedaży (+10% r/r). Obecnie ceny wycieczek odnotowują niewielki spadek o -1% r/r, który może się zwiększyć, gdy sektor zwiększy sprzedaż dzięki ofertom last minute. Połączenie tych czynników powinno spowodować spadek dynamiki wzrostu przychodów do +5% r/r w 2-3Q25e. W związku z tym obniżamy nasze założenie dotyczące wzrostu liczby pasażerów w tym roku do +9% r/r (+74 tys. r/r) w porównaniu z +17% r/r (+140 tys. r/r) poprzednio, przy niezmienionej trajektorii zmian cen wycieczek, tj. -2% r/r. Zmiany te odzwierciedlają stosunkowo słabszy popyt w okresie letnim bieżącego roku. Podsumowując, chociaż uważaliśmy, że poprzedni scenariusz prognozy był konserwatywny, wzrost liczby pasażerów w bieżącym roku powinien być niższy od oczekiwanego. Naszym zdaniem perspektywy średnio- i długoterminowe dla spółki pozostają korzystne, chociaż bieżący rok będzie słabszy w ujęciu r/r, przy dalszym wzroście skali działalności. Większość głównych czynników rynkowych powinna mieć pozytywny wpływ na wzrost zarówno rynku turystycznego, jak i spółki. Ponadto, jeśli ceny wycieczek ponownie spadną w tym roku, wycieczki zagraniczne staną się bardziej przystępne cenowo w stosunku do dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych.

Marża brutto. Perspektywy rynkowe dla marży brutto pozostają negatywne w ujęciu rok do roku od 2Q25, choć spadają z bardzo wysokiego poziomu w latach 2023–2024. **Pomimo korzystnych warunków kosztowych i walutowych spodziewamy się spadku marży brutto do 16,9% w tym roku (-1,6 pp r/r / +3,1 pp w porównaniu z 2019 r.). W 1Q25 marża brutto wzrosła o +0,6 pp r/r, ale spodziewamy się spadku o -2,1 pp r/r w 2-4Q25e.** 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 wzmocnieniu, jeśli oferty biur podróży przewyższą wzrost popytu, który choć może być dość dobry, nadal może być niewystarczający w stosunku do 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 cen, może to nie mieć tak pozytywnego wpływu na marżę, jak w poprzednich latach.

Słabszy popyt i negatywne trendy w marży brutto powinny negatywnie wpłynąć na dynamikę zysków w II-III kw. 2025 r. Oczekujemy, że EBITDA spadnie o około -20% r/r w II-III kw. 2025 r. W związku z tym trendy w wynikach powinny ulec znacznej zmianie w porównaniu z poprzednimi kwartałami. **Tak więc, chociaż dynamika wyników w nadchodzących kwartałach wygląda na słabszą niż w poprzednich kwartałach, uważamy, że wskaźniki wyceny są atrakcyjne w perspektywie średnio- i długoterminowej, biorąc pod uwagę perspektywę wzrostu rynku turystycznego i pozycję rynkową spółki.** Ponadto ostatnie przejęcie wskazuje, że spółka planuje ekspansję poza rynek krajowy, a wpływ przejęć i rozbudowy sieci hotelowej powinien być widoczny w nadchodzących latach. Obecnie nie uwzględniamy rumuńskiej spółki w naszych prognozach. **Zostanie to zrobione po sfinalizowaniu umowy przejęcia.**

Biorąc pod uwagę obecną sytuację rynkową i dane operacyjne spółki, obniżamy nasze prognozy finansowe. W kolejnych latach model zakłada, że znormalizowana marża netto może wynieść około 4,4% (poprzednio 4,7%). **Z tych powodów podtrzymujemy rekomendację KUPUJ, obniżając jednocześnie 12-miesięczną cenę docelową do 210 PLN/akcję (-9%).**

mln PLN	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Sprzedaż	3293	4068	4418	4950	5415	5920
EBITDA IFRS 16	237	376	345	362	354	356
EBITDA IAS 17	227	365	331	348	340	342
EBIT	215	354	315	329	318	317
Zysk netto	173	282	256	260	250	250
EPS	11.9	19.4	17.6	17.9	17.2	17.2
FCF (%)	44%	11%	7.4%	10.7%	10.6%	11.9%
DY (%)*	0.0	6.9%	6.0%	10.7%	10.6%	11.9%
P/E	2.8	4.8	7.3	7.2	7.5	7.5
EV/EBITDA	1.1	3.0	4.8	4.6	4.7	4.6

NB: Historical multiples based on avg. prices. Source: Company, Pekao Equity Office

Kupuj

(rekomendacja podtrzymana)

Cena docelowa

210 PLN

Potencjał wzrostu

63%

Cena na 17 Czerwiec 2025

128.6 PLN

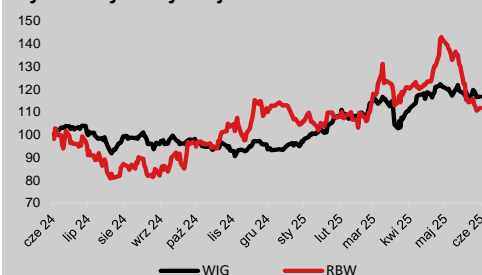
ESG rating

C

Final ESG score

0.98

Wykres siły relatywnej vs. WIG



WYDARZENIA KORPORACYJNE

25 Wrzesień 2025

2Q Results

27 Listopad 2025

3Q Results

INFORMACJE OGÓLNE

Reuters/Bloomberg

RBW.WA/RBW PW

Akcje w wolnym obrocie (%)

61.8

Kapitalizacja (mln zł)

1871

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



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

Ze względu na nieznaczne pogorszenie warunków rynkowych obniżamy prognozę zysku netto do 256 mln PLN (-9% r/r) z 280 mln PLN. Ponadto pragniemy zaznaczyć, że poziom oczekiwanego zysku netto w 2025 r. nadal pozostaje powyżej ubiegłorocznych założeń. Według danych dotyczących sprzedaży za kwiecień (skorygowanych / +8% r/r) sytuacja rynkowa wskazuje na osłabienie popytu w porównaniu z poprzednimi kwartałami, a wzrost liczby pasażerów w okresie letnim może być niższy od najnowszych danych dotyczących przedsprzedaży (+10% r/r). Obecnie ceny wycieczek odnotowują niewielki spadek o -1% r/r, który może się zwiększyć, gdy sektor zwiększy sprzedaż dzięki ofertom last minute. Połączenie tych czynników powinno spowodować spadek wzrostu przychodów do +5% r/r w II-III kw. 2025 r. **W związku z tym obniżamy nasze założenie dotyczące wzrostu liczby pasażerów w tym roku do +9% r/r w porównaniu z poprzednim +17% r/r, przy niezmienionej trajektorii zmian cen wycieczek, tj. -2% r/r.** Zmiany te odzwierciedlają stosunkowo słabszy popyt w okresie letnim bieżącego roku. Podsumowując, chociaż uważaliśmy, że poprzedni scenariusz prognozy był konserwatywny, wzrost liczby pasażerów w bieżącym roku powinien być niższy niż przewidywano. Naszym zdaniem perspektywy średnio- i długoterminowe dla spółki pozostają korzystne, chociaż bieżący rok będzie słabszy w ujęciu r/r, przy dalszym wzroście skali działalności. Większość głównych czynników rynkowych powinna mieć pozytywny wpływ na wzrost zarówno rynku turystycznego, jak i spółki. Należy zauważyć, że poziom realnych dochodów rozporządzalnych wykazuje dalszy wzrost, 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. Wszystkie te czynniki powinny przyczynić się do wzrostu rynku przewyższającego wzrost PKB (nominalny) i potwierdzić założenie o CAGR na poziomie +7% r/r (wobec +8-9% poprzednio). **Ponadto, jeśli ceny wycieczek ponownie spadną w tym roku, wycieczki zagraniczne staną się bardziej dostępne pod względem relacji do dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych.**

