



analityk: Michał Krajczewski

Data sporządzenia: 17.11.2016 r.

Cena akcji	Kapitalizacja (mln zł)	Free float	Wartość dzienna obrotów (tys. zł)	P/E	P/BV
23,49	341,8	79,92%	60,3	11,0	4,79

Rainbow Tours jest drugim największym tourooperatorem w Polsce. Spółka prowadzi sprzedaż zarówno przez własną sieć sprzedaży, jak i salony agencyjne. Jest również jednym z liderów wycieczek egzotycznych oraz objazdowych.

Wyniki kwartalne	3Q '16	3Q '15	r/r	3Q '16	3Q '16 - BGŻ BNP	różnica
Przychody	546,4	531,6	2,8%	546,4	547,4	-0,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	80,6	78,3	2,9%	80,6	83,1	-3,0%
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	<i>14,7%</i>	<i>14,7%</i>		<i>14,7%</i>	<i>15,2%</i>	
EBIT	31,5	33,4	-5,8%	31,5	33,2	-5,2%
<i>marża EBIT</i>	<i>5,8%</i>	<i>6,3%</i>		<i>5,8%</i>	<i>6,1%</i>	
Zysk netto	25,3	27,1	-6,7%	25,3	26,8	-5,5%
<i>marża netto</i>	<i>4,6%</i>	<i>5,1%</i>		<i>4,6%</i>	<i>4,9%</i>	

Komentarz do wyników

W 3Q'16 Rainbow Tours zanotował lekki spadek wyników r/r, co było nieco poniżej oczekiwań BGŻ BNP Paribas.

Przychody wyniosły 546,4 mln PLN (+2,8% r/r), na co składała się kontynuacja spadku obrotów w segmencie pośrednictwa (-23,1% r/r) oraz wzrost w segmencie tourooperatorskim o 9,2% r/r. Wg naszych obliczeń **liczba turystów w 3Q'16 sięgnęła 168,2 tys. (+18,2% r/r), a przychód na turystę obniżył się o 6,7% r/r**. Chociaż dynamika sprzedaży była najniższa od 4Q'12, przedstawiała się ona korzystnie na tle rynku, którego wartość w sezonie letnim mogła spaść szacunkowo o 3 do 5%. Dodatkowo zwiększenie sprzedaży w obliczu wysokiej niepewności na rynku (zamachy terrorystyczne, sytuacja geopolityczna na Bliskim Wschodzie) było możliwe dzięki znacznej restrukturyzacji oferty w kierunku krajów europejskich. Pod względem destynacji, do których udają się klienci Rainbow Tours, największe wzrosty zanotowały: Portugalia (+67%), Hiszpania (+33%) i Bułgaria (+24%). Spadki o ponad 60% obserwowane były w wyjazdach do Francji, Egiptu oraz Turcji.

Marża brutto ze sprzedaży była na ubiegłorocznym poziomie, czyli - 14,7%. Z jednej strony negatywnie działały silna wyprzedaż przez konkurencję oferty z mniej popularnych krajów (np. Turcja, Egipt) oraz wysoka zmienność na rynku walutowym oraz osłabienie się PLN względem EUR i USD w okresie maj - lipiec. Z drugiej strony pozytywnie działało uspokojenie sytuacji na rynku turystycznym oraz walutowym w sierpniu i wrześniu. W podziale na segmenty, działalność tourooperatorska wypracowała 15,4% marży (-0,8 pkt. proc.), a działalność pośrednictwa 11,0% (+2,0 pkt. proc.). **Zdobywanie udziałów w rynku było okupione jednak dalszym wzrostem kosztów SG&A (+8,6% r/r)**, które wyniosły 47,5 mln PLN. Pomimo podobnych r/r kosztów marketingu w 3Q'16 (ok. 12 mln PLN) i spadku o 1/3 kosztów zarządu, zwiększona o 30% r/r liczba placówek i prowizja dla agentów były przyczynami rosnących kosztów. **W rezultacie wynik EBIT był o 5,8% r/r niższy**. Przy niewielkim wpływie salda z działalności finansowej i 18,6% efektywnej stawce podatku dochodowego, wynik netto znalazł się na poziomie 25,3 mln PLN.

Choć cash flow operacyjny w minionym kwartale spadł r/r z 17,1 do 10,7 mln PLN, wynikało to z przesunięcia zapłaty podatku (rok temu odpływ zanotowano w 2Q). **W dalszym ciągu Spółka utrzymuje jednak negatywną tendencję wzrostu kapitału obrotowego (większa spłata zobowiązań względem spływu należności)**.



