



Rainbow Tours

sektor / branża: Turystyka

Ticker: RBW
ISIN: PLRNBWT00031

KUPUJ
34,37 PLN

Profil

Rainbow Tours jest drugim największym tourooperatorem w Polsce. Spółka prowadzi sprzedaż zarówno przez własną sieć sprzedaży (ponad 110 salonów, Internet, call-center), jak i salony agencyjne. Jest również jednym z liderów wycieczek egzotycznych oraz objazdowych.

Dane podstawowe

Kurs (10/05/16) (PLN)	26,20
Wycena metodą DCF	37,99
Wycena porów naw cza	30,74
Cena docelowa	34,37

Informacje ogólne

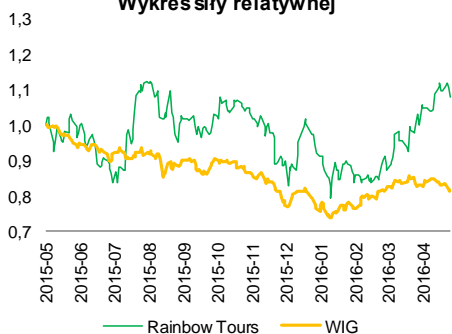
Liczba akcji (mln szt.)	14,6
Kapitalizacja (mln PLN)	381,3
EV (mln PLN)	306,1

Notowania

max cena 52 tygodnie (PLN)	27,15
min cena 52 tygodnie (PLN)	19,15
Mediana obrotów (w tys. PLN)	188,83

Struktura akcjonariatu	% głosów	% akcji
Grzegorz Baszczyński	19,4%	15,8%
Remigiusz Talarek	17,2%	14,0%
Tomasz Czajła	16,9%	13,7%
Sławomir Wysmyk	16,2%	12,9%
Nationale Nederlanden PTE	10,7%	7,3%
Pozostali	19,6%	36,4%

Wykresy relatywnej



Poprzednie zalecenia:

NEUTRALNIE, Cena docelowa: 25,09 PLN z dnia 22.06.2015

Analitik: Michał Krajczewski

tel. (0-22) 507 52 91
e-mail: michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl

Oporność biznesu na tle rynku

Podnosimy naszą rekomendację dla Rainbow Tours z NEUTRALNIE do KUPUJ, podwyższając cenę docelową z 25,09 do 34,37 PLN. Implikuje to 31,2% potencjału wzrostowego względem bieżącego kursu.

Czynniki wzrostu:

1. Stabilny model biznesowy i wzrost udziałów rynkowych

W ostatnich 3 latach Spółka uzyskiwała dynamikę przychodów powyżej swoich największych konkurentów, równocześnie nie było to uzyskiwane kosztem rentowności. Zgodnie z danymi Wczasopedia.pl, Rainbow Tours uzyskał jedną z najwyższych dynamik sprzedaży w 2015 r. Większość rywali zanotowała w ubiegłym roku spadek zysku netto, podczas gdy Spółka minimalnie poprawiła swoje wyniki. Powyższe jest ważnym argumentem za pozytywną oceną modelu biznesowego Rainbow Tours, czyli inwestycji we własne kanały sprzedaży, szerokiej dywersyfikacji oferty, specjalizacji w wycieczkach egzotycznych i objazdowych oraz oferowania produktu o bardzo dobrym stosunku ceny do jakości. Wyniki w br. wspierają również rozszerzenie działalności hotelowej. W ubiegłym roku strata Rainbow Hotels A.E. wyniosła 0,5 mln PLN, docelowo segment ten powinien cechować się znacznie wyższą rentownością względem działalności touroperatorskiej.

2. Pozytywne trendy makroekonomiczne

Wzrost gospodarczy Polski w 2016 r. napędzany będzie głównie przez konsumpcję prywatną. Spadek bezrobocia, wyższe płace czy rządowy program 500+ mogą przyczynić się do zwiększenia skłonności do korzystania z oferty wyjazdów zorganizowanych przez konsumentów. Wzrost zamożności sprzyja wydatkom na usługi, a jednym z beneficjentów tego trendu mogą być touroperatorzy.

3. Silny bilans i potencjał dywidendowy

Gotówka netto odpowiada za prawie 20% rynkowej kapitalizacji Rainbow Tours. Jest to bufor bezpieczeństwa dla Spółki w przypadku ewentualnego kryzysu w branży. Równocześnie generowane przepływy pieniężne pozwalają na wypłatę przyzwoitych dywidend. Zakładamy, iż Spółka z zysku za 2015 r. zaoferuje akcjonariuszom 0,94 PLN na akcję (DY=3,6%), a poziom ten może być w przyszłych latach dalej zwiększany.

4. Wycena z dyskontem do branży

Spółka jest notowana z średnio 13,6% dyskontem względem zagranicznych podmiotów. Uważamy powyższy poziom za nieuzasadniony biorąc pod uwagę długoterminowy potencjał rozwoju polskiego rynku, wysoką rentowność uzyskiwaną przez Rainbow Tours oraz brak zadłużenia Spółki.