Marża brutto. Perspektywy rynkowe dla marży brutto pozostają negatywne w ujęciu rok do roku od II kw. 2025 r., choć spadają z bardzo wysokiego poziomu w latach 2023-2024. Pomimo korzystnych warunków kosztowych i walutowych, spodziewamy się spadku marży brutto do 16,9% (-1,6 pp r/r) w tym roku. **W pierwszym kwartale 2025 r. marża brutto wzrosła o +0,6 pp r/r, ale spodziewamy się spadku o -2,1 pp r/r w latach 2025-2027.** 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 wzmocnieniu, jeśli oferty biur podróży przewyższą wzrost popytu, który choć może być dość dobry, może nadal być niewystarczający w stosunku do 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 2025 r.), może to nie mieć tak pozytywnego wpływu na marże, jak w poprzednich latach.

- **PAX w 2025 r.:** ~881 tys. klientów (+9% r/r / nominalnie +76 tys. w porównaniu z +170 tys. w 2024 r.).
- **Przychody na wycieczkę:** -2% 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)



Rainbow Tours: zmiana prognoz finansowych

młn PLN	2025P			2026P			2027P		
	Obecnie	Poprzednio	Różnica (%)	Obecnie	Poprzednio	Różnica (%)	Obecnie	Poprzednio	Różnica (%)
Przychody ze sprzedaży	4418	4648	-5%	4950	5235	-5%	5415	5754	-6%
Zysk brutto na sprzedaży	742	788	-6%	806	862	-6%	855	918	-7%
Koszty SG&A	-417	-426	-2%	-467	-480	-3%	-527	-545	-3%
Zysk netto na sprzedaży	325	362	-10%	339	382	-11%	328	373	-12%
EBITDA	345	382	-10%	362	405	-11%	354	400	-12%
EBIT	315	352	-11%	329	372	-11%	318	364	-13%
Zysk netto	256	280	-9%	260	289	-10%	250	282	-11%
MBnS (%)	16.8%	17.0%	-0.2%	16.3%	16.5%	-0.2%	15.8%	16.0%	-0.2%
Marża EBITDA (%)	7.8%	8.2%	-0.4%	7.3%	7.7%	-0.4%	6.5%	7.0%	-0.4%
Marża EBIT (%)	7.1%	7.6%	-0.4%	6.7%	7.1%	-0.5%	5.9%	6.3%	-0.5%
Marża netto (%)	5.8%	6.0%	-0.2%	5.3%	5.5%	-0.3%	4.6%	4.9%	-0.3%

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	210.0	100%	-9%
12M Wycena porównawcza	153.5	0%	-11%
12M cena docelowa	210.0		-9%
Obecna cena	128.6		
Potencjał zmiany względem aktualnej ceny (%)	63%		

Źródło: Pekao Equity Research

Wycena DCF

Obniżamy naszą 12-miesięczną prognozę ceny akcji Rainbow Tours z 230 PLN do 210 PLN za akcję. Jest to spowodowane głównie niższymi prognozami zysków na ten rok i kolejne lata. **Głównym czynnikiem było spowolnienie tempa wzrostu liczby pasażerów w tym roku (+9% r/r w porównaniu z +17% r/r w ostatnim raporcie).** W naszym modelu stosujemy średni ważony koszt kapitału (WACC) na lata 2025-30e przy następujących założeniach:

1. Stopa wolna od ryzyka (10Y POL): 5,55% (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:

- Założono niższy wzrost liczby klientów w latach 2025–2027 oraz w kolejnych latach.
- Marża EBIT wartości końcowej pozostała na niezmiennym poziomie 3,3%.
- WACC na poziomie 11,6% (bez zmian) i 9,0% w wartości końcowej (bez zmian).
- Utrzymanie g na poziomie 3% (bez zmian).

Wskaźniki wyceny przy cenie docelowej (210 PLN):

PLN mn	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
FCF yield (%)	43.6%	11.1%	4.5%	6.6%	6.5%	
P/E	2.8	4.8	12.0	11.7	12.2	
12M					11.8	
EV/EBITDA ex Lease	1.1	3.0	8.5	8.0	8.2	
12M					8.0	
ROIC (%)	99%	178%	123%	91%	74%	
ROE (%)	108%	92%	53%	45%	39%	

Source: Company, Pekao Equity Research

Kalkulacja WACC

Kalkulacja WACC	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	Rok końcowy
Stopa wolna od ryzyka	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	4.0%
Premia za ryzyko rynkowe	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
ESG discount/premium	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt kapitału własnego	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	9.0%
Koszt długu	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	6.5%
Koszt długu po podatku	6.4%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	5.3%
Waga kapitału własnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
WACC	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	9.0%

Wycena DCF

(mln PLN)	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	Rok końcowy
Przychody	4418	4950	5415	5920	6408	6867	7073
EBIT	315	329	318	317	306	316	230
Podatek na EBIT	-63	-63	-60	-60	-58	-60	-44
NOPAT	252	267	258	257	248	256	186
Amortyzacja i odpisy	16	19	22	25	27	30	30
Zmiana kapitału obrotowego	64	8	5	-18	-18	-18	0
Nakłady inwestycyjne	-70	-70	-70	-70	-70	-70	-36
FCFF	134	207	205	230	223	234	180
Wzrost po okresie prognozy							3.0%
Wartość rezydualna							3 094
Stopa dyskonta	0.90	0.80	0.72	0.65	0.58	0.52	0.48
Zdyskontowane przepływy pieniężne na 31.12.2024	120	167	148	148	129	121	1 559
Wartość przedsiębiorstwa (EV) na 31.12.2024	2 393						
Udziały mniejszości	44						
Dług netto	-256						
Inne korekty	0						
Wartość kapitału własnego (31.12.2024)	2 605						
Liczba akcji (mln)	14.6						
12-miesięczna cena docelowa (PLN)	210						
Cena akcji na dzień 17.06.2025	129						
Potencjał zmiany względem aktualnej ceny	63%						

Wzrost przychodów	9%	12%	9%	9%	8%	7%	3.0%
Marża EBIT	7.1%	6.7%	5.9%	5.4%	4.8%	4.6%	3.3%
Stawka podatku	19.9%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Nakłady inwestycyjne/przychody	1.6%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	0.5%
Nakłady inwestycyjne/amortyzacja	450%	372%	320%	283%	255%	233%	120%

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

Wartość końcowa (g)/WACC	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
7.0%	210	221	235	252	273	300	336
8.0%	192	200	210	221	235	252	273
9.0%	179	185	192	200	210	221	235
10.0%	168	173	179	185	192	200	210
11.0%	160	164	168	173	179	185	192

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

Marża EBIT/WACC	1.3%	2.3%	3.3%	4.3%	5.3%	6.3%	7.3%
7.0%	153	213	273	333	393	453	513
8.0%	139	187	235	283	331	379	427
9.0%	130	170	210	250	290	330	370
10.0%	124	158	192	226	260	295	329
11.0%	119	149	179	209	238	268	298

Źródło: 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	TUI LN	5.5	4.8	4.4	2.3	2.0	2.0
On the Beach Group	OTB LN	14.0	11.6	10.0	6.8	5.2	4.0
Voyageurs du Monde	ALVDM FP	15.2	14.8	15.2	8.2	7.4	6.0
Helloworld Travel	HLO AU	8.5	7.5	7.0	1.9	1.7	1.3
Flight Centre Travel Group	FLT AU	12.7	10.7	9.2	4.9	4.4	3.6
Mediana		12.7	10.7	9.2	4.9	4.4	3.6
Rainbow Tours		7.3	7.2	7.5	4.8	4.6	4.7
Premia/dyskonto vs Mediana		-42%	-33%	-18%	-2%	4%	30%
Implikowana cena za akcję PLN		223.3	190.7	157.6	128.2	121.1	100.3
waga (%)		33%	33%	33%	33%	33%	33%
Implikowana ważona cena za akcję PLN		153.5					

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

Rainbow Tours: Konsensus rynkowy

PLN mn	2025p			2026p			2027p		
	Pekao	Cons.	Diff. (%)	Pekao	Cons.	Diff. (%)	Pekao	Cons.	Diff. (%)
Sprzedaż	4418	4640	-5%	4950	5170	-4%	5415	5 674	-5%
EBITDA	345	367	-6%	362	364	-1%	354	353	0%
EBIT	315	324	-3%	329	336	-2%	318	338	-6%
Zysk netto	256	270	-5%	260	263	-1%	250	252	-1%
marża EBITDA (%)	7.8%	7.8%	0.0%	7.3%	7.0%	0.4%	6.5%	6.1%	0.4%
marża EBIT (%)	7.1%	6.9%	0.3%	6.7%	6.4%	0.2%	5.9%	5.9%	0.0%
marża netto (%)	5.8%	5.7%	0.1%	5.3%	5.0%	0.2%	4.6%	4.4%	0.2%

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".

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

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



Ostatnie wydarzenia

Wyniki za pierwszy kwartał 2025 r.

Rainbow Tours: Wyniki kwartalne

mln PLN	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	r./r. kw./kw.	Pekao fcst	vs. Pekao fcst	consensus	vs. consensus
Przychody ze sprzedaży	721.6	885.8	1736.7	723.9	869.8	21% 20%	873.1	0%	836	4%
Zysk (strata) brutto na sprzedaży	120.7	166.7	345.0	115.2	151.0	25% 31%	159.1	-5%		
SG&A	-74.2	-92.4	-134.6	-82.6	-80.7	9% -2%	-86.0	-6%		
Zysk (strata) ze sprzedaży	46.5	74.2	210.4	32.6	70.3	51% 115%	73.1	-4%		
EBITDA	51.1	77.1	215.7	32.2	75.6	48% 135%	79.1	-4%	70.0	8%
EBIT	46.0	71.6	209.8	26.3	69.8	52% 165%	72.6	-4%	62.1	12%
Zysk netto	39.0	58.0	153.2	31.6	59.5	53% 88%	60.7	-2%	49.8	20%
Marże operacyjne										
Marża brutto na sprzedaży	16.7%	18.8%	19.9%	15.9%	17.4%	0.6%	18.2%			
zmiana w pp. r./r.	0.9%	1.6%	1.3%	3.9%	0.6%		1.5%			
SG&A %	-10.3%	-10.4%	-7.7%	-11.4%	-9.3%	1.0%	-9.8%			
zmiana w pp. r./r.	1.1%	0.4%	0.9%	0.1%	1.0%		0.4%			
marża zysk (strata) ze sprzedaży	6.4%	8.1%	12.1%	3.6%	8.0%	1.6%	8.3%			
zmiana w pp. r./r.	2.0%	2.0%	2.1%	2.8%	1.6%		1.9%			
Bilans i przepływy pieniężne										
Dług netto ex Leasing	-131	-256	-384	-256	-236					
ND / EBITDA ex Leasing	-	-	-	-	-					
OCF	-55	147	149	22	19					
OCF ex Leasing	-58	144	146	19	12					
CAPEX	-18	-21	-5	-58	-6					
FCF	-77	123	141	-39	7					
FCF LTM	240	414	300	149	232					
FCF LTM (% yield)	10.3%	17.8%	12.9%	6.4%	10.0%					
Wycena wskaźnikowa										
EV/EBITDA (TTM)	3.2	4.1	3.2	3.9	5.0					
PE (TTM)	4.9	6.5	5.9	6.2	7.4					

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

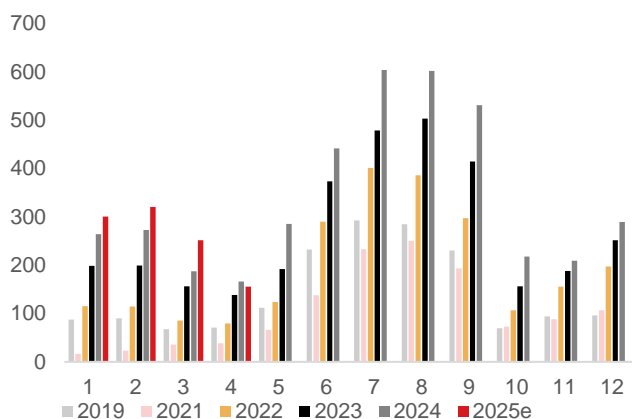
- Przychody ze sprzedaży: 870mln (+21% r/r),
- **Zysk brutto: 151 mln (+25% r/r),**
- Marża brutto: 14,4% (+0,6 pp. r/r),
- **Koszty sprzedaży, ogólne i administracyjne: -81 mln (+9% r/r). Wskaźnik kosztów sprzedaży, ogólnych i administracyjnych: -9,3% (+1,0 pp. r/r).**
- Zysk netto ze sprzedaży: 70 mln (+51% r/r),
- EBITDA: 76 mln (+48% r/r),
- Koszty finansowe: +2 mln vs +1 mln w zeszłym roku,
- OCF: +19 mln w porównaniu z -55 mln w ubiegłym roku,
- CAPEX: -6 mln w porównaniu z -18 mln w ubiegłym roku,
- Przychody przyszłych okresów: 394 mln (+7% r/r),
- Środki pieniężne netto (mln PLN): 236 mln,
- FCF (mln PLN): +7 mln i -77 mln w I kwartale. FCF LTM: 232 mln (rentowność FCF (%): 10%),
- Przedsprzedaż wycieczek turystycznych z oferty „Lato 2025” (wycieczki realizowane w miesiącach kwiecień-październik 2025 r.) od rozpoczęcia przedsprzedaży do 15 maja 2025 r. wyniosła 369 042 osoby (+9,8% r/r / +33 tys. r/r / w porównaniu z +75 tys. na koniec maja 2024 r.).
- **Komentarz do wyników za I kw. 2025 r.:** Przy obecnym poziomie wyceny nasze spojrzenie na wyniki jest neutralne. Wyniki przekroczyły oczekiwania rynku i były nieco poniżej naszych prognoz. W porównaniu z naszymi założeniami poprawa marży brutto w pierwszym kwartale 2025 r. była mniejsza niż oczekiwaliśmy (+0,6 pp. r/r w porównaniu z +1,5 pp. r/r nasze założenia). Jednak spółka nadal miała potencjał do poprawy marży o +0,6 pp r/r, a dzięki



wysokiej dyscyplinie kosztów sprzedaży, ogólnych i administracyjnych (+9% r/r) **ponownie udało się osiągnąć dodatni efekt dźwigni operacyjnej i poprawić marżę EBITDA o +1,6 pp r/r**. Wydaje się jednak, że 1Q25 może istotnie kontrybuować do wyników w 2025 w ujęciu nominalnym, **ale perspektywy na najbliższe kwartały nie są tak dobre**. Można odnotować powolny spadek cen wycieczek (-2% r/r), **co przy dobrej, ale spowalniającej dynamice wzrostu wolumenu, może oznaczać spowolnienie wzrostu przychodów w II-IIIQ i biorąc pod uwagę wysoką marżę brutto w ubiegłym roku, może to spowodować spadek wyników operacyjnych w ujęciu rok do roku**. **Podsumowując, uważamy, że nasze założenia z ostatniego raportu dotyczące wzrostu wolumenu i przychodów ze sprzedaży są obecnie nieco optymistyczne**. W kontekście średnio- i długoterminowego wzrostu pozytywnie oceniamy ostatnią ekspansję spółki na nowe rynki oraz rozbudowę bazy hotelowej. **Uważamy, że obecne wskaźniki wyceny są atrakcyjne w perspektywie średnioterminowej, ale dynamika wyników powinna ulec znacznej zmianie w 2-3Q**.

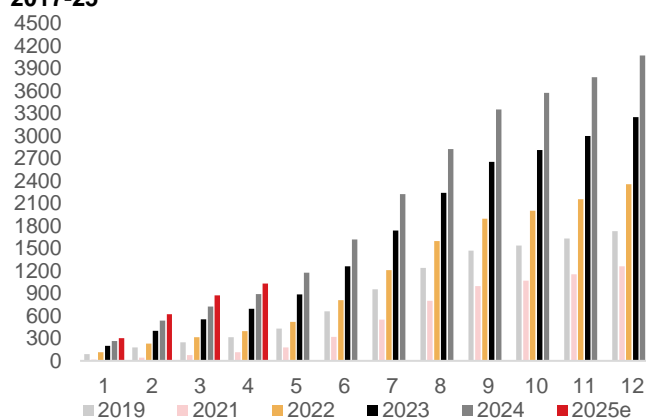
Dane miesięczne. Słabsze dane za IV kw. 2025 r. Oddzielnie: Przychody w IV kw. 2025 r. (w mln PLN): 166 mln (-6% r/r). Dane skorygowane w IV kw. 2025 r.: 177 mln (+6% r/r). Dane skorygowane w III kw. 2025 r.: 242 mln (+29% r/r w porównaniu z 34% r/r). Od początku roku: 1028 mln (+15% r/r). Dane porównywalne za kwiecień 2024 r. nie obejmują szacunków związanych z MSSF 15. Spadek wzrostu przychodów w kwietniu 2025 r. w porównaniu z kwietniem 2024 r. wynika z rozliczenia MSSF 15, tj. alokacji przychodów ze sprzedaży na koniec kwietnia 2025 r. **Komentarz:** Skorygowane wyniki są poniżej naszych założeń modelowych z ostatniego raportu (+6% r/r w porównaniu z +12% r/r). Na wyniki wpłynął termin rozpoznania przychodów z wycieczki zorganizowanej przez spółkę, co jest efektem widocznym od czerwca ubiegłego roku. Ogólnie rzecz biorąc, wzrost przychodów w kwietniu może wskazywać na to, co spółka może osiągnąć w II-III kw. 2025 r., a tempo wzrostu na poziomie +5-6% byłoby znacznie niższe od naszych założeń wynoszących +12% r/r w tych kwartałach. **Podsumowując, słabsza sprzedaż w ostatnich tygodniach może być bardziej widoczna w nadchodzących danych miesięcznych. Oceniamy to nieco negatywnie, ale naszym zdaniem obecne wskaźniki wyceny nie uwzględniają żadnej znaczącej poprawy wyników w tym roku.**

Przychody według miesięcy w latach 2017-25



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

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



Raport roczny (komentarz dotyczący trendów konsumenckich i wyników finansowych): Wydaje się, że większość trendów miała wpływ na wyniki w 2024 r. i powinna utrzymać się w latach 2025–2026. **Chociaż trendy będą pozytywne, oczekuje się, że tempo wzrostu PAX będzie znacznie niższe niż w latach 2023–2024**. Na poprawę nastrojów konsumentów 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).

Wstępna umowa dotycząca nabycia spółki na rynku rumuńskim. W dniu 15 maja 2025 r. spółka ogłosiła zawarcie wstępnej umowy dotyczącej nabycia spółki Paralela 45 Turism S.R. Wartość transakcji nabycia 70% udziałów w Paralela 45 Turism S.R.L. została wstępnie ustalona na około 8,2 mln EUR i może ulec zmianie w trakcie dalszej weryfikacji ksiąg rachunkowych Paralela 45 Turism S.R.L. Rainbow Tours planuje nabyć pozostałe 30% udziałów w Paralela 45 Turism S.R.L. w kilku etapach (w transzach po 10% udziałów w ciągu trzech lat), a nabycie pozostałych 30% udziałów zostanie zakończone w 2031 r. po zatwierdzeniu sprawozdania finansowego Paralela 45 Turism S.R.L. za rok obrotowy 2030, przy czym cena nabycia tych udziałów zostanie ustalona każdorazowo na podstawie wskaźników ekonomicznych i wyników finansowych spółki Paralela 45 Turism S.R.L. za lata obrotowe 2028-2030, w oparciu o „mechanizm earn-out” określony w Umowie wstępnej i potwierdzony w przyszłej umowie inwestycyjnej. Strony uzgodniły termin ostatecznego podpisania umowy nabycia udziałów do dnia 30 czerwca 2025 r., przy czym Transakcja zostanie zawarta pod warunkiem spełnienia warunków zawieszających, w szczególności uzyskania odpowiedniej formalnej zgody właściwego organu regulacyjnego, zgodnie z przepisami regulującymi bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Rumunii („Bezpośrednie inwestycje zagraniczne”) oraz dopełnienia innych standardowych formalności i czynności prawnych związanych ze zmianą własności udziałów w Paralela 45 Turism S.R.L., przy czym Rainbow Tours ogłosi spełnienie warunków zawieszających i zamknięcie transakcji w oddzielnym raporcie bieżącym. **Według dostępnych danych, w 2023 r. Paralela 45 osiągnęła przychody w wysokości 10,2 mln EUR (+15% r/r), a zysk netto wyniósł około 1,3 mln EUR.** Rumuńskie biuro Paralela 45 obsługuje ponad 100 000 klientów rocznie. Paralela 45 posiada sieć sprzedaży składającą się z 50 oddziałów w największych miastach Rumunii i zatrudnia 220 osób. **Na tym etapie nie uwzględniamy rumuńskiej spółki w naszych prognozach. Zostanie to zrobione po sfinalizowaniu umowy nabycia.**

Komentarz do informacji: Biorąc pod uwagę aktualną sytuację finansową spółki oraz jej pozycję na rynku polskim, pozytywnie oceniamy informację o przejęciu i wejściu na nowy rynek. Na tym etapie nie ma dalszych informacji na temat podmiotu ani jego planów, ale komentarze sugerują, że powody wejścia na rynek rumuński będą podobne do tych sygnalizowanych przez wiele spółek z sektora konsumenckiego przy podejmowaniu decyzji o ekspansji na ten rynek. Naszym zdaniem taka ekspansja na kolejny rynek w regionie CEE wzmacnia historię rozwoju spółki. Jest to kolejny czynnik po dalszym wzroście na rynku polskim, rozwoju segmentu hotelarskiego, a obecnie wspierany przez ekspansję zagraniczną. Wygląda to szczególnie



dobrze w świetle obecnych wskaźników wyceny i profilu FCF spółki. Ponadto jest to kolejna spółka z sektora o wysokim ROIC i silnym bilansie, która planuje dalsze przyspieszenie wzrostu na rynkach zagranicznych.

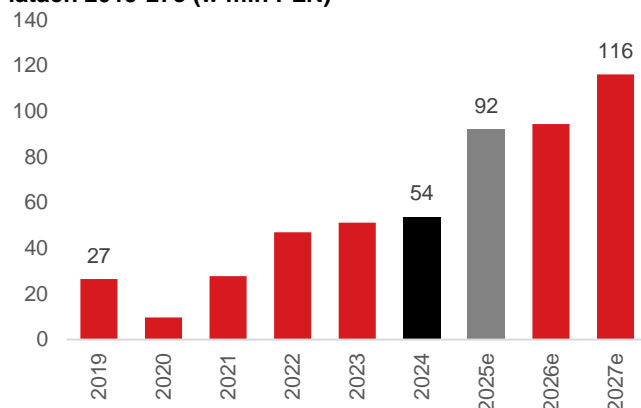
Dywidenda. Rainbow Tours zamierza wypłacić dywidendę w wysokości 11 PLN na akcję za rok 2024. Dywidendę łącznie wyniesie 160 mln PLN zysku osiągniętego w 2024 r., co dałoby łączną dywidendę na akcję w wysokości 11 PLN. Po wypłaceniu dywidendy zaliczkowej za 2024 r. w wysokości 3,33 PLN na akcję, **pozostała do wypłaty dywidenda z zysku netto za rok 2024 wyniesie 7,67 PLN na akcję.** W kolejnych latach zakładamy, że poziom dywidendy będzie zbliżony do poziomu FCF, a wskaźnik DPR wyniesie około 80-85%. Uwzględniając poziom kapitału własnego, plany CapEx oraz środki pieniężne w bilansie. **Oznacza to, że przy założonej trajektorii wyników finansowych, w najbliższych latach dywidenda w ujęciu procentowym wyniesie około 10-11%.**

Wypuk akcji własnych. Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy w dniu 17.12.2022 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.

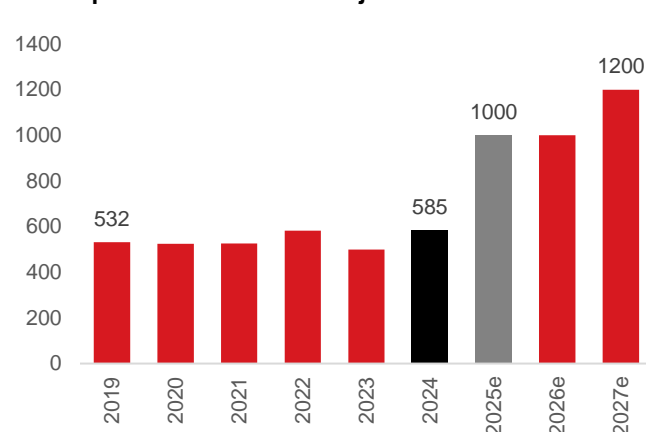
Segment hotelarski. W ubiegłym roku przychody w tym segmencie wyniosły 54 mln PLN (+5% r/r), a EBIT około 7,7 mln PLN (marża EBIT: 14,2%). W 2024 r. spółka dysponowała około 585 pokojami w sezonie (+17% r/r). W tym roku liczba pokoi ma znacznie wzrosnąć w wyniku niedawnego przejęcia i rozbudowy bazy 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 II kwartał 2025 r. W naszych prognozach zakładamy, że trajektoria wynikająca z trendów rynkowych powinna wykazać spowolnienie wzrostu przychodów przy presji na marże brutto. W związku z tym spodziewamy się wyraźnego pogorszenia dynamiki wyników spółki. Ponadto zakładamy, że koszty sprzedaży, ogólnego zarządu i administracyjne mogą rosnać nieco szybciej niż przychody.

