



Dom Maklerski BDM S.A.

ENTER AIR

RAPORT ANALITYCZNY

Wydajemy zalecenie Akumuluj dla akcji Enter Air, wyznaczając jednocześnie cenę docelową na poziomie 24,0 PLN/walor, czyli 11% powyżej obecnej ceny rynkowej (spadek wyceny związany jest ze wzrostem stopy wolnej od ryzyka oraz przywróceniem analizy porównawczej w końcowej wycenie). Pozytywnie oceniamy wyniki spółki za 2Q'22, które na poziomie wyniku brutto i EBITDA okazały się znacząco lepsze od naszych oczekiwań. Outlook zarządu na 2H'22 i kolejne okresy po konferencji wynikowej był optymistyczny. Enter cały czas obserwuje nadpopyt na swoje usługi, a jego niskokosztowa struktura jest istotną przewagą na nad konkurencją zagraniczną i dzięki niej przewoźnik wygrywa wiele przetargów niższą ceną oraz wyższą jakością usług. Ponadto liczymy na rekordowe wyniki za 3Q'22. Spodziewamy się w tym okresie większej liczby wykonanych powietrznych operacji vs najlepszy dotychczas 3Q'19 oraz lepszej użycia floty. W całym 3Q'22 prognozujemy 275,8 mln PLN EBITDA MSSF 16 (+33,8% r/r).

Wyniki za 2Q'22

Wyniki spółki za 2Q'22 wypadły powyżej naszych oczekiwań, co odebraliśmy pozytywnie. Przychody spółki w tym okresie wyniosły 602,6 mln PLN (+170,6%) i były zbliżone do naszych oczekiwań. Największym pozytywnym zaskoczeniem okazał się dla nas znacząco niższy koszt usług obcych vs nasze prognozy. W pozycji tej znajdują się m.in. koszty obsługi technicznej oraz część wynagrodzeń (spółka komunikowała podczas ostatnich spotkań z inwestorami o optymalizacji wynagrodzeń załóg, a której implikacja w naszym modelu wpływa na poprawę marży). Wynik brutto przewoźnika w omawianym okresie wyniósł 68,7 mln PLN (vs -14,3 mln PLN nasze oczekiwania), a na poziomie EBITDA spółka wypracowała 112,5 mln PLN (vs 27,8 mln PLN BDM).

Oczekiwane rekordowe wyniki za 3Q'22

Okres 3Q'22 przyniósł dalszą poprawę popytu (potwierdzają to po części odczyty publikowane przez Ryan Air; [link](#)), co w istotny sposób przełożyło się na wzrost liczby wykonywanych lotów w tym okresie (zarówno r/r jak i vs rekordowy 2019r.). W sezonie letnim spółka wykorzystywała całą dostępną flotę 25 samolotów (23 samoloty Boeing 737-800 oraz 2 maszyny 737 MAX 8) oraz dwie dodatkowe maszyny wynajęte na zasadzie wet-lease, a popyt na jej usługi przekraczał możliwości operacyjne floty. Spodziewamy się, że w omawianym okresie użycia floty była na znacznie lepszym poziomie, a efektywność (liczba wylatanych godzin na samolot) przewyższała nawet tą z 2019r. Szacujemy, że 3Q'22 Enter Air wypracował 1 153,4 mln PLN przychodów (+114,8% r/r). Według naszych obliczeń, wynik brutto ze sprzedaży w minionym kwartale wyniósł 233,4 mln PLN. Natomiast na poziomie EBITDA MSSF 16 prognozujemy 275,8 mln PLN (+33,8% r/r).

Ryzyka

Pomimo zniesienia obostrzeń pandemicznych w większości krajów, wciąż podstawowym ryzykiem dla naszych prognoz są potencjalne kolejne fale COVID-19 i ich następstwa. Ponadto wyżej wspomniane pogarszające się otoczenie makro i zmiany cen paliwa (przekładane na klienta) mogą w kolejnych okresach negatywnie wpłynąć na popyt na wyjazdy zagraniczne i odbudowę ruchu turystycznego. Uważamy jednak, że dalej obserwowany nadpopyt oraz przewaga konkurencyjna oferowanych usług spółki (w szczególności niższa cena) pozwoli jej efektywnie wykorzystywać swoją flotę w kolejnych okresach.

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	1 614,7	470,5	1 120,3	2 378,0	2 082,9	2 081,3
EBITDA MSSF 16 [mln PLN]	341,7	23,9	208,8	380,3	380,4	389,6
EBIT MSSF 16 [mln PLN]	168,5	-150,5	-14,1	245,2	148,2	154,1
Wynik brutto [mln PLN]	107,8	-188,0	-141,1	-142,5	72,4	84,4
Wynik netto [mln PLN]	85,0	-154,1	-117,1	-140,8	58,6	68,4
Marża brutto ze sprzedaży	13,1%	-26,4%	4,7%	9,0%	9,2%	9,5%
Marża EBITDA MSSF 16	21,2%	5,1%	18,6%	16,0%	18,3%	18,7%
Marża EBIT MSSF 16	10,4%	-32,0%	-1,3%	6,9%	7,1%	7,4%
Marża zysku netto	5,3%	-32,8%	-10,5%	-5,9%	2,8%	3,3%
P/BV	1,0	1,8	4,2	-	-	-
P/E	4,4	-	-	-	6,4	5,5
EV/EBITDA MSSF 16	4,1	67,8	8,5	4,7	4,7	4,3
EV/EBIT MSSF 16	8,3	-	-	7,3	12,1	10,8
DPS	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DY	3,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM. Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

Materiał został opracowany przez Dom Maklerski BDM na zlecenie GPW w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 24,0 PLN

26 PAŹDZIERNIKA 2022, 11:10 CET

Wycena końcowa [PLN]	24,0
Potencjał do wzrostu	11%
Koszt kapitału	8,5%
Cena rynkowa [PLN]	21,5
Kapitalizacja [mln PLN]	377,2
Ilość akcji [mln. szt.]	17,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	28,2
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	20,5
Stopa zwrotu za 3 mc	-2,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	-23,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	-25,9%
Struktura akcjonariatu:	
ENT Investments Ltd	51,5%
NN PTE	10,7%
Generali OFE	9,7%
Investors TFI	6,9%
Pozostali	21,2%

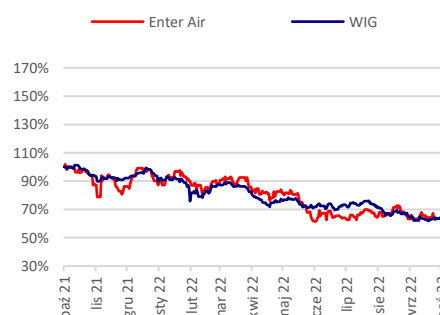
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



SPIS TREŚCI:

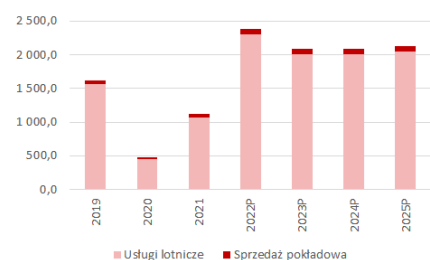
WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
WYNIKI ZA 2Q'22.....	8
PODSUMOWANIE KONFERENCJI WYNIKOWEJ ZA 2Q'22 (05.10.2022)	9
PROGNOZA NA 3Q'22	10
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	11
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	13

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

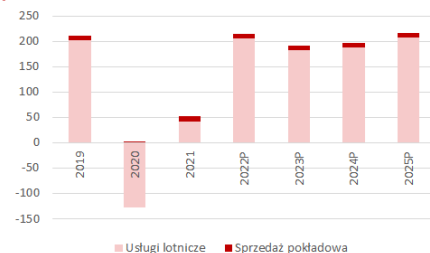
Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 614,7	470,5	1 120,3	2 378,0	2 082,9	2 081,3	2 121,8
Usługi lotnicze	1 559,9	453,3	1 070,0	2 305,2	2 012,5	2 011,0	2 050,1
Sprzedaż pokładowa	54,8	17,2	50,3	72,8	70,4	70,4	71,8
Zysk brutto ze sprzedaży	212,1	-124,4	52,1	214,4	191,3	197,1	217,2
SG&A	37,6	28,0	35,0	46,6	41,0	41,0	41,8
PPO/PKO	-6,0	1,9	-30,0	77,6	-2,1	-2,1	-2,1
EBITDA MSSF 16	341,7	23,9	208,2	380,3	380,4	389,6	407,4
EBIT MSSF 16	168,5	-150,5	-14,1	245,2	148,2	154,1	173,3
Zysk brutto	107,8	-188,0	-141,1	-142,5	72,4	84,4	107,4
Zysk netto	85,0	-154,1	-117,1	-140,8	58,6	68,4	87,0
Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	1 517,6	1 574,6	1 395,4	1 520,8	1 446,2	1 384,6	1 549,1
Rzeczowe aktywa trwałe	1 389,2	1 456,1	1 236,3	1 338,4	1 272,0	1 210,3	1 374,6
Pozostałe aktywa trwałe	128,5	118,5	159,1	182,4	174,2	174,4	174,6
Aktywa obrotowe	212,0	136,3	351,6	343,3	224,0	226,2	201,9
Zapasy	6,0	4,0	4,2	6,3	5,5	5,5	5,6
Należności krótkoterminowe	95,6	41,1	78,7	150,5	146,3	146,2	149,0
Środki pieniężne	88,5	78,8	268,7	186,3	72,0	74,3	47,1
Pozostałe aktywa obrotowe	21,9	12,5	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Aktywa razem	1 729,7	1 710,9	1 747,0	1 864,1	1 670,2	1 610,9	1 751,0
Kapitał własny	361,6	206,2	89,0	-51,8	-110,3	-41,9	45,1
Udziały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 368,1	1 504,7	1 658,0	1 915,9	1 780,5	1 652,8	1 705,9
Rezerwy na zobowiązania	2,8	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9
Oprocentowane zobow. długotermin.	874,7	940,4	1 077,5	1 203,0	1 085,0	986,5	1 066,6
Zobowiązania długoterminowe inne	76,8	34,7	23,7	18,2	18,2	18,2	18,2
Oprocentowane zobow. krótkotermin.	230,4	381,8	386,1	404,5	404,5	375,4	346,2
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	120,9	111,0	139,2	130,4	113,0	112,9	115,1
Zobowiązania krótkoterminowe inne	62,4	34,7	29,4	157,8	157,8	157,8	157,8
Pasywa razem	1 729,7	1 710,9	1 747,0	1 864,1	1 670,2	1 610,9	1 751,0
Dług netto	1 016,7	1 243,5	1 389,3	1 421,3	1 417,5	1 287,5	1 365,8
Dług netto / Kapitał własny	2,8	6,0	15,6	-27,4	-12,9	-30,7	30,3
Dług netto / EBITDA MSSF 16	3,0	52,0	6,7	3,7	3,7	3,3	3,4
Rachunek przepływu [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	325,8	73,2	225,5	106,6	377,7	373,6	386,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-11,0	-21,4	3,7	-13,8	-43,7	-56,1	-280,8
Przepływy z działalności finansowej	-326,7	-63,6	609,4	-329,4	-294,1	-315,2	-132,6
Przepływy pieniężne netto	-11,9	-11,8	189,0	-236,6	40,0	2,3	-27,3
Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S	0,2	0,8	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
P/E	4,4	-	-	-	6,4	5,5	4,3
P/BV	1,0	1,8	4,2	-	-	-	8,4
EV/EBITDA MSSF 16	4,1	67,8	8,5	4,7	4,7	4,3	4,3
EV/EBIT MSSF 16	8,3	-	-	7,3	12,1	10,8	10,1
EV/S	0,9	3,4	1,6	0,8	0,9	0,8	0,8
BVPS	12,4	14,9	18,1	20,6	11,8	5,1	-3,0
EPS	2,6	3,3	3,8	4,8	-8,8	-6,7	-8,0
DPS (w danym roku)	0,2	0,5	0,5	0,7	0,0	0,0	0,0
Wskaźniki	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	24,6%	-70,9%	138,1%	112,3%	-12,4%	-0,1%	1,9%
EBITDA MSSF 16 zmiana r/r	114,6%	-93,0%	770,8%	82,6%	0,0%	2,4%	4,6%
Zysk netto zmiana r/r	28,3%	-	-	-	-	16,6%	27,2%
Marża brutto na sprzedaży	13,1%	-26,4%	4,7%	9,0%	9,2%	9,5%	10,2%
Marża EBITDA MSSF 16	21,2%	5,1%	18,6%	16,0%	18,3%	18,7%	19,2%
Marża netto	5,3%	-32,8%	-10,5%	-5,9%	2,8%	3,3%	4,1%
ROE	23,5%	-74,8%	-131,5%	271,9%	-53,2%	-163,2%	192,8%
ROA	4,9%	-9,0%	-6,7%	-7,6%	3,5%	4,2%	5,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; wskaźniki obliczone przy cenie rynkowej 21,5 PLN.

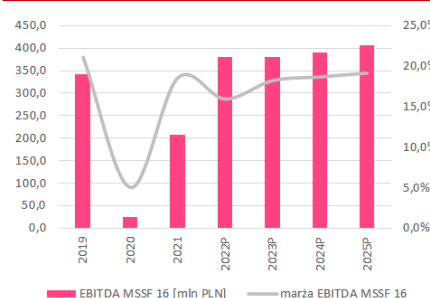
Przychody wg segmentów [mln PLN]



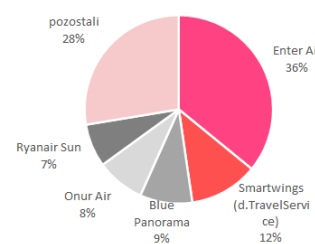
Wynik brutto ze sprzedaży w podziale na segmenty [mln PLN]



EBITDA i marża EBITDA w okresie prognozy



Udział w rynku czarterowym w Polsce'20 [%]



Główne czynniki ryzyka: 1) COVID-19 i jego konsekwencje 2) Otoczenie makroekonomiczne 3) Koncentracja klientów 4) Konkurencja rynkowa 5) Katastrof lotnicze 6) Wstrzymanie lotów Boeing 737 MAX8 7) Ataki terrorystyczne i konflikty militarne 8) Katastrofy naturalne i epidemie 9) Zmiany cen paliw 10) Sezonowość wyników 11) Ryzyko stóp procentowych

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Enter Air dokonaliśmy w oparciu o metodę DCF i metodę porównawczą (odpowiednio 70%/30% udziału w wycenie końcowej). Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 24,7 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 22,1 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 420,4 mln PLN, czyli **24,0 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	434,1	24,7	15%
B	Wycena porównawcza	388,5	22,1	3%
C = (70%*A + 30%*B)	Wycena końcowa	420,4	24,0	11%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wyceny akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10-letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopach zwrotu wolnych od ryzyka (na poziomie 8,0%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,2x.

Główne założenia modelu:

- Szacujemy, że w 2022 r. spółce uda się wypracować 2,38 mld PLN przychodów ze sprzedaży (+112,3% r/r) oraz 380,3 mln PLN na poziomie EBITDA MSSF 16 (+82,2% r/r).
- W latach 2023-2024 w związku z trudnym otoczeniem makro spodziewamy się stabilizacji r/r liczby wykonywanych operacji z rynku polskiego i delikatnego wzrostu zagranicy (naszym zdaniem zagraniczni klienci będą szukali tańszych rozwiązań).

Ścieżka wynikowa w podziale na segmenty [mln PLN]

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	1 614,7	470,5	1 120,3	2 378,0	2 082,9	2 081,3	2 121,8	2 217,2
Usługi lotnicze	1 559,9	453,3	1 070,0	2 305,2	2 012,5	2 011,0	2 050,1	2 142,2
Sprzedaż pokładowa	54,8	17,2	50,3	72,8	70,4	70,4	71,8	75,0
Wynik brutto ze sprzedaży	212,1	-124,4	52,1	214,4	191,3	197,1	217,2	187,6
Usługi lotnicze	203,1	-127,8	41,0	205,2	182,6	188,6	208,5	178,6
Sprzedaż pokładowa	9,0	3,4	11,0	9,0	8,6	8,5	8,6	9,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Poziom zapasów, należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach.
- Zakładamy efektywną stawkę podatkową na poziomie 19,0% w latach 2023-31 (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- Dywidenda - istnieje możliwość, że jeżeli spółka osiągnie dochód w tym roku, to będzie mogła wystąpić do PFR o pozwolenie na wypłatę dywidendy. Celem przewoźnika jest powrót do normalności również w kwestii dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami. Aktualnie w naszym modelu przyjmujemy konserwatywny scenariusz, który zakłada, że spółka nie będzie wpłacała dywidendy.
- Uwzględniamy również wartość posiadanych udziałów (Enter Air posiada 49% akcji; ok. 17,2 mln PLN wg sprawozdania za 2Q'22) i pożyczki dla Chair Airlines (ok. 17,6 mln PLN).
- Chair Airlines – w naszym modelu zakładamy, iż spółka w kolejnych latach będzie generowała niewielki sześciocyfrowy wynik netto.
- Własny hangar – zakładamy, że zostanie sfinansowany przez dostawcę tego hangaru, na który wezmą leasing. Spodziewamy się, iż dzięki niemu spółka będzie w stanie w sezonie niskim dokonać przeglądu 1/5 swojej floty (aktualnie wszystkie outsourcowane), co przełoży się na niższe koszty z tego tytułu. Ponadto przez mniejszą usterkowość (precyzyjniejsze przeglądy) może się to przełożyć na wzrost efektywności wykorzystywanej floty.
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2031 roku na poziomie 1,0%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2031 roku.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2021 roku, uwzględniając leasingi związane z obowiązującym standardem MSSF 16.
- Do obliczeń przyjęliśmy 17,5 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 26.10.2022 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Enter Air na poziomie 434,1 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 24,7 PLN.

Model DCF

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	2 378,0	2 082,9	2 081,3	2 121,8	2 217,2	2 268,7	2 317,8	2 418,6	2 527,7	2 588,6
EBIT [mln PLN]	163,5	148,2	154,1	173,3	141,7	162,4	159,6	205,9	179,4	208,2
Stopa podatkowa	20%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	32,2	28,2	29,3	32,9	26,9	30,9	30,3	39,1	34,1	39,6
NOPLAT [mln PLN]	131,3	120,0	124,8	140,3	114,8	131,5	129,3	166,8	145,3	168,6
Amortyzacja, w tym: [mln PLN]	217,0	232,2	235,6	234,1	278,3	276,0	275,0	271,9	325,7	313,8
CAPEX, w tym: [mln PLN]	-154,9	-165,7	-173,8	-398,4	-187,8	-193,4	-197,6	-379,9	-215,5	-225,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-82,8	-12,3	0,0	-0,8	-1,8	-1,0	-0,9	-1,9	-2,0	-1,1
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	110,7	174,1	186,6	-24,7	203,5	213,1	205,8	56,9	253,5	255,4
DFCF [mln PLN]	109,1	158,3	156,0	-19,0	143,2	137,0	120,4	30,2	122,1	111,2
Suma DFCF [mln PLN]	1 068,5									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1 654,0									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	720,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 788,6									
Dług netto 2021 [mln PLN]*	1 389,3									
Udziały w Chair Airlines [mln PLN]	34,8									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	434,1									
Ilość akcji [tys.]	17,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	24,7									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%

Przychody zmiana r/r	112,3%	-12,4%	-0,1%	1,9%	4,5%	2,3%	2,2%	4,3%	4,5%	2,4%
EBIT zmiana r/r	-	-9,4%	4,0%	12,5%	-18,2%	14,6%	-1,7%	29,0%	-12,9%	16,0%
FCF zmiana r/r	-43,1%	57,3%	7,1%	-113,3%	-922,8%	4,7%	-3,5%	-72,4%	345,7%	0,7%
Marża EBITDA	16,0%	18,3%	18,7%	19,2%	18,9%	19,3%	18,8%	19,8%	20,0%	20,2%
Marża EBIT	6,9%	7,1%	7,4%	8,2%	6,4%	7,2%	6,9%	8,5%	7,1%	8,0%
Marża NOPLAT	5,5%	5,8%	6,0%	6,6%	5,2%	5,8%	5,6%	6,9%	5,7%	6,5%
CAPEX / Przychody	6,5%	8,0%	8,4%	18,8%	8,5%	8,5%	8,5%	15,7%	8,5%	8,7%
CAPEX / Amortyzacja	71,4%	71,4%	73,8%	170,2%	67,5%	70,1%	71,9%	139,7%	66,2%	72,0%
Zmiana KO / Przychody	3,5%	0,6%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	6,6%	-4,2%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *-wg MSSF 16

Kalkulacja WACC

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Udział kapitału własnego	13,8%	10,8%	15,5%	19,3%	23,3%	28,1%	33,4%	37,3%	42,6%	47,4%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	7,6%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Udział kapitału obcego	86,2%	89,2%	84,5%	80,7%	76,7%	71,9%	66,6%	62,7%	57,4%	52,6%
WACC	8,5%	8,4%	8,7%	8,9%	9,2%	9,5%	9,8%	10,0%	10,4%	10,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
beta	0,9	19,5	21,3	23,3	25,4	27,8	30,4	33,4	36,7	40,5
	1,0	18,2	19,8	21,7	23,7	26,0	28,4	31,2	34,3	37,8
	1,1	16,8	18,4	20,2	22,1	24,2	26,6	29,2	32,1	35,3
	1,2	15,5	17,0	18,7	20,5	22,5	24,7	27,2	29,9	33,0
	1,3	14,3	15,7	17,3	19,0	20,9	23,0	25,3	27,9	30,8
	1,4	13,1	14,4	16,0	17,6	19,4	21,4	23,5	26,0	28,7
	1,5	11,9	13,2	14,7	16,2	17,9	19,8	21,8	24,1	26,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / Wzrost/spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
premia za ryzyko	3%	22,2	24,2	26,3	28,7	31,3	34,3	37,6	41,4	45,7
	4%	18,7	20,4	22,3	24,4	26,7	29,2	32,1	35,3	38,9
	5%	15,5	17,0	18,7	20,5	22,5	24,7	27,2	29,9	33,0
	6%	12,6	13,9	15,4	17,0	18,8	20,7	22,9	25,2	27,8
	7%	9,9	11,1	12,4	13,9	15,4	17,1	19,0	21,0	23,3
	8%	7,4	8,5	9,7	11,0	12,3	13,8	15,5	17,3	19,2
	9%	5,1	6,1	7,1	8,3	9,5	10,8	12,3	13,9	15,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta								
		0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7
premia za ryzyko	3%	36,9	36,0	35,1	34,3	33,5	32,7	32,0	31,2	30,5
	4%	32,2	31,2	30,2	29,2	28,3	27,4	26,6	25,8	25,0
	5%	28,0	26,9	25,8	24,7	23,8	22,8	21,9	21,1	20,3
	6%	24,1	22,9	21,8	20,7	19,7	18,7	17,8	17,0	16,1
	7%	20,6	19,4	18,2	17,1	16,1	15,1	14,2	13,3	12,5
	8%	17,4	16,1	14,9	13,8	12,8	11,8	10,9	10,1	9,3
	9%	14,4	13,1	11,9	10,8	9,8	8,9	8,0	7,1	6,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

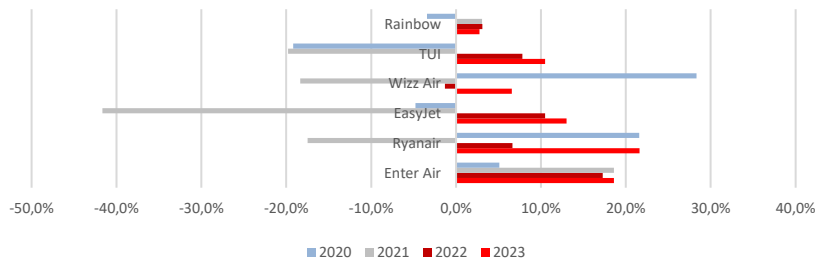
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o prognozy na lata 2022-24 dla wybranych spółek z branży lotniczej. W wycenie uwzględniliśmy przewoźników niskokosztowych (Ryanair, EasyJet, Wizz Air) oraz tour-operatorów (TUI, Rainbow – główni klienci grupy, dodatkowo TUI jest właścicielem linii lotniczej TUI Fly). Analizę oparliśmy na wskaźniku EV/EBITDA (poprzednio prezentowaliśmy też analizę opartą o P/E; obecne prognozy dla wyniku netto wykazują ujemne wartości, co utrudnia analizę tym mnożnikiem). Ostateczna wycena Enter Air metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **22,1 PLN**. W bieżącym raporcie przywróciliśmy podejście w wycenie końcowej w wys. 30%.

Wycena porównawcza [PLN]

	EV/EBITDA		
	2022P	2023P	2024P
Ryanair	44,3	6,3	5,8
EasyJet	5,0	2,8	2,3
Wizz Air	-	20,2	4,9
TUI	4,7	2,9	2,3
Rainbow	4,9	4,8	4,1
Mediana	4,9	4,8	4,1
Enter Air	4,7	4,7	4,3
Premia/dyskonto dla Enter Air	95,7%	98,0%	105,3%
Wycena wg wskaźnika	26,1	23,5	16,7
Waga roku	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		22,1	
Waga wskaźnika		100%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		22,1	

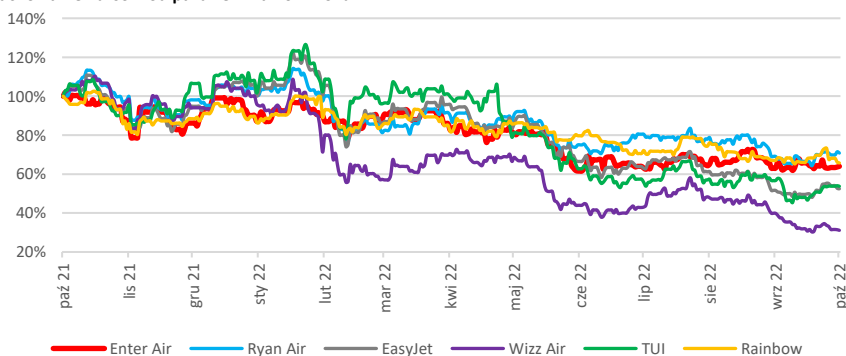
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie marża EBITDA [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów od października 2021 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI ZA 2Q'22

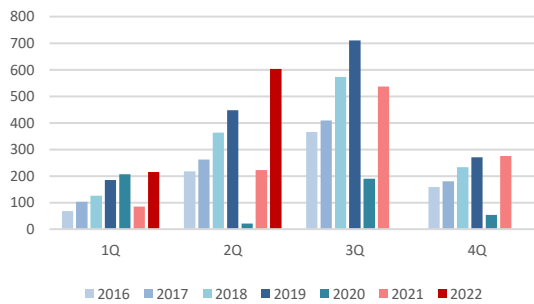
Na przestrzeni 2Q'22 spółka wypracowała 602,6 mln PLN przychodów (+170,6% r/r), a liczba wykonanych lotów zwiększyła się bardzo istotnie r/r (zdecydowany wzrost przychodów w porównaniu do 2021 roku związany był z ustępującą pandemią Covid-19 a zakontraktowanie w 2022 roku sugeruje, że Polacy chętnie po zniesieniu restrykcji wracają do planowania wakacji za granicą). W obszarze usług lotniczych spółka osiągnęła 587,2 mln PLN obrotów (+176,4% r/r), a w części sprzedaży pokładowej 15,4 mln PLN (+51,0% r/r). W omawianym okresie **koszt własny sprzedaży** urósł o 133,4% r/r do poziomu 533,9 mln PLN, a głównym czynnikiem wpływającym na wyższy poziom kosztów w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego jest przede wszystkim wzrost kosztów zużycia materiałów i energii (+243,1% r/r) w związku z większą ilością wykonanych operacji lotniczych. W związku ze znacząco niższymi kosztami usług obcych w 2Q'22 = 184,1 mln PLN vs nasze oczekiwania, spółka wypracowała 58,6 mln PLN EBIT vs -26,5 mln PLN nasze założenia, co oceniliśmy pozytywnie. EBITDA Enter Air w 2Q'22 wyniosła 112,5 mln PLN (+150,4% r/r). Saldo finansowe spółki kształtowało się na poziomie -95,4 mln PLN (z czego -74,7 mln PLN stanowiły różnice kursowe z wyceny bilansowej), co jest istotnie wyższym poziomem vs nasze oczekiwania, co z drugiej strony wpłynęło negatywnie vs odchylenie od naszych prognoz. Dodatkowo wynik został obciążony stratą z wyniku rozliczenia jednostek wycenianych metodą praw własności (-1,7 mln PLN – dotyczy Chair Airlines AG). W omawianym okresie spółka wypracowała **wynik netto** na poziomie -31,0 mln PLN. W 2Q'22 cash flow z działalności operacyjnej wyniósł 209,2 mln PLN (vs 67,4 mln PLN przed rokiem), CF inwestycyjny = -1,4 mln PLN, a CF finansowy = -131,7 mln PLN. Na koniec czerwca'22 grupa miała 284,0 mln PLN środków pieniężnych (+81,8 mln PLN q/q). Ze skutkiem na dzień 31 sierpnia 2022 nastąpiło umorzenie pożyczek preferencyjnych na łączną kwotę 57,0 mln PLN. Ponadto Enter podpisał kolejne aneksy zmieniające umowy leasingowe, które dotyczyły przede wszystkim zmian harmonogramów i zasad spółki |w sposobie naliczania płatności leasingowych w okresie pandemii COVID-19. Porozumienia mają na celu zmniejszenie obciążeń finansowych grupy w okresie, gdy wpływy ze sprzedaży są istotnie niższe. Płatności na rzecz leasingodawców w 2H'22 i 2023 r. szacowane są odpowiednio na 135 mln PLN (30 mln\$) i 262 mln PLN (59 mln\$). Zdaniem spółki w czasie kryzysu zagraniczni klienci nie patrzą już na pochodzenie przewoźnika, tylko na to jaką oferuje cenę za usługę, a ponieważ Enter jest przewoźnikiem o strukturze niskokosztowej, to ma obecnie przewagę nad konkurencją zagraniczną i wygrywa wiele przetargów niższą ceną oraz wyższą jakością usług. **Sezon letni zgodnie z oczekiwaniami spółki był operacyjnie lepszy od rekordowych lat przed pandemią - pozytywne.** W sezonie letnim spółka wykorzystywała całą dostępną flotę 25 samolotów (23 samoloty Boeing 737-800 oraz 2 maszyny 737 MAX 8) oraz dwie dodatkowe maszyny wynajęte na zasadzie wet-lease.

Wyniki za ostatnie kwartały [mln PLN]

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22
Przychody	185,2	447,8	710,5	271,1	207,1	20,6	189,3	53,6	85,0	222,7	536,9	275,7	215,1	602,6
<i>Usługi lotnicze</i>	176,7	434,2	689,4	259,6	199,9	20,4	183,1	49,9	80,7	212,5	515,2	261,6	206,8	587,2
<i>Sprzedaż pokładowa</i>	8,5	13,6	21,1	11,5	7,3	0,1	6,2	3,6	4,3	10,2	21,6	14,2	8,4	15,4
Wynik brutto ze sprzedaży	27,7	72,5	157,4	-45,5	9,5	-83,2	27,2	-77,9	-60,2	-6,0	155,5	-37,2	-22,2	68,7
<i>Usługi lotnicze</i>	25,5	69,4	153,6	-45,4	7,7	-82,9	26,5	-79,1	-61,0	-8,5	150,8	-40,3	-24,2	68,4
<i>Sprzedaż pokładowa</i>	2,2	3,2	3,7	-0,1	1,8	-0,3	0,8	1,1	0,9	2,5	4,7	3,0	2,0	0,4
EBITDA MSSF 16	66,5	110,8	199,9	-35,4	45,4	-44,6	50,2	-27,2	-17,7	44,9	206,1	-24,5	18,1	112,5
EBIT MSSF 16	20,2	61,7	149,0	-62,4	2,1	-90,0	11,9	-74,5	-67,5	-8,4	146,5	-84,7	-36,2	58,6
Wynik brutto	-11,0	66,8	70,4	-18,4	-94,7	-66,0	32,9	-60,2	-142,1	25,4	92,5	-116,9	-82,2	-38,5
Wynik netto	-9,0	54,0	59,5	-19,5	-77,0	-56,0	34,9	-56,0	-116,3	19,5	75,6	-96,0	-68,7	-31,0
marża brutto ze sprzedaży	15,0%	16,2%	22,1%	-16,8%	4,6%	-404,8%	14,4%	-145,5%	-70,8%	-2,7%	29,0%	-13,5%	-10,3%	11,4%
marża EBITDA MSSF 16	35,9%	24,7%	28,1%	-13,1%	21,9%	-216,8%	26,5%	-50,7%	-20,8%	20,2%	38,4%	-8,9%	8,4%	18,7%
marża EBIT MSSF 16	10,9%	13,8%	21,0%	-23,0%	1,0%	-437,6%	6,3%	-139,1%	-79,4%	-3,8%	27,3%	-30,7%	-16,8%	9,7%
marża netto	-4,9%	12,1%	8,4%	-7,2%	-37,2%	-272,4%	18,5%	-104,6%	-136,8%	8,8%	14,1%	-34,8%	-31,9%	-5,2%

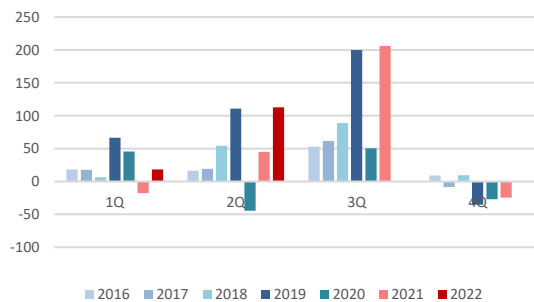
Źródło: BDM S.A., spółka

Przychody w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



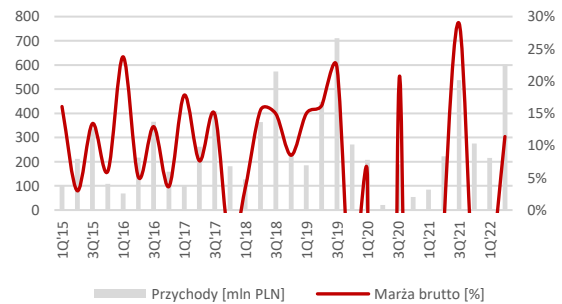
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA w ujęciu kwartalnym [mln PLN]*



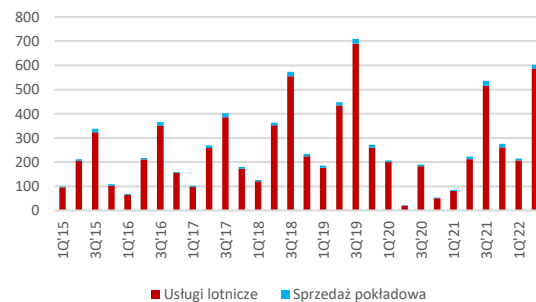
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *wg MSSF 16 od '19

Marża brutto ze sprzedaży [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody wg segmentów [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PODSUMOWANIE KONFERENCJI WYNIKOWEJ ZA 2Q'22 (05.10.2022)

- Popyt na usługi spółki przekraczał możliwości operacyjne floty;
- W sierpniu'22 nastąpiło umorzenie części pożyczek preferencyjnych w wysokości 57 mln PLN;
- W ramach wymiany starszych samolotów zakontraktowano dostawę od lessora 2 nowych B 737 MAX8 – będą finansowane w leasingu operacyjnym; aktualnie nie ma zbyt dużo MAX'ów dostępnych na rynku; MAX'y mają większy sens jeżeli dużo latają i jest wysoka cena paliwa;
- Aktualnie 20 samolotów jest na leasingu operacyjnym a 5 leasingu finansowym;
- W 2Q'22 istotnie wyższa była liczba wykonywanych operacji lotniczych vs analogiczny okres w 2021r.;
- Wpływ na wyniki spółki mają „wirtualne” różnice kursowe o charakterze czysto księgowym, które nie są skutkiem zawieranych transakcji i nie wpływają na bieżącą działalność spółki;
- Ujemna wartość kapitałów własnych wynika z 99,7 mln PLN straty poniesionej w 1H'22. Ujemny kapitał (10,7 mln PLN) powstaje tylko na poziomie konsolidacji. Poszczególne spółki mają kapitały dodatnie: Enter Air S.A. (+158 mln PLN), Enter Air sp.z.o.o. (+113 mln PLN);
- Wzrost zobowiązań z tyt. leasingów wynika z podpisanych nowych aneksów do umów leasingowych, pozwalających na optymalizację kosztów w okresie przy jednoczesnym wydłużeniu okresu leasingu;
- Jedyni 8,5% wszystkich zobowiązań spółki jest wrażliwa na zmianę stóp procentowych;

Q&A:

- 4Q'22 będzie jak zwykle sezonowo słabszy i jak zwykle będzie „zjadał” CF;
- Celem spółki jest zbliżenie się w tym roku do rekordowego roku 2019 na poziomie EBITDA;
- Pozyskane na początku 2023r. MAXy będą gotowe do operacji przed sezonem;
- W 3Q'21 baza jest niska, w drugiej części zaczął się odbudowywać;
- Chair – są teraz wynikowo na zero/plus, możliwe że CF będzie lepszy, spółka zastanawia się nad restrukturyzacją tego podmiotu, Enter jest zadowolony ze zmian, które zaszły w tej spółce, nie mają z nimi problemów, uważa że to przejście wyszło im całkiem „fajnie”; znacząco zwiększyli swoją flotę, mają aktualnie 3 Airbusey;
- Zmiany w zarządzie – normalny zwykła restrukturyzacja, nie chodziło o sytuacje z operacjami, kompetencjami, chodziło tylko o pewne zacięcia we współpracy w zarządzie;

PROGNOZA NA 3Q'22

Okres 3Q'22 przyniósł dalszą popytu (potwierdzają to po części odczyty publikowane przez Ryan Air; [link](#)), co w istotny sposób przełożyło się na wzrost liczby wykonywanych lotów w tym okresie (zarówno r/r jak i vs rekordowy 2019r.). W sezonie letnim spółka wykorzystywała całą dostępną flotę 25 samolotów (23 samoloty Boeing 737-800 oraz 2 maszyny 737 MAX 8) oraz dwie dodatkowe maszyny wynajęte na zasadzie wet-lease, a popyt na jej usługi przekraczał możliwości operacyjne floty. W pandemii spółka miała problem z efektywnością wykorzystywanych zasobów, co związane było m.in. z kumulacją rejsów w czasie weekendów. Spodziewamy się, że w omawianym okresie użycie floty było na znacznie lepszym poziomie, loty rozłożone były w całym tygodniu, a efektywność (liczba wylatanych godzin na samolot) przewyższała nawet tą z 2019r. W omawianym kwartale spodziewamy się większej liczby wykonanych powietrznych operacji vs 3Q'19. Szacujemy, że 3Q'22 Enter Air wypracował 1 153,4 mln PLN przychodów (+114,8% r/r), z czego 97,6% stanowiły usługi lotnicze (1 125,3 mln PLN, +118,4% r/r), a za resztę odpowiadała sprzedaż pokładowa (28,1 mln PLN, +30,0% r/r). Według naszych obliczeń, wynik brutto ze sprzedaży w minionym kwartale wyniósł 233,4 mln PLN (229,0 mln PLN – usługi lotnicze, 4,4 mln PLN – sprzedaż pokładowa). Na poziomie EBITDA MSSF 16 prognozujemy 275,8 mln PLN (+33,8% r/r). Prognozujemy saldo finansowe na poziomie -134,3 mln PLN (pragniemy jednak zauważyć, że 106,2 mln PLN dotyczy różnic kursowych z wyceny bilansowej, co jest jedynie księgową zmianą, nie ma wpływu na CF spółki). Mając powyższe na uwadze szacujemy że spółka w 3Q'22 wypracowała 156,8 mln PLN (+28,4% r/r) zysku netto adj*.

Aneksy zmieniające umowy leasingowe – w sierpniu'22 Grupa podpisała kolejne aneksy zmieniające umowy leasingowe, które dotyczyły przede wszystkim zmian harmonogramów i zasad spółki w sposobie naliczania płatności leasingowych w okresie pandemii COVID-19. Porozumienia mają na celu zmniejszenie obciążeń finansowych grupy w okresie, gdy wpływy ze sprzedaży są istotnie niższe. Płatności na rzecz leasingodawców w 2H'22 i 2023 r. szacowane są odpowiednio na 135 mln PLN (30 mln\$) i 262 mln PLN (59 mln\$).

Recesja a biznes Enter Air - w czasie kryzysu zagraniczni klienci nie patrzą już na pochodzenie przewoźnika, tylko na to jaką oferuje cenę za usługę, a ponieważ Enter jest przewoźnikiem o strukturze niskokosztowej, to ma obecnie przewagę nad konkurencją zagraniczną i wygrywa wiele przetargów niższą ceną oraz wyższą jakością usług.

Zmiany w zarządzie – pod koniec września'22 odwołano z zarządu spółki Pana Mariusza Olechno. Na konferencji po 2Q'22 spółka komentowała, że jest to zwykła restrukturyzacja i nie chodziło o sytuację z operacjami, kompetencjami, chodziło tylko o pewne zacięcia we współpracy w zarządzie.

Główne ryzyka biznesowe spółki to: 1) wpływ COVID-19; 2) spowolnienie gospodarcze; 3) ceny paliw (model biznesowy grupy zakłada oparcie stawki lotu o koszt paliwa, co pozwala niwelować w dużej mierze negatywne wahania); oraz 4) braki pracowników na europejskich portach oraz strajki w liniach lotniczych.

Prognozy wyników na 3Q'2022 [mln PLN]

	3Q'21	3Q'22P	zmiana r/r
Przychody	536,9	1 153,4	114,8%
<i>Usługi lotnicze</i>	515,2	1 125,3	118,4%
<i>Sprzedaż pokładowa</i>	21,6	28,1	30,0%
Wynik brutto ze sprzedaży	155,5	233,4	50,1%
<i>Usługi lotnicze</i>	150,8	229,0	51,8%
<i>Sprzedaż pokładowa</i>	4,7	4,4	-6,0%
EBITDA MSSF 16	206,1	275,8	33,8%
EBIT MSSF 16	146,5	221,8	51,4%
Wynik brutto	92,5	87,4	-5,5%
Wynik brutto adj.*	139,0	193,6	39,3%
Wynik netto	75,6	50,6	-33,0%
Wynik netto adj.*	122,1	156,8	28,4%
Marża brutto ze sprzedaży	29,0%	20,2%	
Marża EBITDA MSSF 16	38,4%	23,9%	
Marża EBIT MSSF 16	27,3%	19,2%	
Marża zysku netto	14,1%	4,4%	
Marża zysku netto adj.*	22,7%	13,6%	

Źródło: BDM S.A., spółka; *oczyszczone o wpływ różnic kursowych z wyceny bil.

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Spodziewamy się dalszej odbudowy ruchu turystycznego, co według naszych szacunków przełoży się na wzrost liczby wykonywanych lotów w tym okresie (zarówno r/r jak i vs 2019r.). Ponadto w pandemii spółka miała problem z efektywnością wykorzystywanych zasobów, co związane było m.in. z kumulacją rejsów w czasie weekendów. W związku z aktualnym rozkładem lotów w całym tygodniu, zakładamy wzrost utylizacji floty (efektywność przewyższająca nawet tą z 2019r.). Zmiana przychodów vs nasze ostatnie prognozy wynika ze zmian cen paliwa lotniczego oraz walut. W wynikach za 2Q'22 największym pozytywnym zaskoczeniem okazał się dla nas znacząco niższy koszt usług obcych vs nasze prognozy. W pozycji tej znajdują się m.in. koszty obsługi technicznej oraz część wynagrodzeń (spółka komunikowała podczas ostatnich spotkań z inwestorami o optymalizacji wynagrodzeń załóg, a której implikacja w naszym modelu wpływa na poprawę marży). W całym 2022 roku estymujemy, że Enter Air osiągnie 2,38 mld PLN przychodów, ok. 380,3 mln PLN EBITDA MSSF 16 oraz 140,8 mln PLN straty netto (po oczyszczeniu o wpływ różnic kursowych spółka wypracuje 69,1 mln PLN zysku netto). Zmiana naszych prognoz na poziomie netto vs ostatnia rekomendacja wynika w głównej mierze z implikacji różnic kursowych z wyceny bilansowej. W latach 2023-2024 w związku z trudnym otoczeniem makro spodziewamy się stabilizacji r/r liczby wykonywanych operacji z rynku polskiego i delikatnego wzrostu zagranicy (naszym zdaniem zagraniczni klienci będą szukali tańszych rozwiązań). Na przestrzeni 2023-2026 prognozujemy dostawę nowych Boeingów – zakładamy, że będą finansowane ze źródeł zewnętrznych i zastąpią stare samoloty, stąd nie wpłyną na powiększenie floty. Podchodzimy konserwatywnie do zwiększania liczebności samolotów - w latach 2025 i 2029 zakładamy dołożenie do floty po jednym B-737-8 MAX (wykorzystanie leasingu finansowego). Głównymi czynnikami ryzyka pozostają: 1) wpływ COVID-19; 2) spowolnienie gospodarcze; 3) ceny paliw (model biznesowy grupy zakłada oparcie stawki lotu o koszt paliwa, co pozwala niwelować w dużej mierze negatywne wahania); oraz 4) braki pracowników na europejskich portach oraz strajki w liniach lotniczych.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22P	4Q'22P
Przychody	207,1	20,6	189,3	53,6	85,0	222,7	536,9	275,7	215,1	602,6	1 153,4	406,8
<i>Usługi lotnicze</i>	199,9	20,4	183,1	49,9	80,7	212,5	515,2	261,6	206,8	587,2	1 125,3	385,9
<i>Sprzedaż pokładowa</i>	7,3	0,1	6,2	3,6	4,3	10,2	21,6	14,2	8,4	15,4	28,1	20,9
Wynik brutto ze sprzedaży	9,5	-83,2	27,2	-77,9	-60,2	-6,0	155,5	-37,2	-22,2	68,7	233,4	-65,5
<i>Usługi lotnicze</i>	7,7	-82,9	26,5	-79,1	-61,0	-8,5	150,8	-40,3	-24,2	68,4	228,8	-67,8
<i>Sprzedaż pokładowa</i>	1,8	-0,3	0,8	1,1	0,9	2,5	4,7	3,0	2,0	0,4	4,4	2,3
EBITDA MSSF 16	45,4	-44,6	50,2	-27,2	-17,7	44,9	206,1	-25,1	18,1	112,5	275,8	-26,1
EBIT MSSF 16	2,1	-90,0	11,9	-74,5	-67,5	-8,4	146,5	-84,7	45,6	58,6	232,5	-61,0
Wynik brutto	-94,7	-66,0	32,9	-60,2	-142,1	25,4	92,5	-116,9	-82,2	-38,5	221,8	-80,7
Wynik netto	-77,0	-56,0	34,9	-56,0	-116,3	19,5	75,6	-96,0	-68,7	-31,0	209,6	-83,5
marża brutto ze sprzedaży	4,6%	-404,8%	14,4%	-145,5%	-70,8%	-2,7%	29,0%	-13,5%	-10,3%	11,4%	20,2%	-16,1%
marża EBITDA MSSF 16	21,9%	-216,8%	26,5%	-50,7%	-20,8%	20,2%	38,4%	-9,1%	8,4%	18,7%	23,9%	-6,4%
marża EBIT MSSF 16	1,0%	-437,6%	6,3%	-139,1%	-79,4%	-3,8%	27,3%	-30,7%	21,2%	9,7%	20,2%	-15,0%
marża netto	-37,2%	-272,4%	18,5%	-104,6%	-136,8%	8,8%	14,1%	-34,8%	-31,9%	-5,2%	19,2%	-19,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza ogólna na lata 2022-2031 [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody	1 296,1	1 614,7	470,5	1 120,3	2 378,0	2 082,9	2 081,3	2 121,8	2 217,2	2 268,7	2 317,8	2 418,6	2 527,7	2 588,6
<i>Usługi lotnicze</i>	1 251,9	1 559,9	453,3	1 070,0	2 305,2	2 012,5	2 011,0	2 050,1	2 142,2	2 191,9	2 239,4	2 336,8	2 442,2	2 501,0
<i>Sprzedaż pokładowa</i>	44,3	54,8	17,2	50,3	72,8	70,4	70,4	71,8	75,0	76,7	78,4	81,8	85,5	87,5
Wynik brutto ze sprzedaży	166,1	212,1	-124,4	52,1	214,4	191,3	197,1	217,2	187,6	208,2	206,4	254,8	230,5	260,5
<i>Usługi lotnicze</i>	157,8	203,1	-127,8	41,0	205,2	182,6	188,6	208,5	178,6	199,1	197,2	245,2	220,6	250,4
<i>Sprzedaż pokładowa</i>	8,3	9,0	3,4	11,0	9,0	8,6	8,5	8,6	9,0	9,1	9,2	9,5	9,9	10,0
EBITDA MSSF 16	159,3	341,7	23,9	208,2	380,3	380,4	389,6	407,4	420,0	438,4	434,6	477,8	505,1	521,9
EBIT MSSF 16	118,9	168,5	-150,5	-14,7	163,5	148,2	154,1	173,3	141,7	162,4	159,6	205,9	179,4	208,2
Wynik brutto	84,6	107,8	-188,0	-141,1	-142,5	72,4	84,4	107,4	77,5	102,8	105,7	155,4	131,9	165,5
Wynik netto	66,3	85,0	-154,1	-117,1	-140,8	58,6	68,4	87,0	62,8	83,3	85,6	125,9	106,8	134,1
marża brutto ze sprzedaży	12,8%	13,1%	-26,4%	4,7%	9,0%	9,2%	9,5%	10,2%	8,5%	9,2%	8,9%	10,5%	9,1%	10,1%
marża EBITDA MSSF 16	12,3%	21,2%	5,1%	18,6%	16,0%	18,3%	18,7%	19,2%	18,9%	19,3%	18,8%	19,8%	20,0%	20,2%
marża EBIT MSSF 16	9,2%	10,4%	-32,0%	-1,3%	6,9%	7,1%	7,4%	8,2%	6,4%	7,2%	6,9%	8,5%	7,1%	8,0%
marża netto	5,1%	5,3%	-32,8%	-10,5%	-5,9%	2,8%	3,3%	4,1%	2,8%	3,7%	3,7%	5,2%	4,2%	5,2%

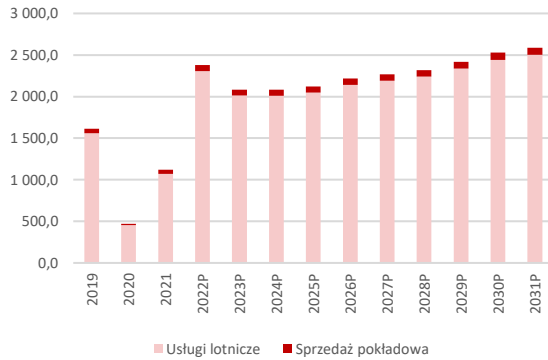
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 11.07.2022 [mln PLN]

	2022P			2023P			2024P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	2 149,1	2 378,0	10,7%	2 283,70	2 082,9	-8,8%	2 232,7	2 081,3	-6,8%
Usługi lotnicze	2 088,3	2 305,2	10,4%	2 206,50	2 012,5	-8,8%	2 157,2	2 011,0	-6,8%
Sprzedaż pokładowa	60,8	72,8	19,8%	77,2	70,4	-8,8%	75,5	70,4	-6,8%
Wynik brutto ze sprzedaży	159,6	214,4	34,4%	195,4	191,3	-2,1%	199,5	197,1	-1,2%
Usługi lotnicze	146,0	205,2	40,6%	178,3	182,6	2,4%	182,8	188,6	3,2%
Sprzedaż pokładowa	13,5	9,0	-33,4%	17,1	8,6	-49,6%	16,7	8,5	-48,8%
EBITDA MSSF 16	329,2	380,3	15,5%	377,3	380,4	0,8%	386,9	389,6	0,7%
EBIT MSSF 16	112,3	163,5	45,6%	147,2	148,2	0,7%	152,3	154,1	1,2%
Wynik brutto	5,7	-142,5	-	69,5	72,4	4,2%	81,2	84,4	4,0%
Wynik netto	4,5	-140,8	-	56,3	58,6	4,2%	65,8	68,4	3,9%
marża brutto ze sprzedaży	7,4%	9,0%		8,60%	9,2%		8,9%	9,5%	
marża EBITDA MSSF 16	15,3%	16,0%		16,50%	18,3%		17,3%	18,7%	
marża EBIT MSSF 16	5,2%	6,9%		6,40%	7,1%		6,8%	7,4%	
marża netto	0,2%	-5,9%		2,50%	2,8%		2,9%	3,3%	
USD/PLN	4,502	4,567	1,5%	4,97	5,058	1,8%	5,130	5,205	1,5%

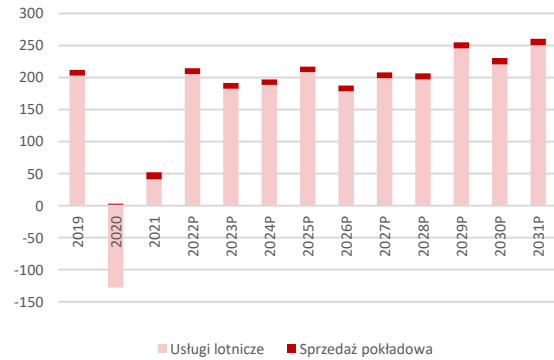
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody w podziale na segmenty [mln PLN]



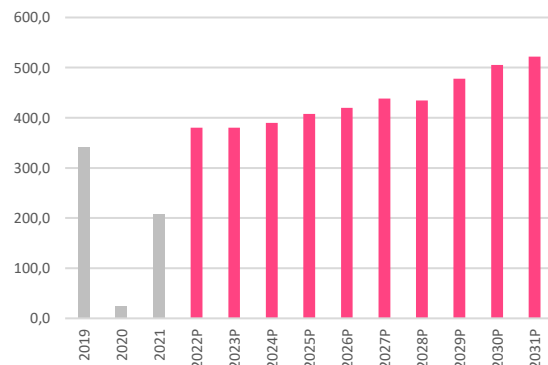
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wynik brutto ze sprzedaży w podziale na segmenty [mln PLN]



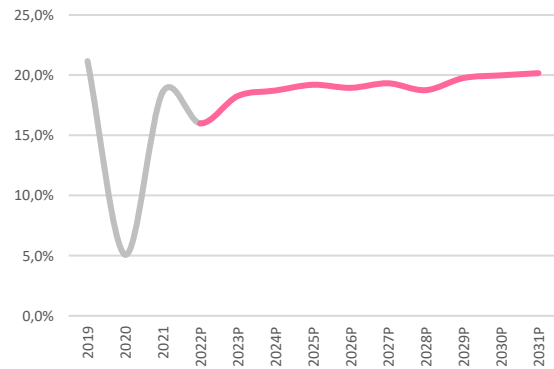
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA w kolejnych okresach [mln PLN]*



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *dane wg MSSF 16 od 1Q'19

Marża EBITDA w okresie prognozy*



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *MSSF 16 od 1Q'19

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Bilans [mln PLN]													
Aktywa trwałe	1 517,6	1 574,6	1 395,4	1 520,8	1 446,2	1 384,6	1 549,1	1 458,8	1 376,5	1 299,3	1 407,5	1 297,5	1 209,8
RzAT	1 389,2	1 456,1	1 236,3	1 338,4	1 272,0	1 210,3	1 374,6	1 284,1	1 201,6	1 124,2	1 232,2	1 122,0	1 034,1
Aktywo z tyt. pod. odr.	0,0	0,0	29,6	50,7	50,7	50,7	50,7	50,7	50,7	50,7	50,7	50,7	50,7
Pozostałe aktywa trwałe	128,5	118,5	129,5	131,7	123,5	123,7	123,9	124,0	124,2	124,4	124,6	124,8	125,0
Aktywa obrotowe	212,0	136,3	351,6	343,3	224,0	226,2	201,9	281,2	372,4	438,1	503,1	637,9	819,7
Zapasy	6,0	4,0	4,2	6,3	5,5	5,5	5,6	5,9	6,0	6,2	6,4	6,7	6,9
Należności z tyt. dostaw	95,6	41,1	78,7	150,5	146,3	146,2	149,0	155,7	159,3	162,8	169,8	177,5	181,8
Środki pieniężne	88,5	78,8	268,7	186,3	72,0	74,3	47,1	119,4	206,9	269,0	326,6	453,5	630,9
Pozostałe aktywa obrotowe	21,9	12,5	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Aktywa razem	1 729,7	1 710,9	1 747,0	1 864,1	1 670,2	1 610,9	1 751,0	1 740,0	1 748,8	1 737,3	1 910,6	1 935,4	2 029,6
Kapitał własny	361,6	206,2	89,0	-51,8	-110,3	-41,9	45,1	107,9	191,2	276,8	402,7	509,5	643,5
Zobowiązania długoterminowe	953,4	975,2	1 101,2	1 221,2	1 103,2	1 004,7	1 084,8	1 034,9	986,9	939,1	1 033,1	990,6	947,3
Zobowiązania finansowe	874,7	940,4	1 077,5	1 203,0	1 085,0	986,5	1 066,6	1 016,7	968,7	920,9	1 015,0	972,4	929,2
Pozostałe zob. długoterminowe	78,7	34,7	23,7	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2
Zobowiązania krótkoterminowe	414,7	529,6	556,7	694,6	677,3	648,1	621,1	597,2	570,8	521,4	474,8	435,4	438,7
Zobowiązania finansowe	230,4	381,8	386,1	404,5	404,5	375,4	346,2	317,1	287,9	235,9	183,8	138,5	138,5
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	120,9	111,0	139,2	130,4	113,0	112,9	115,1	120,3	123,1	125,8	131,2	137,2	140,5
Pozostałe zob. krótkoterminowe	63,3	36,8	31,4	159,8	159,8	159,8	159,8	159,8	159,8	159,8	159,8	159,8	159,8
Pasywa razem	1 729,7	1 710,9	1 747,0	1 864,1	1 670,2	1 610,9	1 751,0	1 740,0	1 748,8	1 737,3	1 910,6	1 935,4	2 029,6
Rachunek zysków i strat [mln PLN]													
Przychody ze sprzedaży	1 614,7	470,5	1 120,3	2 378,0	2 082,9	2 081,3	2 121,8	2 217,2	2 268,7	2 317,8	2 418,6	2 527,7	2 588,6
Koszty wytworzenia	1 402,5	594,9	1 068,2	2 163,6	1 891,6	1 884,2	1 904,6	2 029,6	2 060,4	2 111,4	2 163,8	2 297,2	2 328,1
Wynik brutto ze sprzedaży	212,1	-124,4	52,1	214,4	191,3	197,1	217,2	187,6	208,2	206,4	254,8	230,5	260,5
Koszty SG&A	37,6	28,0	35,0	46,6	41,0	41,0	41,8	43,7	44,7	45,6	47,6	49,8	51,0
Saldo pozostałe działalności operacyjnej	-6,0	1,9	-30,0	77,6	-2,1	-2,1	-2,1	-2,2	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3
EBITDA MSSF 16	341,7	23,9	208,2	380,3	380,4	389,6	407,4	420,0	438,4	434,6	477,8	505,1	521,9
EBIT MSSF 16	168,5	-150,5	-14,1	245,2	148,2	154,1	173,3	141,7	162,4	159,6	205,9	179,4	208,2
Saldo finansowe	-74,9	-40,3	-124,9	-107,2	-75,9	-69,8	-66,0	-64,4	-59,8	-54,1	-50,7	-47,7	-42,9
Wynik brutto	107,8	-188,0	-141,1	-142,5	72,4	84,4	107,4	77,5	102,8	105,7	155,4	131,9	165,5
Wynik netto	85,0	-154,1	-117,1	-140,8	58,6	68,4	87,0	62,8	83,3	85,6	125,9	106,8	134,1
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]													
CF operacyjny	325,8	73,2	225,5	106,6	377,7	373,6	386,2	403,6	417,9	413,6	446,4	478,0	489,4
CF inwestycyjny	-11,0	-21,4	3,7	-13,8	-43,7	-56,1	-280,8	-65,6	-69,6	-73,6	-253,3	-85,9	-96,0
CF finansowy	-326,7	-63,6	609,4	-329,4	-294,1	-315,2	-132,6	-265,7	-260,8	-277,9	-135,5	-265,3	-216,0
CF netto	-11,9	-11,8	189,0	-236,6	40,0	2,3	-27,3	72,3	87,5	62,1	57,7	126,9	177,4
Środki pieniężne na początek okresu	100,4	88,5	78,8	268,7	32,1	72,0	74,3	47,1	119,4	206,9	269,0	326,6	453,5
Środki pieniężne na koniec okresu	88,5	78,8	268,7	32,1	72,0	74,3	47,1	119,4	206,9	269,0	326,6	453,5	630,9
Dynamiki / marże / wskaźniki													
Przychody zmiana r/r	24,6%	-70,9%	138,1%	112,3%	-12,4%	-0,1%	1,9%	4,5%	2,3%	2,2%	4,3%	4,5%	2,4%
EBITDA MSSF 16 zmiana r/r	-	-93,0%	770,8%	82,6%	0,0%	2,4%	4,6%	3,1%	4,4%	-0,8%	9,9%	5,7%	3,3%
Wynik netto zmiana r/r	28,3%	-	-	-	-	16,6%	27,2%	-27,9%	32,7%	2,8%	46,9%	-15,1%	25,5%
Marża brutto na sprzedaży	13,1%	-26,4%	4,7%	9,0%	9,2%	9,5%	10,2%	8,5%	9,2%	8,9%	10,5%	9,1%	10,1%
Marża EBITDA MSSF 16	21,2%	5,1%	18,6%	16,0%	18,3%	18,7%	19,2%	18,9%	19,3%	18,8%	19,8%	20,0%	20,2%
Marża netto	5,3%	-32,8%	-10,5%	-5,9%	2,8%	3,3%	4,1%	2,8%	3,7%	3,7%	5,2%	4,2%	5,2%
ROE	23,5%	-74,8%	-131,5%	271,9%	-53,2%	-163,2%	192,8%	58,2%	43,6%	30,9%	31,3%	21,0%	20,8%
ROA	4,9%	-9,0%	-6,7%	-7,6%	3,5%	4,2%	5,0%	3,6%	4,8%	4,9%	6,6%	5,5%	6,6%
Odsetki/EBIT	45,5%	-37,3%	-871,5%	185,4%	52,5%	45,8%	38,5%	45,8%	37,5%	35,2%	26,0%	28,4%	22,8%
Dług netto MSSF 16 [mln PLN]	1016,7	1243,5	1389,3	1421,3	1417,5	1287,5	1365,8	1214,5	1049,8	887,9	872,1	657,3	436,7
Dług netto/Kapitał własny	281,2%	603,1%	1560,1%	-2743,8%	-1285,5%	-3073,7%	3026,9%	1125,6%	549,2%	320,7%	216,6%	129,0%	67,9%
Dług netto/EBITDA MSSF 16	297,5%	5200,4%	665,3%	373,7%	372,7%	330,4%	335,3%	289,1%	239,5%	204,3%	182,5%	130,1%	83,7%
EV [mln PLN]	1 393,9	1 620,6	1 766,5	1 798,5	1 794,7	1 664,7	1 743,0	1 591,6	1 427,0	1 265,0	1 249,3	1 034,5	813,9
Dług/EV	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5
CAPEX/Przychody	5,2%	4,2%	-0,1%	0,5%	2,1%	2,7%	13,2%	3,0%	3,1%	3,2%	10,5%	3,4%	3,7%
CAPEX/Amortyzacja	48,2%	11,3%	-0,7%	5,3%	18,8%	23,8%	120,0%	23,6%	25,2%	26,8%	93,2%	26,4%	30,6%
Amortyzacja/Przychody	10,7%	37,1%	19,9%	9,6%	11,1%	11,3%	11,0%	12,6%	12,2%	11,9%	11,2%	12,9%	12,1%
Zmiana KO/Przychody	-1,9%	9,9%	-0,9%	-3,5%	-0,6%	0,0%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,1%	0,0%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	-9,9%	-4,1%	-1,5%	-6,6%	4,2%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%
MC/S	0,2	0,8	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
P/E	4,4	-	-	-	6,4	5,5	4,3	6,0	4,5	4,4	3,0	3,5	2,8
P/BV	1,0	1,8	4,2	-	-	-	8,4	3,5	2,0	1,4	0,9	0,7	0,6
EV/EBITDA MSSF 16	4,1	67,8	8,5	4,7	4,7	4,3	4,3	3,8	3,3	2,9	2,6	2,0	1,6
EV/EBIT MSSF 16	8,3	-	-	7,3	12,1	10,8	10,1	11,2	8,8	7,9	6,1	5,8	3,9
EV/S	0,9	3,4	1,6	0,8	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3
Dywidenda [mln PLN]	12,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DPS	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	3,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Payout ratio	18,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 21,5 PLN.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Dyrektor Wydziału

Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału

tel. (032) 208 14 12

e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl

[strategia, przemysl, media/rozrywka, TMT](#)

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 35

e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl

[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

Krzysztof Tkocz

Analityk rynku akcji

tel. (032) 208 14 38

e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl

[grv komputerowe](#)

Anna Madziar

Młodszy analityk rynku akcji

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 35

e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl

Kajetan Sroczynski

Młodszy analityk rynku akcji

tel. (032) 208 14 38

e-mail: kajetan.sroczynski@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dyrektor Wydziału

Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału

tel. (022) 62-20-848

e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Tomasz Ilczyszyn

tel. (022) 62-20-854

e-mail: tomasz.ilczyszyn@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855

e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Piotr Komorowski

tel. (022) 62-20-851

e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Akumuluj	24,0	Akumuluj	25,3	26.10.2022	11:10 CET	21,5	48 263
Akumuluj	25,3	kupuj	41,6	11.07.2022	08:00 CET	22,9	54 611
Kupuj**	41,6	Trzymaj	41,8	07.10.2021*	07:00 CEST	32,5	71 789
Trzymaj**	41,8	Kupuj	28,3	13.05.2021*	07:00 CEST	41,2	62 214
Kupuj**	28,3	Akumuluj	37,1	22.10.2020*	07:00 CEST	20,2	47 912
Akumuluj**	37,1	Kupuj	52,2	12.06.2020*	08:00 CEST	33,6	51 487
Kupuj**	52,2	Kupuj	48,4	11.12.2019*	10:40 CEST	44,4	55 530
Kupuj**	48,4	Akumuluj	41,0	09.10.2019*	14:35 CEST	37,5	56 233
Akumuluj**	41,0	---	---	26.07.2019*	13:57 CEST	36,2	60 151

*Material został opracowany przez Dom Maklerski BDM na zlecenie GPW w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego **- autorem raportów nt. Enter Air w latach 2019-2021 r. był Adrian Górniak

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'22*:

, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:

	liczba	%	liczba	%
Kupuj	4	50%	1	100%
Akumuluj	2	25%	0	0%
Trzymaj	1	13%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	1	13%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie emitentów dla których BDM świadczył usługi firm inwestycyjnych określone w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>). BDM jest stroną „Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych” zawartej z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), na podstawie której świadczy usługę pokrycia analitycznego Emitenta przez okres obowiązywania umowy. Z tytułu usług świadczonych w ramach umowy BDM otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane przez BDM w ramach współpracy dostępne są pod adresem: <https://www.bdm.pl/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelow inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelow inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa dnia 26.10.2022 roku (11:10 CET). Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyceniane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem nie wpyły na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 26.10.2022 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane *
- Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

*BDM jest stroną „UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUG PRZYGOTOWANIA RAPORTÓW ANALITYCZNYCH” zawartej z GPW.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.