Czynniki ryzyka:

1. Intensyfikacja konfliktów geopolitycznych

Jednym z głównych czynników ryzyka dla branży, jak i Spółki, mogą być kolejne zamachy terrorystyczne oraz dalsza destabilizacja sytuacji geopolitycznej w krajach, które są celem wyjazdów turystycznych. Wpłynęło by to na spadek zainteresowania zakupem wycieczek u touroperatorów bądź przesunięciem popytu na wyjazdy do innych destynacji.

2. Zwiększenie zmienności kursów walutowych, silniejszy wzrost cen ropy

Okolo 80% kosztów własnych sprzedaży Spółki denominowana jest w walutach obcych, z czego ok. 50% to USD, a ok. 30% to EUR. Zarząd zabezpiecza część kursów z wyprzedzeniem, jednakże w krótkim terminie znaczna deprecjacja złotego względem założonego w budżecie kursu może negatywnie wpływać na rentowność Rainbow Tours. Dodatkowo za ok. 40% kosztów odpowiada transport lotniczy, którego cena jest z kolei skorelowana z notowaniami ropy naftowej.

(mln PLN)	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody ogółem	776,6	956,5	1116,4	1217,2	1307,0	1398,5	1491,2
<i>zmiana r/r</i>	27,8%	23,2%	16,7%	9,0%	7,4%	7,0%	6,6%
Liczba turystów w tys.	192,1	254,6	300,2	336,7	363,6	389,1	412,4
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	12,3%	15,2%	13,9%	13,7%	13,5%	13,5%	13,6%
EBITDA	17,1	40,1	43,3	45,6	47,6	50,8	55,3
<i>marża EBITDA</i>	2,2%	4,2%	3,9%	3,8%	3,6%	3,6%	3,7%
EBIT	16,0	38,9	41,5	43,6	45,3	48,2	52,5
<i>marża EBIT</i>	2,1%	4,1%	3,7%	3,6%	3,5%	3,4%	3,5%
Zysk netto	13,5	32,3	34,1	35,1	36,9	39,3	42,6
<i>marża netto</i>	1,7%	3,4%	3,1%	2,9%	2,8%	2,8%	2,9%
przepływy z działalności operacyjnej	54,6	19,0	13,4	30,2	38,2	40,6	44,2
przepływy z działalności inwestycyjnej	0,7	1,1	-6,5	-8,1	-6,2	-4,6	-3,1
przepływy z działalności finansowej	-1,1	-5,7	-12,3	-13,6	-14,1	-18,4	-19,7
P/E	28,3	11,9	11,2	10,9	10,4	9,7	9,0
EV/EBITDA	20,6	8,8	8,1	7,7	7,4	6,9	6,4
DPS	0,35	0,80	0,94	0,97	1,28	1,36	1,48

Źródło: BM BGZ BNP

Informacje nt ujawniania konfliktu interesów, o których mowa w § 9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku znajdują się na ostatniej stronie niniejszej publikacji



Spis treści

Aktualizacja prognoz	3
Wycena	6
Wycena - DCF	7
Wycena – metoda porównawcza	8
Czynniki ryzyka	8
Tabele i prognozy	9



Aktualizacja prognoz

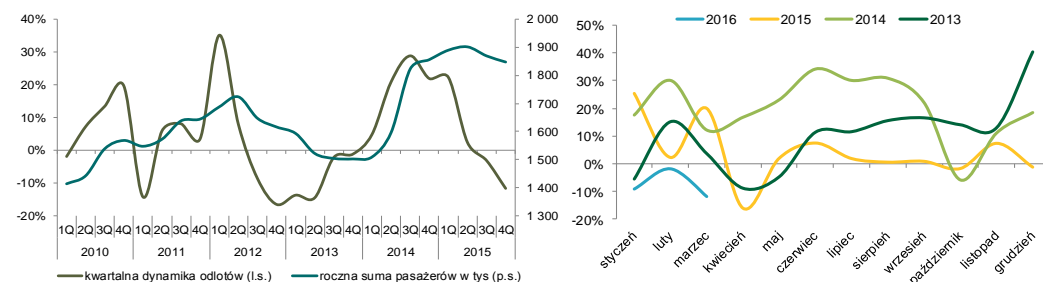
Tab. Kwartalne wyniki finansowe Rainbow Tours

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2015	1Q'16 P	2Q'16 P	3Q'16 P	4Q'16 P	2016
Przychody ze sprzedaży	173,5	251,7	531,6	159,6	1116,4	188,1	272,2	582,8	182,5	1 225,5
dynamika r/r	32,5%	11,6%	18,8%	4,6%	16,7%	8,4%	8,2%	9,6%	14,3%	9,8%
Zysk brutto na sprzedaży	17,6	36,2	78,3	22,8	154,9	18,0	38,7	84,8	27,4	169,0
dynamika r/r	0,1%	9,9%	11,6%	-9,3%	6,2%	2,5%	7,1%	8,4%	19,8%	9,1%
marża brutto	10,1%	14,4%	14,7%	14,3%	13,9%	9,6%	14,2%	14,6%	15,0%	13,8%
EBITDA	1,7	7,9	33,8	-0,1	43,3	1,5	8,3	36,7	1,6	48,2
dynamika r/r	-28,8%	0,1%	0,5%	-97,2%	8,0%	-15,5%	6,0%	8,5%	-1624,7%	11,2%
marża EBITDA	1,0%	3,1%	6,4%	-0,1%	3,9%	0,8%	3,1%	6,3%	0,9%	3,9%
EBIT	1,4	7,5	33,4	-0,8	41,5	1,0	7,8	36,2	1,1	46,1
dynamika r/r	-35,6%	-0,4%	0,2%	-81,0%	6,7%	-32,4%	4,6%	8,3%	-244,0%	11,0%
marża EBIT	0,8%	3,0%	6,3%	-0,5%	3,7%	0,5%	2,9%	6,2%	0,6%	3,8%
Zysk netto	1,0	5,8	27,1	0,1	34,1	0,7	6,3	29,3	0,9	37,2
dynamika r/r	-37,9%	-8,8%	-0,8%	-103,0%	5,6%	-27,2%	8,1%	7,9%	822,7%	9,1%
Marża netto	0,6%	2,3%	5,1%	0,1%	3,1%	0,4%	2,3%	5,0%	0,5%	3,0%

Źródło: Sprawozdania Spółki, BM BGŻ BNP

W 1Q'16 Rainbow Tours uzyskał wg naszych prognoz 188,1 mln PLN przychodów (+8,4% r/r), co jest zgodne z dynamikami wzrostu obrotów podawanymi w raportach miesięcznych. Ze względu na osłabienie się złotego względem euro i dolara oraz odbicia cen ropy, oczekujemy o 0,6 pkt. proc. niższej r/r marży brutto na sprzedaży. Wpływ zmian walut jest coraz mniejszy, erozja rentowności z tego tytułu również jest wolniejsza niż w poprzednich kwartałach. Ze względu na przesunięcie kampanii marketingowej na drugi kwartał, oczekujemy niewielkiego tylko wzrostu kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu (łącznie +5,6% r/r). W efekcie wynik EBIT powinien kształtować się w okolicy 1,0 mln PLN (-32,4% r/r). Rezultat netto prognozujemy w wysokości 0,7 mln PLN (-27,2% r/r).

Wyk. Odloty obsługiwane w ruchu czarterowym w Polsce (wyk. lewy) oraz roczna dynamika liczby wyjeżdżających klientów wg PZOT (wyk. prawy)



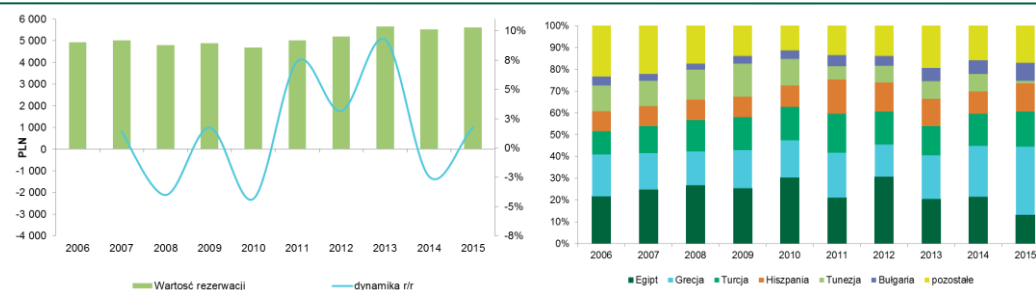
Źródło: ULC, PZOT, opracowanie BM BGŻ BNP,

Celem Zarządu w 2016 r. jest wzrost wolumenu sprzedanych wycieczek o 15%. W chwili obecnej wydaje się, iż jest to dość ambitny cel biorąc pod uwagę spadki sprzedaży obserwowane na rynku (zgodnie z raportami PZOT). Ujemne dynamiki wynikają m. in. z marcowych zamachów w Brukseli, niestabilności geopolitycznej w krajach Bliskiego Wschodu i Afryki Północnej oraz częściowego przesunięcia sprzedaży ze względu na termin Świąt Wielkanocnych. Z drugiej strony należy docenić, iż Rainbow Tours utrzymuje dynamiki wzrostu powyżej rynku – w kwietniowym raporcie o przedsprzedaży sezonu Lato 2016, liczba rezerwacji wyniosła 113,2 tys. (+8,1% r/r). Zarząd spodziewa się przy tym, iż w obecnym sezonie część popytu przesunęła się z wcześniejszych rezerwacji w kierunku Last Minute, co jest spowodowane wzrostem ryzyka wyjazdów do niektórych krajów (np. Turcja, Egipt) oraz pewną nadpodażą wycieczek i atrakcyjnymi ofertami Last Minute w ubiegłym roku. Wzrost sprzedaży ma być również wspierany przez otwarty na początku kwietnia portal „MyWay by Rainbow”, na którym oferowane będą usługi dynamicznego pakietowania wycieczek. Spółka testuje również



w br. organizację wycieczek krajowych dla turystów zagranicznych. Wydany został katalog angielskojęzyczny, a w planach jest opublikowanie katalogu niemieckojęzycznego.

Wyk. Średnia wartość rezerwacji na rynku (wyk. lewy) oraz cele podróży (wyk. prawy)



Źródło: travelplanet.pl, BM BGŻ BNP

Przyjmujemy w naszych prognozach wzrost liczby wysłanych turystów w 2016 r. o 12,6% r/r. Czynnikiem wspierającym będzie również rozszerzenie oferty egzotycznej w sezonie Zima 2016/2017. Przy założeniu stabilnych cen wycieczek, spodziewamy się przychodów z działalności touroperatorskiej w wysokości 1 020,2 mln PLN (+13,0% r/r). Lekki spadek mogą zanotować przychody z pośrednictwa (-7,1% r/r), co częściowo będzie nadrobione rozwojem segmentu pozostałe (+253% r/r). Działalność ta obejmuje przejęty w ubiegłym roku hotel na wyspie Zakynthos w Grecji, który działa obecnie jako spółka Rainbow Hotels A.E. W ubiegłym roku zakończono remont pierwszej części budynku (93 pokoje), w br. zakończona ma być budowa drugiej części (32 pokoje). W ramach 4* kompleksu planowana jest budowa trzeciej części, tak aby łącznie Spółka w 2017 r. posiadała 150 pokoi. Zarząd planował również budowę hotelu 5* (docelowo 170 pokoi), jednak ze względu na znaczną biurokrację, plany te stoją pod znakiem zapytania. W naszych prognozach uwzględniamy jedynie hotel 4*, nie zakładamy również kolejnych przejęć w tym segmencie.

Ze względu na malejący, negatywny wpływ kursów walutowych, a także szeroką dywersyfikację oferty Spółki i możliwości jej dostosowania do warunków rynkowych, zakładamy minimalne obniżenie marży brutto ze sprzedaży (-0,1 pkt. proc.). Rainbow Tours powinien korzystać z dźwigni operacyjnej – na skutek coraz większego udziału sprzedaży w kanałach własnych, oczekujemy, że koszty SG&A zwiększą się jedynie o 8,5% r/r, przez co wynik EBIT powinien być o 11,0% r/r wyższy. Korzystnie na rentowność powinno wpływać rozszerzenie działalności hotelowej – w ubiegłym roku strata Rainbow Hotels A.E. wyniosła 0,5 mln PLN, a segment Pozostałe miał -1,1 mln PLN straty brutto ze sprzedaży. W 2016 r. segment powinien w naszej opinii wygenerować 1,4 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży. Zysk netto Spółki, przy założeniu 19% efektywnej stawki podatku dochodowego, powinien więc wynieść 37,1 mln PLN (+9,1% r/r).

Tab. Zmiana prognoz w kolejnych latach

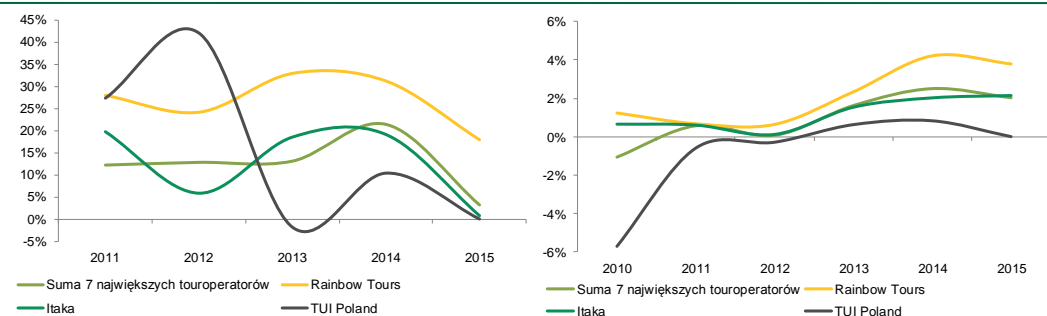
	2016P			2017P			2018P		
	Poprzednie	Aktualne	zmiana	Poprzednie	Aktualne	zmiana	Poprzednie	Aktualne	zmiana
Przychody ze sprzedaży	1208,9	1225,5	1,4%	1308,6	1316,0	0,6%	1412,3	1408,2	-0,3%
dynamika r/r	8,3%	9,8%		8,2%	7,4%		7,9%	7,0%	
Zysk brutto na sprzedaży	157,9	169,0	7,0%	175,0	180,2	3,0%	190,9	193,9	1,6%
dynamika r/r	1,9%	9,1%		10,8%	6,7%		9,1%	7,6%	
marża brutto	13,06%	13,79%	0,73%	13,37%	13,70%	0,32%	13,52%	13,77%	0,25%
EBITDA	33,6	48,2	43,3%	40,6	51,0	25,6%	46,0	54,4	18,2%
dynamika r/r	-22,4%	9,1%		20,8%	5,9%		13,3%	6,6%	
marża EBITDA	2,78%	3,93%	1,15%	3,10%	3,87%	0,77%	3,26%	3,86%	0,60%
EBIT	31,6	46,1	45,9%	38,4	48,8	27,0%	43,5	51,8	19,1%
dynamika r/r	-23,9%	11,0%		21,5%	5,8%		13,3%	6,2%	
marża EBITDA	2,61%	3,76%	1,15%	2,93%	3,70%	0,77%	3,08%	3,68%	0,60%
Zysk netto	25,5	37,2	45,8%	31,1	39,6	27,5%	35,5	42,3	19,1%
dynamika r/r	-25,2%	9,1%		22,0%	6,6%		14,1%	6,6%	
marża netto	2,11%	3,03%	0,92%	2,38%	3,01%	0,64%	2,51%	3,00%	0,49%

Źródło: Sprawozdania Spółki, BM BGŻ BNP



Rainbow Tours pozytywnie zaskoczył nas odpornością biznesu na zawirowania obserwowane na rynku turystycznym. Utrzymanie wysokiego tempa sprzedaży oraz o wiele mniejsza od naszych prognoz erozja marży brutto na sprzedaży w ubiegłym roku skłania nas do rewizji prognoz. W naszej poprzedniej rekomendacji z dnia 22 czerwca 2015 r. założyliśmy silny spadek rentowności oraz zysku netto, podczas gdy Spółka lekko poprawiła wyniki. Przyjmujemy więc, iż w kolejnych latach Rainbow Tours będzie utrzymywał marżę na poziomie netto w okolicach 3,0%.

Wyk. Roczna dynamika przychodów (wyk. lewy) oraz marża netto (wyk. prawy) konkurencji



Źródło: Wczasopedia.pl, BM BGŻ BNP

Rainbow Tours bardzo dobrze prezentuje się na tle konkurencji. W ostatnich 3 latach Spółka uzyskiwała wzrost przychodów powyżej swoich największych konkurentów, równocześnie nie było uzyskiwane kosztem rentowności. Zgodnie z danymi rating krajowych biur podróży Wczasopedia.pl, Rainbow Tours uzyskał jedną z najwyższych dynamik sprzedaży w 2015 r. Większość rywali zanotowała w ubiegłym roku spadek zysku netto, podczas gdy Spółka minimalnie poprawiła swoje wyniki. Jest to kolejnym argumentem za pozytywną oceną modelu biznesowego Rainbow Tours, czyli inwestycji we własne kanały sprzedaży, szerokiej dywersyfikacji oferty, specjalizacji w wycieczkach egzotycznych i objazdowych oraz oferowania produktu o bardzo dobrym stosunku ceny do jakości.



Wycena

Wycenę Spółki sporządzono za pomocą:

- metody opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych (Free Cash Flow to Firm) FCFF;
- metody porównawczej.

Metoda oparta na zdyskontowanych przepływach pieniężnych jest jedną z najbardziej popularnych metod wyceny przedsiębiorstw. Według metody opartej na przepływach pieniężnych, wartość Spółki jest równa sumie (zdyskontowanych odpowiednim ważonym kosztem kapitału) przepływów pieniężnych, pomniejszonej o wartość długu netto.

Wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych zostały sporządzone przy zachowaniu następujących założeń:

- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, która wynosi 3,0 %, premię za ryzyko rynkowe przyjmujemy na poziomie 5,5%;
- nominalny koszt kapitału obcego przyjmujemy na poziomie 5%;
- ze względu na brak zadłużenia nie korzystamy z metody relewarowanej bety (czyli uwzględniającej stosunek zadłużenia do wartości kapitałów własnych); mając na względzie znaczną wrażliwość branży i wyników Spółki na kursy walutowe i dynamikę wzrostu gospodarki ustaliśmy betę na poziomie 1,5;
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy zakładamy w wysokości 2% w skali roku;
- efektywną stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 19%;
- szacunek nakładów inwestycyjnych w okresie prognozy został oparty o plany inwestycyjne Spółki; dla ostatniego roku prognozy przyjmujemy wydatki inwestycyjne na poziomie amortyzacji;
- nie zakładamy emisji nowych akcji;
- wartość kapitału własnego w estymacji WACC jest wartością rynkową (szacowaną w wycenie DCF);
- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 10.05.2016 r.

Metoda porównawcza z kolei przedstawia spółkę na tle popularnych mnożników wyznaczonych dla spółek grupy porównawczej. Wartość spółki szacowaliśmy na podstawie popularnych wskaźników P/E (stosunek ceny akcji do zysku spółki na jedną akcję), EV/EBIT (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych dla akcjonariuszy większościowych, długu netto oraz udziałów mniejszościowych spółki do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem) oraz EV/EBITDA (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych, długu netto spółki oraz udziałów mniejszościowych do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem powiększonego o amortyzację). Do wyceny porównawczej wykorzystaliśmy wskaźniki oparte na konsensusie analityków dla spółek zagranicznych o podobnym profilu działalności.

Ostateczną cenę otrzymaliśmy, obliczając średnią z dwóch wartości – wyceny metodą FCFF oraz metodą porównawczą, przy zachowaniu równych wag dla każdej z nich. Wyznaczona w ten sposób wartość jednej akcji Rainbow Tours jest wyższa od obecnej wartości rynkowej. Ostatecznie wydajemy zalecenie KUPUJ dla akcji Spółki z ceną docelową 34,37 PLN.

Tab. Podsumowanie wycen

	wycena 1 akcji [PLN]	waga
metoda DCF	37,99	50%
metoda porównawcza	30,74	50%
wycena Rainbow Tours	34,37	
obecna cena akcji	26,20	
potencjał wzrostu (%)	31,2%	

Źródło: BM BGŻ BNP



Wycena - DCF

Tab. Wycena metodą DCF

(mIn PLN)	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 225,5	1 316,0	1 408,2	1 501,8	1 588,9	1 667,7	1 735,8	1 791,6	1 849,3	1 909,0
EBIT	46,1	48,8	51,8	55,8	59,8	61,9	63,4	65,7	68,1	70,7
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	37,3	39,5	42,0	45,2	48,4	50,1	51,3	53,2	55,2	57,3
Amortyzacja	2,1	2,2	2,6	2,8	3,0	3,1	3,3	3,5	3,7	3,9
CAPEX	8,1	6,2	4,6	3,1	3,3	3,4	3,6	3,8	3,7	3,9
Inwestycje w kapitał obrotowy	7,2	1,1	1,3	1,3	1,2	0,9	0,8	0,7	0,8	0,8
FCFF	24,1	34,4	38,7	43,7	47,0	48,9	50,2	52,2	54,4	56,5
Stopa wolna od ryzyka	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Koszł kapitału własnego	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%
Koszł długu	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Koszł długu po opodatkowaniu	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
% kapitału własnego	99,6%	99,7%	99,7%	99,8%	99,8%	99,8%	99,8%	99,8%	99,9%	99,9%
% długu	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%
WACC	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Suma DFCF	255,1									
Wartość rezidualna (TV)	622,8									
Zdyskontowana TV	222,6									
Wartość działalności operacyjnej	477,7									
Dług netto	-79,1									
Wartość kapitału własnego	552,9									
Liczba akcji (mIn szt.)	14,6									
Wartość 1 akcji	37,99									

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP

Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	9,3%	36,74	37,52	38,38	39,35	40,43
	10,3%	36,55	37,33	38,19	39,15	40,22
	11,3%	36,36	37,14	37,99	38,95	40,01
	12,3%	36,18	36,95	37,80	38,75	39,81
	13,3%	36,00	36,77	37,61	38,56	39,61

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
Beta	1,3	40,43	41,50	42,69	44,04	45,57
	1,4	38,28	39,18	40,19	41,32	42,59
	1,5	36,37	37,14	37,99	38,95	40,02
	1,6	34,65	35,31	36,05	36,86	37,76
	1,7	33,10	33,68	34,31	35,00	35,77

Źródło: BM BGŻ BNP



Wycena – metoda porównawcza

Tab. Wycena metodą porównawczą

	Kapitalizacja (PLN)	EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
		2016 P	2017 P	2018 P	2016 P	2017 P	2018 P	2016 P	2017 P	2018 P
TUI AG	35 014	9,4	8,2	7,4	6,4	5,9	5,4	12,1	10,4	9,5
Thomas Cook Group PLC	7 932	4,6	4,2	4,0	3,0	2,8	2,7	8,6	7,1	6,2
Interval Leisure Group	3 181	-	-	-	6,1	5,8	5,5	11,5	10,3	9,9
Voyageurs du Monde	735	4,9	4,4	4,3	4,1	3,7	3,6	14,1	12,6	12,1
Kuoni Reisen Holding AG	5 897	18,3	13,2	11,3	10,9	8,9	7,5	20,4	16,8	12,7
Flight Centre Travel Group Ltd	11 644	7,8	7,3	7,0	6,6	6,2	5,9	14,9	14,1	13,5
Helloworld	706	11,8	5,5	4,9	4,9	3,2	3,0	23,4	13,7	11,7
Cox and Kings Ltd	1 721	7,8	6,9	6,2	6,6	6,0	5,4	9,5	7,8	6,5
H.I.S. Co. Ltd	6 877	7,3	6,2	5,5	5,4	4,6	4,1	21,2	13,4	12,0
Hana Tour Service Inc.	3 854	17,5	12,3	10,7	14,9	11,1	10,1	26,5	19,0	17,6
Modetour Network Inc.	1 298	15,1	11,2	9,5	13,0	10,2	9,4	21,5	16,0	13,4
MEDIANA	4 875	8,6	7,1	6,6	6,4	5,9	5,4	14,9	13,4	12,0
Rainbow Tours	381	6,6	6,3	5,9	6,4	6,0	5,6	10,3	9,6	9,0
Premia/dyskonto		-22,7%	-11,9%	-10,1%	0,0%	2,4%	4,7%	-31,3%	-28,4%	-24,8%
Wycena 1 akcji (PLN)	30,74									

Źródło: BM BGZ BNP, *wartość dodatnia oznacza, że spółka jest relatywnie droższa od grupy porównawczej

Czynniki ryzyka

1. **Ryzyko makroekonomiczne** – rozwój rynku turystycznego jest ściśle skorelowany ze stanem gospodarki i zamożnością konsumentów. Pomimo poprawy dynamiki PKB Polski w ostatnim roku oraz czynnikami wspierającymi wzrost konsumpcji (program 500+, spadek bezrobocia), zmiana obserwowanych tendencji może negatywnie wpływać na wartość rynku turystycznego.
2. **Ryzyko walutowe oraz cen ropy naftowej** – Spółka zamawiając imprezy turystyczne rozlicza się ze swoimi kontrahentami w walutach obcych (głównie USD oraz EUR), klientom sprzedawane są one w PLN. Ryzykiem jest więc osłabienie się złotówki w czasie pomiędzy wpłatami otrzymanymi od klientów, a dostarczeniem środków do zagranicznych kontrahentów. Ponadto słabsza złotówka oznacza spadek popytu na wycieczki zagraniczne, ze względu na mniejszą siłę nabywczą rodzimych turystów. Istotną część kosztów stanowi transport lotniczy, dla którego istotne są ceny paliwa – wzrost kursu ropy w USD może podwyższać cenę przelotu powodując presję na marże. Spółka ok. 80% sprzedaży lokuje na rynkach zagranicznych. Umocnienie się złotego może więc negatywnie wpływać na konkurencyjność i osiąganą rentowność. Chociaż część kosztów również ponoszona jest w walutach obcych (ok. 50%, głównie EUR) to Spółka posiada długą pozycję walutową w walutach obcych.
3. **Ryzyko związane z występowaniem katastrof w regionach turystycznych** – wszelkie wydarzenia mające miejsce w regionach turystycznych takie jak katastrofy naturalne, zamachy terrorystyczne, konflikty zbrojne, niepokoje społeczne, epidemie, zagrożenia naturalne albo kryzysy gospodarcze negatywnie wpływają na popyt na wyjazdy do krajów borykających się ze wymienionymi problemami.
4. **Ryzyko związane z konkurencją** – chociaż Rainbow Tours znajduje się w czołówce polskich touroperatorów, działania konkurentów i rozwój kanału sprzedaży online może powodować presję na



ceny wycieczek, a przez to redukcję osiągniętych marż. Ponadto nietrafiona oferta albo nieskuteczna kampania marketingowa w porównaniu do działań konkurencji mogą osłabiać pozycję Spółki na rynku.

5. **Ryzyko związane z sezonowością sprzedaży** – decydującym o wynikach Spółki jest sezon letni, którego rezultaty widoczne są w drugim oraz trzecim kwartale roku. Negatywne wydarzenia w tym okresie znacznie bardziej wpływają na roczny wynik, niż podczas pierwszego i czwartego kwartału. Spółka rozwijając ofertę wyjazdów egzotycznych i zimowych stara się redukować te różnice.

Tabele i prognozy

Tab. Bilans

(mln PLN)	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
AKTYWA	154,3	213,4	245,6	274,8	307,0	336,7	368,4
Aktywa trwałe	22,0	24,3	39,0	45,0	49,0	51,0	51,3
Wartości niematerialne i prawne	14,8	14,8	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5
Rzeczowe aktywa trwałe	6,7	8,1	18,6	24,6	28,6	30,6	30,9
Pozostałe	0,4	1,4	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Aktywa obrotowe	132,3	189,1	206,7	229,8	258,0	285,8	317,2
Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności krótkoterminowe	48,8	81,7	101,4	114,2	122,6	131,2	139,9
Środki pieniężne	70,2	84,6	79,1	89,5	109,2	128,4	151,1
PASYWA	154,3	213,4	245,6	274,8	307,0	336,7	368,4
Kapitał własny	49,5	78,5	100,6	124,2	148,9	171,4	195,6
Kapitał podstawowy	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Kapitał zapasowy	32,4	32,4	32,4	32,4	32,4	32,4	32,4
Zysk skumulowany	16,4	44,6	67,2	90,7	115,5	137,9	162,2
Zobowiązania i rezerwy	104,7	134,8	145,0	150,6	158,0	165,3	172,8
Zobowiązania długoterminowe	0,1	0,5	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
w tym dług odsetkowy	0,0	0,0	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Zobowiązania krótkoterminowe	104,7	134,3	141,8	147,4	154,8	162,1	169,6
w tym dług odsetkowy	0,0	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP



Tab. Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody ogółem	776,6	956,5	1 116,4	1 225,5	1 316,0	1 408,2	1 501,8
<i>zmiana r/r</i>	27,8%	23,2%	16,7%	9,8%	7,4%	7,0%	6,6%
Zysk ze sprzedaży	95,5	145,8	154,9	169,0	180,2	193,9	207,4
<i>marża na sprzedaży</i>	12,3%	15,2%	13,9%	13,8%	13,7%	13,8%	13,8%
Koszty SG&A	77,8	104,8	111,7	121,2	130,3	140,8	150,2
<i>udział w przychodach</i>	10,0%	11,0%	10,0%	9,9%	9,9%	10,0%	10,0%
EBIT	16,0	38,9	41,5	46,1	48,8	51,8	55,8
EBITDA	17,1	40,1	43,3	48,2	51,0	54,4	58,6
<i>marża operacyjna</i>	2,1%	4,1%	3,7%	3,8%	3,7%	3,7%	3,7%
Saldo z działalności finansowej	0,5	0,5	0,4	-0,2	0,2	0,4	0,2
Zysk (strata) brutto	16,5	39,4	41,9	45,9	48,9	52,2	56,0
<i>marża brutto</i>	2,1%	4,1%	3,8%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%
Podatek dochodowy	-3,0	-7,1	-7,8	-8,7	-9,3	-9,9	-10,6
Zysk (strata) netto	13,5	32,25	34,1	37,2	39,6	42,3	45,4
<i>marża netto</i>	1,7%	3,4%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP



Tab. Rachunek przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przepływy z działalności operacyjnej	54,6	19,0	13,4	32,0	40,8	43,5	46,9
Zysk brutto	16,5	39,4	41,9	45,9	48,9	52,2	56,0
Amortyzacja	1,1	1,2	1,8	2,1	2,2	2,6	2,8
Zmiana kapitału obrotowego	43,1	-17,8	-19,7	-7,2	-1,1	-1,3	-1,3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	0,7	1,1	-6,5	-8,1	-6,2	-4,6	-3,1
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	-1,7	-1,8	-8,0	-8,1	-6,2	-4,6	-3,1
Przepływy z działalności finansowej	-1,1	-5,7	-12,3	-13,6	-14,9	-19,8	-21,1
Dywidenda	0,6	5,0	11,5	13,6	14,9	19,8	21,1
Splata kredytów netto	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki	0,1	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	54,2	14,4	-5,4	10,4	19,7	19,2	22,7
Środki pieniężne:							
na początek okresu	15,9	70,2	84,6	79,1	89,5	109,2	128,4
na koniec okresu	70,2	84,6	79,1	89,5	109,2	128,4	151,1

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP



Tab. Wskaźniki finansowe

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
EPS	0,93	2,22	2,34	2,55	2,72	2,90	3,12
DPS	0,35	0,80	0,94	1,03	1,37	1,46	1,57
Dividend yield	1,3%	3,0%	3,6%	3,9%	5,2%	5,6%	6,0%
BVPS	3,4	5,4	6,9	8,5	10,2	11,8	13,4
P/E	28,3	11,87	11,23	10,29	9,7	9,1	8,4
P/BV	7,7	4,9	3,8	3,1	2,6	2,2	2,0
P/S	0,49	0,40	0,34	0,31	0,29	0,27	0,25
P/CE	26,1	11,4	10,7	9,8	9,1	8,5	7,9
EV/EBIT	22,0	9,06	8,49	7,65	7,2	6,8	6,3
EV/EBITDA	20,6	8,79	8,13	7,32	6,9	6,5	6,0
EV/S	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
rentowość na sprzedaży	12,3%	15,2%	13,9%	13,8%	13,7%	13,8%	13,8%
rentowość EBITDA	2,2%	4,2%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
rentowość EBIT	2,1%	4,1%	3,7%	3,8%	3,7%	3,7%	3,7%
rentowość netto	1,7%	3,4%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
ROA	8,8%	15,1%	13,9%	13,5%	12,9%	12,6%	12,3%
ROE	27,3%	41,1%	33,9%	29,9%	26,6%	24,7%	23,2%
dynamika przychodów	27,8%	23,2%	16,7%	9,8%	7,4%	7,0%	6,6%
dynamika EBITDA	224,9%	134,0%	8,0%	11,2%	5,9%	6,6%	7,9%
dynamika EBIT	305,0%	143,2%	6,7%	11,0%	5,8%	6,2%	7,8%
dynamika EPS	401,8%	138,7%	5,6%	9,1%	6,6%	6,6%	7,4%
dług/aktyw a	0,0%	0,0%	1,2%	1,0%	0,9%	0,8%	0,8%
dług/kapitał w lasny	0,1%	0,0%	2,8%	2,3%	1,9%	1,7%	1,4%
dług/EBITDA	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
EBIT/odsetki	258,1	-	-	-	-	-	-
płynność bieżąca	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9
płynność szybka	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9
płynność gotówkow a	0,67	0,63	0,56	0,61	0,71	0,79	0,89
rotacja zapasów (dni)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
rotacja należności (dni)	22,9	31,2	33,1	34,0	34,0	34,0	34,0
rotacja zobowiązań (dni)	48,4	50,0	35,2	34,0	34,0	34,0	34,0
cykl rotacji gotówki (dni)	-25,5	-18,8	-2,1	0,0	0,0	0,0	0,0
WACC	10,0%	11,3%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
ROIC	35,6%	63,6%	42,8%	36,1%	31,1%	27,6%	26,0%
EVA (mln)	9,3	25,9	24,8	25,7	25,2	24,9	25,6
FCFF (mln)	55,4	13,0	7,7	24,1	34,4	38,7	43,7

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP



BGZ BNP PARIBAS BIURO MAKLERSKIE

ul. Żurawia 6/12, 00-503 Warszawa
tel. (22) 32 94 300, fax (22) 32 94 303
e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl
www.bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego	telefon	adres email
Jerzy Nikorowski	22 507 52 71	jerzy.nikorowski@bgzbnpparibas.pl
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl
Michał Krajczewski	22 507 52 91	michal.krajczewski@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 Wtórno	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



Zlecenia na GPW i New Connect

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



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 odniesienie 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. Rekomendowane Spółki mogą być składnikami portfela inwestycyjnego autora rekomendacji.

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>