- **Przychody (mln PLN):** 922 mln (+4% r/r).
- **Zysk brutto (mln PLN):** 151 mln (-10% r/r). **Marża brutto:** 16,3% (-2,5 pp. r/r).
- **Koszty sprzedaży, ogólnego zarządu i administracyjne (mln PLN):** 101 mln (+9% r/r).
- **Zysk netto ze sprzedaży (mln PLN):** 49 mln (-33% r/r).
- **Sytuacja finansowa (mln PLN):** +1 mln w porównaniu z +0 mln w ubiegłym roku.
- **Założenie: Marża brutto (%):** Słabszy wzrost liczby PAX przy niewielkiej presji na ceny w sektorze, w połączeniu z brakiem pozytywnego wpływu otoczenia walutowego i kosztowego w wyniku polityki zabezpieczeń w stosunku do zmian kursów walut i cen paliwa lotniczego (marzec-kwiecień 2025 r.).

mln PLN	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25p	r./r. kw./kw.	
Przychody ze sprzedaży	885.8	1736.7	723.9	869.8	921.8	4%	6%
Zysk (strata) brutto na sprzedaży	166.7	345.0	115.2	151.0	150.4	-10%	0%
SG&A	-92.4	-134.6	-82.6	-80.7	-101.0	9%	25%
Zysk (strata) ze sprzedaży	74.2	210.4	32.6	70.3	49.4	-33%	-30%
EBITDA	77.1	215.7	32.2	75.6	53.3	-31%	-30%
EBIT	71.6	209.8	26.3	69.8	46.8	-35%	-33%
Zysk netto	58.0	153.2	31.6	59.5	39.0	-33%	-35%
Marże operacyjne							
Marża brutto na sprzedaży	18.8%	19.9%	15.9%	17.4%	16.3%	-2.5%	
zmiana w pp. r./r.	1.6%	1.3%	3.9%	0.6%	-2.5%		
SG&A %	-10.4%	-7.7%	-11.4%	-9.3%	-11.0%	-0.5%	
zmiana w pp. r./r.	0.4%	0.9%	0.1%	1.0%	-0.5%		
marża zysk (strata) ze sprzedaży	8.1%	12.1%	3.6%	8.0%	5.1%	-3.0%	
zmiana w pp. r./r.	2.0%	2.1%	2.8%	1.6%	-3.0%		
Wycena wskaźnikowa							
EV/EBITDA (TTM)	2.5	2.9	3.4	3.7	5.3		
PE (TTM)	4.4	5.5	5.4	5.8	7.9		

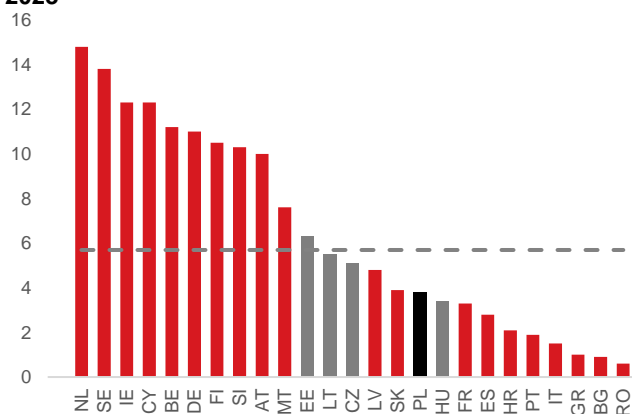
Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Teza inwestycyjna

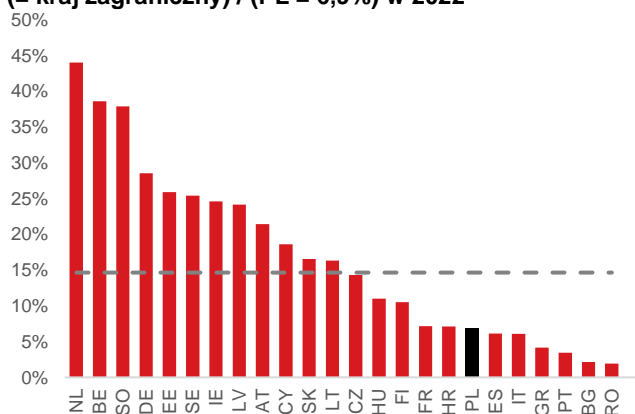
Struktura rynku (CAGR 2024-27e: +7% vs +8-9% poprzednio). W ubiegłym roku liczba klientów biur podróży wyniosła około 8,75 mln (+15% r/r / +1,2 mln i +13% w porównaniu z 2019 r. / +1,0 mln). Liczba klientów w RBW odnotowała wspomniany wzrost o +27% r/r i +64% w porównaniu z 2019 r. **Raporty sektorowe zawierają informacje na temat istotnych różnic między wskaźnikami wzrostu/spadku w turystyce krajowej i zagranicznej.** Na podstawie danych rynkowych w ubiegłym roku odnotowano wzrost ogólnej liczby klientów biur podróży powyżej poziomu z 2019 r. Czynniki, które miały wpływ na tę tendencję, 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. **Jeśli chodzi o różnice w zmianie liczby klientów między wycieczkami krajowymi i zagranicznymi w porównaniu z okresem przed 2020 r., w kategorii podróży międzynarodowych wzrost w porównaniu z 2019 r. może wynieść blisko +40-60%, natomiast 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% ludności Polski wyjeżdża na zagraniczne wycieczki trwające dłużej niż 4 dni, podczas gdy średnia dla UE wynosi około 14,7%.

Liczba klientów RBW wydaje się zmieniać zgodnie z tą tendencją. 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. Wydaje się zatem, że zarówno tendencje w zakresie zmian liczby klientów biur podróży jako liczby ogółem, jak i struktura wycieczek mają kluczowe znaczenie dla założeń dotyczących zmian 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. Wydaje się zatem, 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. **Chociaż trendy pozostają pozytywne, dynamika wzrostu w tym roku powinna być niższa od założeń przyjętych na początku roku. W związku z tym obniżamy CAGR na najbliższe lata do +7% w porównaniu z +8-9% poprzednio.**

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



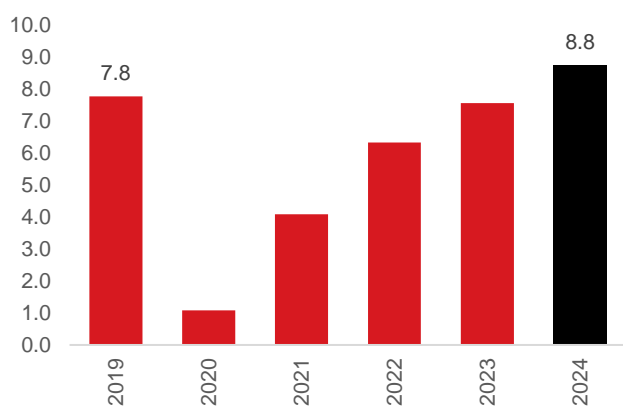
Osoby uczestniczące w turystyce w celach osobistych według długości pobytu (> 4 dni) i miejsca docelowego (= kraj zagraniczny) / (PL = 6,9%) w 2022



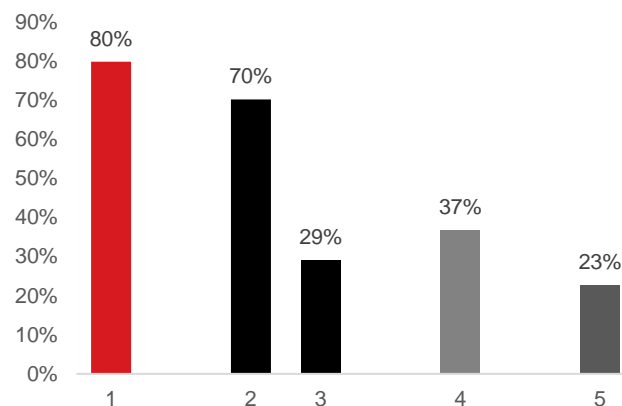
Skrót: NL: Holandia, SE: Szwecja, IE: Irlandia, CY: Cypr, BE: Belgia, DE: Niemcy, FI: Finlandia, SI: Słowenia, AT: Austria, MT: Malta, EE: Estonia, LT: Litwa, CZ: Czechy, LV: Łotwa, SK: Słowacja, PL: Polska, HU: Węgry, FR: Francja, ES: Hiszpania, HR: Chorwacja, PT: Portugalia, IT: Włochy, GR: Grecja, 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 branży. **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 oferta biur podróży przewyższy wzrost popytu, który choć może być dość dobry, 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 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 16,8% (-1,6 pp r/r).** W I kwartale 2025 r. marża brutto wzrosła o +0,6 pp r/r, ale w kolejnych kwartałach spodziewamy się spadku o -2,1 pp r/r. Ponadto, biorąc pod uwagę słabszy popyt przed sezonem świątecznym, może pojawić się większa presja na ceny i wzrost liczby ofert last minute, co może mieć negatywny wpływ na marże. 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, 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
Przychody ze sprzedaży (2019=100 / efekt cenowy):		100	131	144	142	139
- Zmiana cen wycieczek turystycznych na rynku (w oparciu o strukturę KWS):		86	117	120	116	116
	y/y		32%	10%	-2%	-2%
1) Koszty związane z transportem (m.in. paliwo / 45% w KWS)	y/y	38.8	68.0	67.3	61.9	60.9
			36%	3%	-4%	0%
2) Koszty związane z zakwaterowaniem (m.in. hotele / 45% w KWS)	y/y	38.8	40.8	43.6	44.5	45.6
			75%	-1%	-8%	-2%
3) Pozostałe (~10% w KWS)	y/y	8.6	8.4	9.4	9.1	9.1
			5%	7%	2%	3%
	y/y		-3%	12%	-4%	0%
Zysk brutto na sprzedaży		13.7	14.0	24.0	26.0	23.4
Marża brutto na sprzedaży (%)		13.7%	10.6%	16.6%	18.4%	16.8%
	p.p. y/y vs 2019		-3.0%	6.0%	1.8%	-1.6%
	założenie w modelu w P&L			0.0%		16.8%

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

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



Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research,

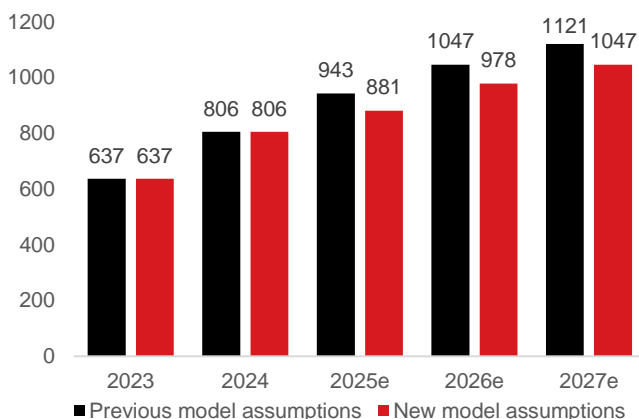


Podsumowując, chociaż uważaliśmy, że poprzedni scenariusz prognozy był konserwatywny, wzrost PAX w tym roku powinien być niższy niż przewidywano. Naszym zdaniem średnio- i długoterminowe perspektywy dla spółki pozostają korzystne, chociaż bieżący rok będzie słabszy w ujęciu rok do roku, przy dalszym wzroście skali działalności. Większość głównych czynników rynkowych powinna mieć pozytywny wpływ na wzrost zarówno samego rynku, jak i spółki. **Ponadto istnieją perspektywy wzrostu działalności na rynkach zagranicznych oraz zwiększenia skali działalności w segmencie hotelarskim.** Należy zwrócić uwagę, że 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. Wszystkie te czynniki powinny przyczynić się do wzrostu rynku przewyższającego wzrost PKB i potwierdzić założenie dotyczące średniego rocznego tempa wzrostu na poziomie +7% r/r. Ponadto, jeśli w tym roku rzeczywiście nastąpi dalszy wzrost liczby wycieczek, dostępność wycieczek zagranicznych w stosunku do dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych ponownie się poprawi. **Czynniki ryzyka obejmują potencjalny wzrost konkurencji w przypadku znacznego wzrostu marż operacyjnych i poprawy zwrotu z kapitału, co może 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	881	978	1047
r./r.	-3%	51%	26%	27%	9%	11%	7%
Przychód per uczestnik (lub per wycieczka / PLN)*	3502	4591	5056	4956	4865	4963	5062
r./r.	11%	25%	10%	-2%	-2%	2%	2%
Przychody ze sprzedaży imprez turystycznych (mln PLN)	1719	2323	3219	3992	4288	4855	5299
r./r.	9%	88%	39%	24%	7%	13%	9%
Koszty per uczestnik (lub per wycieczka / PLN)	-3069	-4228	-4313	-4122	-4171	-4235	-4356
r./r.		38%	2%	-4%	1%	2%	3%
Zysk brutto na sprzedaży (mln PLN)	239	255	547	748	742	806	855
Marża brutto nas sprzedaży (%)	13.9%	11.0%	17.0%	18.7%	17.3%	16.6%	16.1%
p.p. y/y	2.3%	-0.7%	6.0%	1.7%	-1.4%	-0.7%	-0.5%
r./r.	31%	75%	115%	37%	-1%	9%	6%

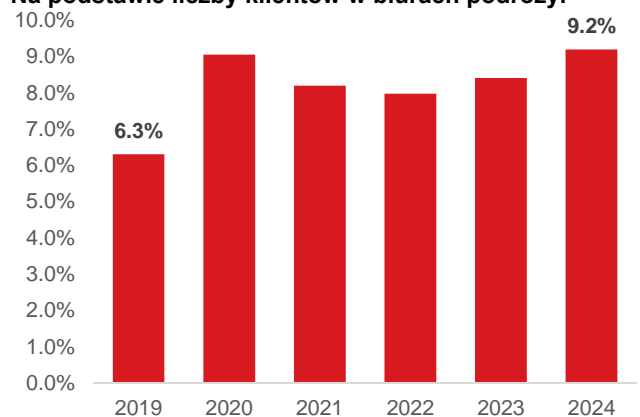
* szacowane na dany rok, inne czynniki mogą oddziaływać na ceny per uczestnik m.in. zmiana struktury destynacji

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. Chociaż oferta produktowa realizowana przez Rainbow Tours na terytorium Rosji lub Ukrainy miała nieznaczący wolumen (głównie wycieczki objazdowe) i nie stanowiła istotnego udziału w realizowanej sprzedaży, konflikt ten może mieć negatywny wpływ na działalność i wyniki spółki. Utrzymujące się długookresowo lub średnioterminowo niekorzystne poziomy cen na rynku paliwowym mogą negatywnie wpływać na popyt i marże osiągane 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 obarczone ryzykiem przekroczenia planowanych wydatków, poniesienia strat, nieoptymalnego obłożenia lub opóźnienia realizacji oczekiwanych zysków.

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

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



Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	3293	4068	4418	4950	5415	5920
Zysk brutto na sprzedaży	547	748	742	806	855	918
Koszty SG&A	-332	-384	-417	-467	-527	-591
Pozostała działalność operacyjna	0	-10	-10	-10	-10	-10
EBITDA	237	376	345	362	354	356
EBIT	215	354	315	329	318	317
Saldo na działalności finansowej	0	0	3	-5	-6	-6
Zysk przed opodatkowaniem	215	354	318	324	312	311
Podatek dochodowy	-42	-71	-60	-62	-59	-59
Zysk netto jednostki dominującej	173	282	256	260	250	250
EPS (PLN)	11.9	19.4	17.6	17.9	17.2	17.2

Bilans (mln PLN)	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa obrotowe	642	787	944	961	1006	1054
Środki pieniężne i ekwiwalenty	276	288	346	312	312	312
Pozostałe	367	499	598	649	694	742
Aktywa trwałe	341	513	567	618	666	711
Rzeczowe aktywa trwałe	203	260	314	365	414	459
Pozostałe	138	253	253	253	253	253
Aktywa (razem)	983	1299	1511	1579	1672	1765
Kapitał własny	207	407	551	611	663	690
Zobowiązania długoterminowe	134	98	98	127	109	109
Kredyty bankowe i pożyczki MSR	21	5	34	16	16	16
Pozostałe	113	93	64	111	93	93
Zobowiązania krótkoterminowe	659	750	789	816	856	922
Kredyty bankowe i pożyczki	19	27	30	14	14	14
Pozostałe	640	723	759	801	842	908
Kapitał własny i zobowiązania (razem)	983	1 299	1 511	1 579	1 672	1 765
Dług netto MSR17	-236	-256	-282	-282	-282	-282
Dług netto ex Lease	-207	-194	-220	-220	-220	-220

Przepływy pieniężne (mln PLN)	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Zysk netto	173	282	256	260	250	250
Amortyzacja	19	22	22	22	30	33
Pozostałe (włączając kapitał obrotowy)	64	-41	-56	2	2	24
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	256	263	222	285	282	307
Nakłady inwestycyjne	-35	-102	-70	-70	-70	-70
Pozostałe	-16	20	0	0	0	0
Przepływy pieniężne z działalności	-19	-82	-70	-70	-70	-70
Dywidenda	-19	-128	-112	-201	-198	-223
Pozostałe	-85	-40	18	-48	-14	-14
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-104	-169	-93	-249	-212	-237
Przepływy pieniężne netto	133	12	59	-34	0	0
Środki pieniężne na koniec okresu	276	288	346	312	312	312
DPS (PLN)	1.29	8.83	7.67	13.81	13.59	15.29

Zmiana rdr						
Przychody ze sprzedaży	38%	24%	9%	12%	9%	9%
EBITDA	-	-	-8%	5%	-2%	1%
EBIT	-	64%	-11%	5%	-3%	0%
Zysk netto	-	63%	-9%	2%	-4%	0%
EPS	-	63%	-9%	2%	-4%	0%

Wskaźniki rentowności						
Marża brutto na sprzedaży	16.6%	18.4%	16.8%	16.3%	15.8%	15.5%
Marża EBIT	7%	8.7%	7.1%	6.7%	5.9%	5.4%
Marża netto	5%	6.9%	5.8%	5.3%	4.6%	4.2%
ROE	17%	20%	92%	92%	53%	45%

Wskaźniki						
BVPS (PLN)	14	28	38	42	46	47
Dług netto/EBITDA	-	-	-	-	-	-
Dług brutto/Kapitał własny	19%	8%	12%	5%	5%	4%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Key Data	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Revenue	1279	2393	3293	4068	4418	4950	5415
Gross Margin %	11.4%	10.6%	16.6%	18.4%	16.8%	16.3%	15.8%
EBIT	20	33	215	354	315	329	318
EBITDA	39	54	237	376	345	362	354
Net income Adj+	17	21	173	282	256	260	250
EPS adjusted	1	1	12	19	18	18	17
BPS	7	8	14	28	38	42	46
DPS	1.5	1.3	8.8	7.7	13.8	13.6	15.3
ROE	17%	20%	108%	92%	53%	45%	39%
ROA	13%	15%	16%	19%	19%	19%	18%
Net Debt	28	0	-207	-194	-220	-220	-220
Depreciation & Amortization	19	22	22	22	30	33	36
Free Cash Flow	90	44	213	151	138	201	198
CAPEX	-44	-26	-35	-102	-70	-70	-70

Source: Bloomberg, Pekao Equity Research



NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ UKOŃCZONY W DNIU 18 CZERWIEC 2025 O GODZ. 07:30 CET.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ OPUBLIKOWANY W DNIU 18 CZERWIEC 2025 O GODZ. 08:06 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

INFORMACJE DOTYCZĄCE REKOMENDACJI:

Niniejsza analiza inwestycyjna ma charakter rekomendacji o charakterze ogólnym.

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

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

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

UJAWNIEŃ W OBRĘBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW:

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

AB S.A. 3; 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 osiągnęte 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