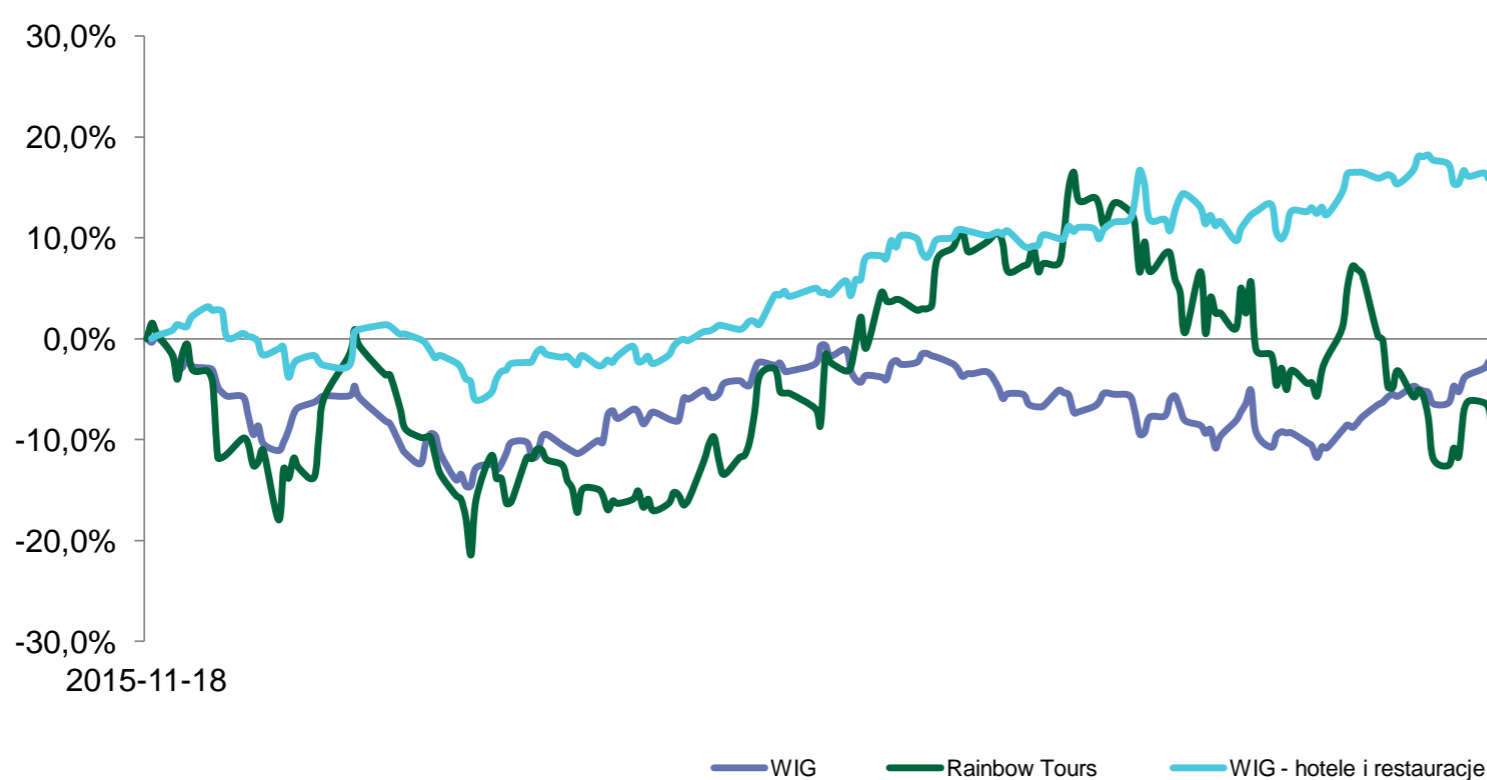
Rainbow Tours

Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy

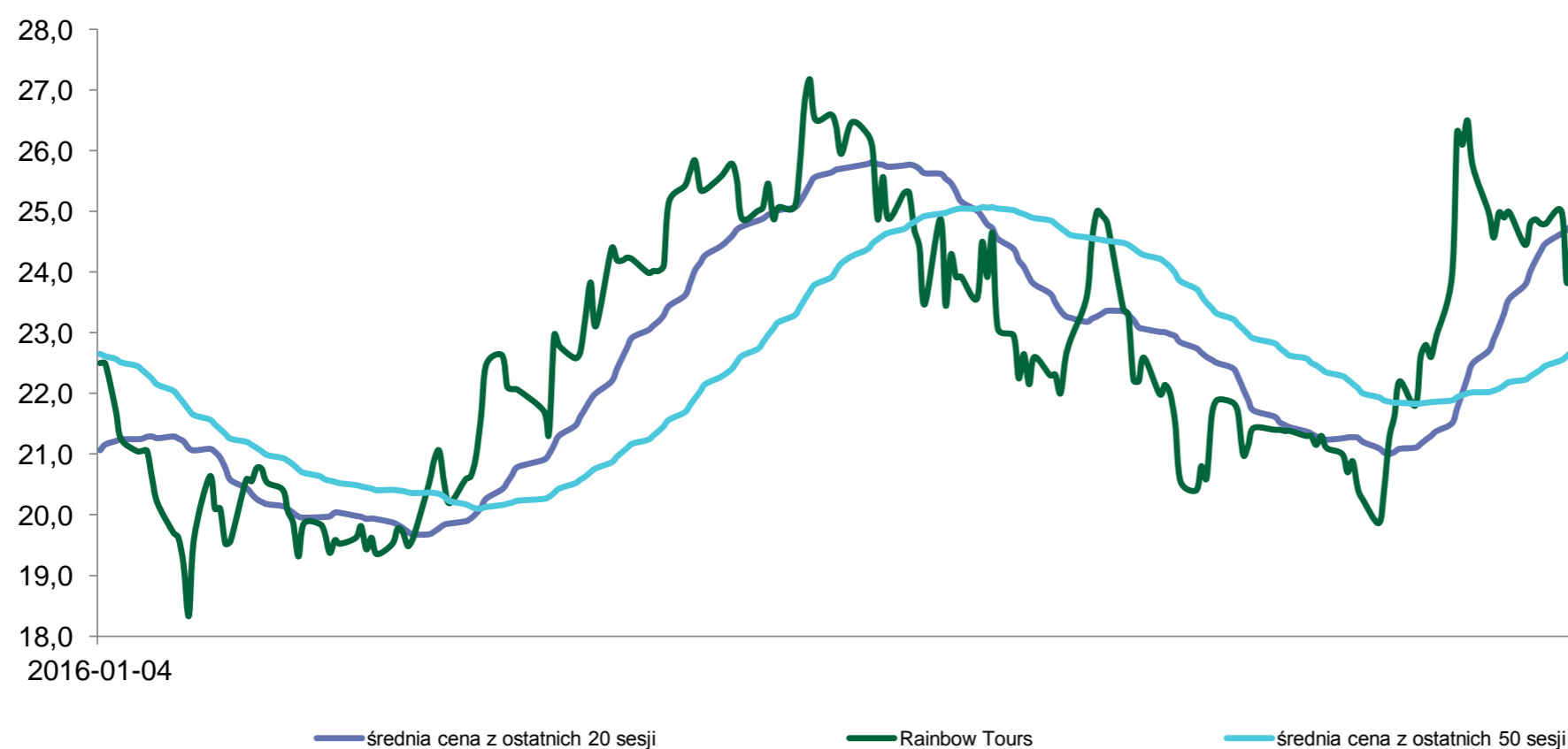
Wyniki oceniamy neutralnie. Z jednej strony Spółka notuje regresję wyników w ujęciu r/r, z drugiej strony należy zauważyć znaczne pogorszenie się sytuacji na rynku turystycznym. Spółka szacuje, iż roczne przychody jednostkowe wyniosą ok. 1 160 - 1 180 mln PLN, co jest zgodne z naszymi oczekiwaniami. W świetle wyników za 1-3Q'16 oraz niskiej sezonowości w 4Q **prognozujemy, iż Rainbow Tours wypracuje ok. 27 mln PLN zysku netto w 2016 r.** (vs 34,1 mln w 2015 r.). **Negatywnie na wyniki w 4Q'16 może działać zmiana zasad rachunkowości dotycząca kosztów promocyjno-marketingowych.** Do tej pory koszty, które ponoszone były przed sezonem były kapitalizowane i podlegały rozliczeniu w momencie uzyskania przychodów w trakcie sezonu. Obecnie koszty będą od razu ujmowane w RZiS, co może w większym stopniu obciążyć wynik czwartego kwartału.

Oczekiwany przez nas zysk netto implikuje wskaźnik P/E'16=12,6x. Choć nadal jest to ok. 20% dyskonto względem zagranicznych podmiotów, to wskaźnik EV/EBITDA i EV/EBIT wykazują niewielką premię. Z uwagi na powyższe **zmieniamy nasze nastawienie do Spółki na neutralne - w krótkim okresie nie dostrzegamy istotnych czynników mogących mieć wpływ na wzrost kursu.** Inwestorzy oczekiwać będą na informacje dotyczące przyszłego sezonu (lato 2017) - większe szczegóły znane będą dopiero po wynikach za 1Q'17.

Rainbow Tours vs WIG vs indeks branżowy



Notowania akcji w ostatnich 12 miesiącach





Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego	telefon	adres email
Michał Krajczewski	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl
Adam Anioł	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Krzysztof Choromański	22 507 52 92	k.choromanski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórniego	telefon	adres email
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Paulina Rudolf	22 507 52 73	paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 329 43 55	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 329 43 24	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Przemysław Borycki	22 329 43 22	przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 329 43 54	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego	telefon	adres email
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

bmBGZ.net

Zlecenia na GPW i New Connect

<https://makler.bmbgz.pl/>

eIPO.bmBGZ

Zapisy w ofertach publicznych (IPO)

<https://emisja.bmbgz.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa
EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny
EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych
ROA – (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów
NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)
P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją
EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej
P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję
P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgową) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję
EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji
DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji
BVPS – (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
BVPS – (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży
Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości
NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej
NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnośnienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ BNP Paribas S.A.

- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A. , a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf