



Dom Maklerski BDM S.A.

ENTER AIR

RAPORT ANALITYCZNY

W związku z występującą w biznesie czarterowym sezonowością zarówno ostatni jak i pierwszy kwartał roku mają znaczny, negatywny wpływ na całoroczne odczyty generowane przez przewoźnika. Jednakże, w związku z obserwowanym silnym popytem na usługi ENT oraz ich przełożeniem na wzrost liczby wykonywanych lotów zarówno 4Q'22 jak i szacowanym przez nas 1Q'23 wypadają one pod względem wynikowym znacząco lepiej niż analogiczne okresy w poprzednich latach. Dodatkowo wyjątkowo dobrze zapowiada się wysoki sezon. Zamówienia na usługi spółki znacząco przewyższają jej obecne możliwości przewozowe. W związku z powyższym, jeszcze przed wysokim sezonem planowane jest znaczące powiększenie floty do poziomu 32 maszyn (vs 27 w 2022). Szacujemy, że wzrost liczby wykonywanych operacji lotniczych przez Enter Air może sięgnąć w tym roku ok. +25% r/r, co powinno przełożyć się na znaczący wzrost wyników w tym okresie. W całym 2023 r. zakładamy przychody na poziomie 2,5 mld PLN, 273,0 mln PLN wyniku brutto ze sprzedaży, 439,0 mln PLN EBITDA oraz 182,4 mln PLN zysku netto. Po aktualizacji modelu cenę docelową wyznaczamy na poziomie 52,3 PLN, co implikuje podtrzymanie zalecenia Akumuluj.

W związku z występującą w tym biznesie sezonowością zarówno ostatni jak i pierwszy kwartał roku mają znaczny, negatywny wpływ na całoroczne odczyty generowane przez przewoźnika. Stąd też, wypracowane przez spółkę wyniki za 4Q'22, które przewyższyły nasze oczekiwania i pod względem rentowności wyglądały najlepiej od kilku lat odebrałyśmy pozytywnie. W tym okresie spółka zanotowała wzrost przychodów o 56,6% do poziomu 431,9 mln PLN. Na tak duży skok obrotów miało wpływ kilka czynników, w tym zwiększenie liczby wykonywanych lotów (ok. +12% r/r – m.in. efekt ustępującej pandemii Covid-19), wzrost cen paliwa lotniczego oraz osłabienie PLN. Wynik brutto ze sprzedaży spółki sięgnął 5,6 mln PLN (vs -37,2 mln PLN w 4Q'21), a EBITDA MSSF16 45,4 mln PLN (vs -25,1 mln PLN w 4Q'21). Saldo finansowe spółki wyniosło -98,0 mln PLN (z czego 107,3 mln PLN stanowiły różnice kursowe). Na poziomie wynik netto ENT zaraportował 67,9 mln PLN (vs -96,0 mln PLN w 4Q'21).

Jak już wyżej zdążyliśmy zaznaczyć, w związku z występującą sezonowością niski sezon jest zazwyczaj najniższym wynikowo okresem w roku dla spółki. Czas ten wykorzystywany jest przez ENT do przygotowań do wysokiego sezonu (przeład floty itp.) i inwestycji (np. pozyskanie dodatkowych maszyn co wiąże się z poniesieniem przedpłat). Pomimo występującej cykliczności spodziewamy się, że 1Q'23 przyniesie znaczącą poprawę popytu na usługi spółki (m.in. efekt mocnego konsumenta – popyt wspierany przez Ukraińców, słaba kondycja konkurencji, spadek atrakcyjności lokalnych ofert przez rosnące ceny), co w istotny sposób przełożyło się na wzrost r/r (ok. +20%) liczby wykonywanych lotów w tym okresie. Uwzględniając m.in. spadek cen paliwa lotniczego i walut względem PLN szacujemy, że w omawianym okresie Enter Air wypracował 308,7 mln PLN przychodów (+43,5% r/r). Według naszych obliczeń, wynik brutto ze sprzedaży w minionym kwartale wyniósł – 2,3 mln PLN, a EBITDA MSSF 16 sięgnęła 40,9 mln PLN (+125,7% r/r). W związku z pozytywnym wpływem różnic kursowych (ok. 60,5 mln PLN), szacujemy że spółka w 1Q'23 miała 22,5 mln PLN zysku netto (vs 68,7 mln PLN straty w 1Q'22). Po oczyszczeniu o różnice kursowe prognozujemy 27,4 mln PLN straty (vs 39,6 mln PLN straty w 1Q'22).

Perspektywa kolejnych kwartałów 2023 r. zapowiada się bardzo dobrze. Zamówienia na usługi spółki znacząco przewyższają jej obecne możliwości przewozowe. W związku z powyższym, jeszcze przed wysokim sezonem planowane jest znaczące powiększenie floty (+5 vs 2022 r.) do poziomu 32 maszyn (4 nowe „Maxy” oraz wykorzystanie 3 maszyn w formule wet lease). Szacujemy, że wzrost liczby wykonywanych operacji lotniczych przez Enter Air może sięgnąć w tym roku ok. +25% r/r, co powinno przełożyć się na znaczący wzrost wyników w tym okresie. W całym 2023 r. zakładamy przychody na poziomie 2,5 mld PLN, 273,0 mln PLN wyniku brutto ze sprzedaży, 439,0 mln PLN EBITDA oraz 182,4 mln PLN zysku netto.

Jeżeli chodzi o Polskę, za duży wzrost zainteresowanie ofertą przewoźnika odpowiada m.in. mocny konsument (popyt wspierany przez Ukraińców, spadek atrakcyjności lokalnych ofert przez rosnące ceny). Natomiast jeżeli chodzi o zagranicę, w związku z wysoką inflacją oraz dzięki atrakcyjnym cenom Enter odbiera część zamówień swoich konkurentom. Potencjalnym ryzykiem dla spółki jest zakończenie wojny na Ukrainie, gdzie powrót obywateli tego kraju do swojej ojczyzny, może wiązać się ze spadkiem popytu na rynku krajowym.

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	470,5	1 120,3	2 255,8	2 488,0	2 093,0	2 187,9
EBITDA MSSF 16 [mln PLN]	23,9	208,8	442,7	439,0	443,8	471,1
EBIT MSSF 16 [mln PLN]	-150,5	-14,1	290,3	221,5	214,4	232,9
Wynik brutto [mln PLN]	-188,0	-141,1	77,1	225,1	152,8	171,2
Wynik netto [mln PLN]	-154,1	-117,1	72,3	182,4	123,8	138,7
P/BV	3,9	9,1	5,0	2,4	1,7	1,5
P/E	-	-	11,2	4,4	6,5	5,8
EV/EBITDA MSSF 16	85,9	10,5	4,5	4,1	3,7	3,8
EV/EBIT MSSF 16	-	-	6,8	8,1	7,8	7,7
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,3
DY	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	9,4%

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

AKUMULUJ

(POPZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 52,3 PLN

23 MAJA 2023, 11:55 CEST

Wycena końcowa [PLN]	52,3
Potencjał do wzrostu	13%
Koszt kapitału	8,8%
Cena rynkowa [PLN]	46,2
Kapitalizacja [mln PLN]	810,2
Ilość akcji [mln. szt.]	17,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	47,5
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	22,2
Stopa zwrotu za 3 mc	41,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	108,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	106,2%
Struktura akcjonariatu:	
ENT Investments Ltd	51,5%
NN PTE	10,7%
Generali OFE	9,7%
Investors TFI	5,1%
Pozostali	23,0%

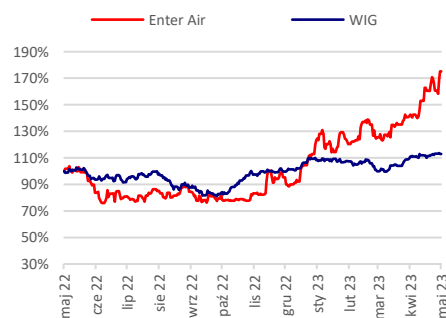
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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.

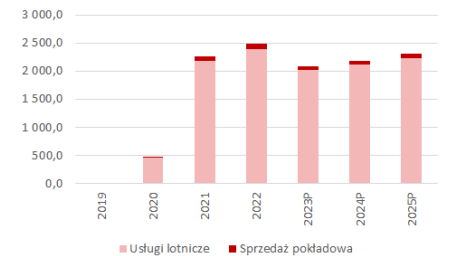
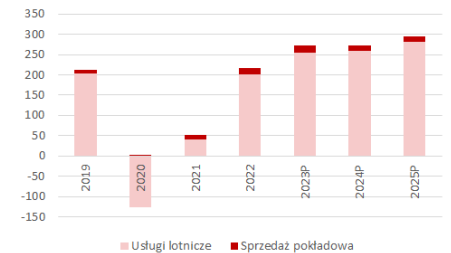
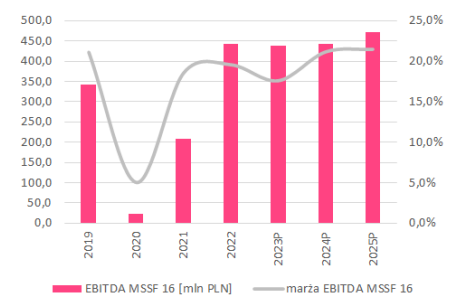
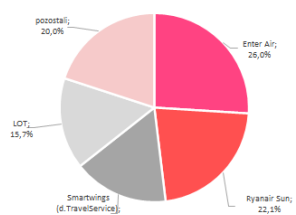
SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
WYNIKI ZA 4Q'22.....	8
PODSUMOWANIE KONFERENCJI WYNIKOWEJ ZA 4Q'22 (28.04.2023)	11
PROGNOZA NA 1Q'23	12
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	13
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	16

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wyniki roczne [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	470,5	1 120,3	2 255,8	2 487,9	2 093,0	2 187,9	2 307,4
Usługi lotnicze	453,3	1 070,0	2 187,5	2 397,4	2 022,7	2 114,5	2 229,9
Sprzedaż pokładowa	17,2	50,3	68,3	90,5	70,3	73,5	77,5
Zysk brutto ze sprzedaży	-124,4	52,1	216,1	273,0	273,2	294,4	275,1
SG&A	28,0	36,2	43,4	49,3	56,7	59,2	62,5
PPO/PKO	1,9	-30,0	62,5	-2,2	-2,1	-2,2	-2,3
EBITDA MSSF 16	23,9	208,2	442,7	439,0	443,8	471,1	494,3
EBIT MSSF 16	-150,5	-14,1	290,3	221,5	214,4	232,9	210,3
Zysk brutto	-188,0	-141,1	77,1	225,1	152,8	171,2	147,1
Zysk netto	-154,1	-117,1	72,3	182,4	123,8	138,7	119,1
Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	1 574,6	1 395,4	1 426,9	1 428,3	1 417,3	1 621,9	1 598,7
Rzeczowe aktywa trwałe	1 456,1	1 236,3	1 258,8	1 260,2	1 249,2	1 453,6	1 430,2
Pozostałe aktywa trwałe	118,5	159,1	168,1	168,1	168,1	168,3	168,5
Aktywa obrotowe	136,3	351,6	422,9	533,1	594,4	574,4	663,5
Zapasy	4,0	4,2	4,6	5,0	4,2	4,4	4,7
Należności krótkoterminowe	41,1	78,7	125,0	137,9	116,0	121,2	127,9
Środki pieniężne	78,8	268,7	293,3	390,2	474,2	448,7	531,0
Pozostałe aktywa obrotowe	12,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	1 710,9	1 747,0	1 849,8	1 961,4	2 011,7	2 196,3	2 262,2
Kapitał własny	206,2	89,0	161,3	343,7	467,5	530,0	628,4
Udziały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 504,7	1 658,0	1 688,5	1 617,7	1 544,2	1 666,2	1 633,9
Rezerwy na zobowiązania	2,0	2,0	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Oprocentowane zobow. długotermin.	940,4	1 077,5	1 090,1	1 005,0	982,2	1 127,3	1 116,6
Zobowiązania długoterminowe inne	34,7	23,7	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4
Oprocentowane zobow. krótkotermin.	381,8	386,1	372,7	372,7	343,5	314,4	285,3
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	111,0	139,2	139,1	153,4	131,9	137,9	145,5
Zobowiązania krótkoterminowe inne	34,7	29,4	58,0	58,0	58,0	58,0	58,0
Pasywa razem	1 710,9	1 747,0	1 849,8	1 961,4	2 011,7	2 196,3	2 262,2
Dług netto	1 243,5	1 389,3	1 169,5	987,5	851,5	993,0	870,8
Dług netto / Kapitał własny	6,0	15,6	7,2	2,9	1,8	1,9	1,4
Dług netto / EBITDA MSSF 16	52,0	6,7	2,6	2,2	1,9	2,1	1,8
Rachunek przepływu [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	73,2	225,5	360,3	395,4	416,1	439,1	467,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-21,4	-1,1	10,5	-27,2	-65,3	-264,5	-73,8
Przepływy z działalności finansowej	-63,6	-35,4	-349,4	-271,4	-266,9	-200,0	-310,9
Przepływy pieniężne netto	-11,8	189,0	21,4	96,9	84,0	-25,4	82,3
Wskaźniki rynkowe	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S	1,7	0,7	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4
P/E	-	-	11,2	4,4	6,5	5,8	6,8
P/BV	3,9	9,1	5,0	2,4	1,7	1,5	1,3
EV/EBITDA MSSF 16	85,9	10,5	4,5	4,1	3,7	3,8	3,4
EV/EBIT MSSF 16	-	-	6,8	8,1	7,8	7,7	8,0
EV/S	4,4	2,0	0,9	0,7	0,8	0,8	0,7
BVPS	14,9	18,1	20,6	11,8	5,1	9,2	0,0
EPS	3,3	3,8	4,8	-8,8	-6,7	4,1	0,0
DPS (w danym roku)	0,5	0,5	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Wskaźniki	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	-70,9%	138,1%	101,4%	10,3%	-15,9%	4,5%	5,5%
EBITDA MSSF 16 zmiana r/r	-93,0%	770,8%	112,6%	-0,8%	1,1%	6,2%	4,9%
Zysk netto zmiana r/r	-	-	-	152,3%	-32,1%	12,0%	-14,1%
Marża brutto na sprzedaży	-26,4%	4,7%	9,6%	11,0%	13,1%	13,5%	11,9%
Marża EBITDA MSSF 16	5,1%	18,6%	19,6%	17,6%	21,2%	21,5%	21,4%
Marża netto	-32,8%	-10,5%	3,2%	7,3%	5,9%	6,3%	5,2%
ROE	-74,8%	-131,5%	44,8%	53,1%	26,5%	26,2%	19,0%
ROA	-9,0%	-6,7%	3,9%	9,3%	6,2%	6,3%	5,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; wskaźniki obliczone przy cenie rynkowej 46,2 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 '22 [%]


Główne czynniki ryzyka: 1) COVID-19 i jego konsekwencje 2) Otoczenie makroekonomiczne 3) Koncentracja klientów 4) Konkurencja rynkowa 5) Katastrofy 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 45,6 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 67,9 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 917,0 mln PLN, czyli **52,3 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	799,8	45,6	-1%
B	Wycena porównawcza	1 190,4	67,9	47%
C = (70%*A + 30%*B)		917,0	52,3	13%

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 6,0%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 6,5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,2x. Finalny koszt kapitału własnego uwzględnia dodatkową premię w wysokości 1,5% wymaganą przez nas w inwestycję w podmiot o średniej kapitalizacji i płynności jakim jest Enter Air.

Główne założenia modelu:

- Szacujemy, że w 2023 r. spółce uda się wypracować 2,5 mld PLN przychodów ze sprzedaży (+10,3% r/r), oraz 439,0 mln PLN na poziomie EBITDA MSSF 16 (-0,8% r/r).
- W ostatnich naszych analizach, w związku z wymagającym otoczeniem makroekonomicznym podchodziliśmy konserwatywnie do prognoz na kolejne lata. Aktualnie z uwagi na wysoki popyt na usługi przewoźnika zarówno na rynku krajowym i zagranicą, zakładamy w sezonie '24 utrzymanie floty na poziomie 32 maszyn (pomimo oddania pod koniec 2023 r. 2 samolotów Boeing 737-800).

Ścieżka wyniku w podziale na segmenty [mln PLN]

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	470,5	1 120,3	2 255,8	2 487,9	2 093,0	2 187,9	2 307,4	2 396,1
Usługi lotnicze	453,3	1 070,0	2 187,5	2 397,4	2 022,7	2 114,5	2 229,9	2 315,6
Sprzedaż pokładowa	17,2	50,3	68,3	90,5	70,3	73,5	77,5	80,5
Wynik brutto ze sprzedaży	-124,4	52,1	216,1	273,0	273,2	294,4	275,1	288,7
Usługi lotnicze	-127,8	41,0	201,3	255,6	259,8	280,5	260,5	273,6
Sprzedaż pokładowa	3,4	11,0	14,6	17,3	13,4	13,9	14,6	15,1

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 – ze względu na ograniczenia wynikające z umowy z PFR, zakładamy, że podział zysku z akcjonariuszami będzie mógł nastąpić dopiero po spłaceniu całej pożyczki. Aktualnie w naszym modelu przyjmujemy scenariusz, w którym spółka powróci do wypłaty dywidendy w 2025 r. (zakładamy rekordowy DPS = 4,0 PLN). Zwracamy jednak uwagę, że przy potencjalnie szybszej spłacie całej pożyczki może to nastąpić już w 2024 r.
- Uwzględniamy również wartość posiadanych udziałów (Enter Air posiada 49% akcji; ok. 28,4 mln PLN wg sprawozdania za 4Q'22) i pożyczki dla Chair Airlines (ok. 13,0 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 2032 roku na poziomie 1,0%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2032 roku.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2022 roku, uwzględniając leasingi związane z obowiązującym standardem MSSF 16.
- Do obliczeń przyjęliśmy 17,5 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 30.09.2023 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Enter Air na poziomie 799,8 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 45,6 PLN.

Model DCF

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	2 488,0	2 093,0	2 187,9	2 307,4	2 396,1	2 516,4	2 679,5	2 848,6	2 979,1	3 111,5
EBIT [mln PLN]	221,5	214,4	232,9	210,3	222,6	238,6	260,7	236,0	257,6	273,3
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	42,1	40,7	44,3	40,0	42,3	45,3	49,5	44,8	48,9	51,9
NOPLAT [mln PLN]	179,4	173,7	188,7	170,4	180,3	193,2	211,1	191,2	208,6	221,3
Amortyzacja [mln PLN]	217,6	229,3	238,2	284,0	290,1	297,1	305,4	362,4	367,9	377,7
CAPEX [mln PLN]	-197,9	-236,5	-442,5	-260,6	-271,3	-283,7	-474,6	-318,5	-337,9	-357,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	1,0	1,2	0,5	0,7	0,5	0,7	0,9	0,9	0,7	0,7
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]	200,0	167,7	-15,2	194,4	199,6	207,4	42,9	236,0	239,4	241,9
DFCF [mln PLN]	195,8	150,3	-12,4	145,5	135,9	128,0	24,0	119,1	108,8	98,8
Suma DFCF [mln PLN]	1 093,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 041,3									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	834,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 927,9									
Dług netto 2022 [mln PLN]*	1 169,5									
Udziały w Chair Airlines [mln PLN]	41,4									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	799,8									
Ilość akcji [tys.]	17,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	45,6									

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

Przychody zmiana r/r	10,3%	-15,9%	4,5%	5,5%	3,8%	5,0%	6,5%	6,3%	4,6%	4,4%
EBIT zmiana r/r	-1,8%	-3,2%	8,6%	-9,7%	5,9%	7,2%	9,3%	-9,5%	9,1%	6,1%
FCF zmiana r/r	-49,4%	-16,1%	-109,0%	-1382,6%	2,7%	3,9%	-79,3%	450,3%	1,4%	1,1%
Marża EBITDA	17,6%	21,2%	21,5%	21,4%	21,4%	21,3%	21,1%	21,0%	21,0%	20,9%
Marża EBIT	8,9%	10,2%	10,6%	9,1%	9,3%	9,5%	9,7%	8,3%	8,6%	8,8%
Marża NOPLAT	7,2%	8,3%	8,6%	7,4%	7,5%	7,7%	7,9%	6,7%	7,0%	7,1%
CAPEX / Przychody	8,0%	11,3%	20,2%	11,3%	11,3%	11,3%	17,7%	11,2%	11,3%	11,5%
CAPEX / Amortyzacja	91,0%	103,1%	185,8%	91,8%	93,5%	95,5%	155,4%	87,9%	91,8%	94,8%
Zmiana KO / Przychody	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-0,4%	0,3%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%

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

Kalkulacja WACC

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Premia za ryzyko	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
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	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%
Udział kapitału własnego	29,8%	34,1%	34,4%	38,0%	41,7%	45,8%	47,4%	50,6%	53,3%	56,5%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Udział kapitału obcego	70,2%	65,9%	65,6%	62,0%	58,3%	54,2%	52,6%	49,4%	46,7%	43,5%
WACC	8,8%	9,2%	9,2%	9,6%	9,9%	10,3%	10,4%	10,7%	11,0%	11,3%

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	43,9	46,1	48,5	51,2	54,1	57,3	60,9	64,9	69,5
	1,0	40,9	42,9	45,1	47,5	50,2	53,1	56,3	60,0	64,1
	1,1	38,0	39,9	41,9	44,1	46,5	49,2	52,2	55,4	59,1
	1,2	35,3	37,1	38,9	40,9	43,2	45,6	48,3	51,2	54,5
	1,3	32,8	34,4	36,1	38,0	40,0	42,2	44,7	47,4	50,3
	1,4	30,4	31,9	33,5	35,2	37,0	39,1	41,3	43,8	46,5
	1,5	28,1	29,5	30,9	32,5	34,3	36,1	38,2	40,4	42,9

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	4,5%	46,1	48,5	51,0	53,8	56,9	60,4	64,3	68,6	73,6
	5,5%	40,4	42,4	44,6	47,0	49,6	52,5	55,7	59,2	63,3
	6,5%	35,3	37,1	38,9	40,9	43,2	45,6	48,3	51,2	54,5
	7,5%	30,8	32,2	33,9	35,6	37,5	39,5	41,8	44,3	47,0
	8,5%	26,6	27,9	29,3	30,8	32,4	34,2	36,1	38,2	40,5
	9,5%	22,8	24,0	25,2	26,5	27,9	29,4	31,1	32,9	34,8
	10,5%	19,4	20,4	21,5	22,6	23,8	25,1	26,6	28,1	29,8

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	4,5%	66,0	64,0	62,2	60,4	58,7	57,2	55,7	54,3	52,9
	5,5%	58,2	56,2	54,3	52,5	50,8	49,2	47,8	46,4	45,1
	6,5%	51,3	49,2	47,3	45,6	44,0	42,4	41,0	39,7	38,4
	7,5%	45,1	43,1	41,3	39,5	38,0	36,5	35,1	33,8	32,6
	8,5%	39,6	37,6	35,8	34,2	32,7	31,3	30,0	28,7	27,6
	9,5%	34,6	32,7	31,0	29,4	28,0	26,6	25,4	24,3	23,2
	10,5%	30,1	28,3	26,7	25,1	23,8	22,5	21,3	20,3	19,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

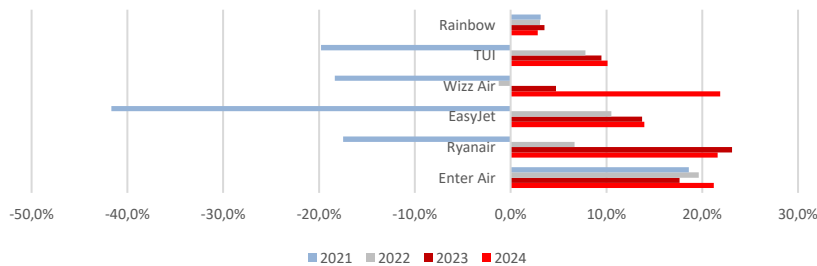
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o prognozy na lata 2022-24 dla wybranych spółek z branży lotniczej. W wycenie uwzględniliśmy przewoźników niskokosztowych (Ryanair, EasyJet, Wizz Air) oraz tour-operatorów (TUI, Rainbow – główni klienci grupy, dodatkowo TUI jest właścicielem linii lotniczej TUI Fly). Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 33%). Ostateczna wycena Enter Air metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **67,9 PLN**. Uwzględniamy ją w naszej końcowej wycenie, nadając jej wartość 30%.

Wycena porównawcza [PLN]

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Ryanair	13,1	11,9	9,0	60,6	7,5	6,7
EasyJet	13,1	10,3	7,9	7,3	3,7	3,3
Wizz Air	-	10,2	5,5	-	36,0	5,9
TUI	4,1	3,8	2,9	4,5	4,5	3,9
Rainbow	7,7	5,2	4,5	5,2	3,0	2,5
Mediana	10,4	10,2	5,5	6,3	4,5	3,9
Enter Air*	4,4	6,5	5,8	6,8	6,2	5,5
Premia/dyskonto dla Enter Air	-57,2%	-35,8%	5,8%	8,8%	37,9%	40,2%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	78,4	72,0	43,7	100,2	64,4	48,5
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników [PLN]	64,7			71,0		
Waga wskaźnika	50%			50%		
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	67,9					

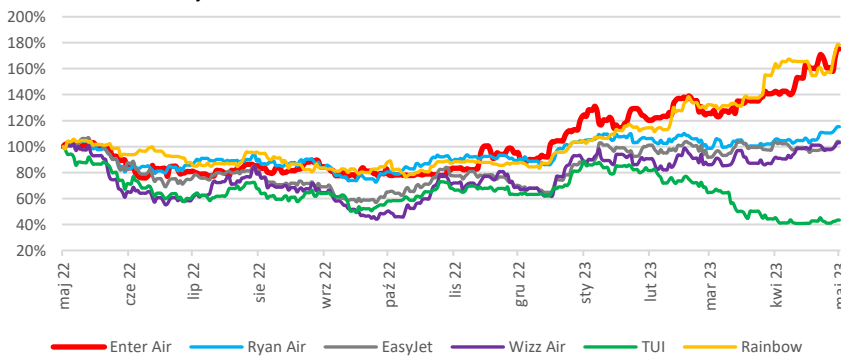
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg; *-oczyszczone o wpływ różnic kursowych z wyceny bil.

Porównanie marża EBITDA [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów od maja 2022 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI ZA 4Q'22

Wypracowane przez spółkę wyniki za 4Q'22 przewyższyły nasze oczekiwania, co **odbieraliśmy pozytywnie**. Na przestrzeni omawianego kwartału spółka wypracowała 431,9 mln PLN przychodów (wzrost o ok. 56,6% r/r), co było poziomem zbliżonym do naszych prognoz). Na tak duży wzrost obrotów miało wpływ kilka czynników, w tym wzrost liczby wykonywanych lotów (ok. +12% r/r – m.in. efekt ustępującej pandemii Covid-19), wzrost cen paliwa lotniczego oraz osłabienie PLN. W obszarze usług lotniczych spółka osiągnęła 412,0 mln PLN przychodów (+57,5% r/r), a w części sprzedaży pokładowej 19,9 mln PLN (+40,4% r/r). W 4Q'22 **koszt własny sprzedaży** urosł o 36,3% r/r do poziomu 426,4 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 (+66,3% r/r do poziomu 181,4 mln PLN – zbliżone do naszych oczekiwań) i usług obcych (+16,2% r/r do poziomu 151,7 mln PLN – niższe od naszych prognoz) w związku z większą ilością wykonanych operacji lotniczych i wzrostem ceny paliwa. **Wynik brutto ze sprzedaży** spółki wyniósł 5,6 mln PLN (vs -37,2 mln PLN w 4Q'21). Na poziomie **EBITDA MSSF16** Enter Air zaraportował 45,4 mln PLN zysku (vs -25,1 mln PLN w 4Q'21). **Saldo finansowe** spółki wyniosło -98,0 mln PLN (z czego 107,3 mln PLN stanowiły różnice kursowe z wyceny bilansowej – zgodnie z naszymi prognozami). Wynik został podwyższony zyskiem z wyniku rozliczenia jednostek wycenianych metodą praw własności (0,9 mln PLN – dotyczy Chair Airlines AG, co pozytywnie nas zaskoczyło). W omawianym okresie spółka wypracowała **wynik netto** na poziomie 67,9 mln PLN (vs -96,0 mln PLN w 4Q'21). W 4Q'22 cash flow z działalności operacyjnej wyniósł -55,3 mln PLN (vs -17,3 mln PLN przed rokiem), CF inwestycyjny = -7,8 mln PLN, a CF finansowy = -80,1 mln PLN. Na koniec grudnia'22 grupa miała 293,3 mln PLN środków pieniężnych (-155,6 mln PLN q/q).

Wyniki za 4Q'2022 [mln PLN]

	4Q'21	4Q'22	zmiana r/r	4Q'22P BDM	odchyl.	2021	2022	zmiana r/r
Przychody	275,7	431,9	56,6%	427,0	1,2%	1 120,3	2 255,8	101,4%
Usługi lotnicze	261,6	412,0	57,5%	407,8	1,0%	1 070,0	2 187,5	104,4%
Sprzedaż pokładowa	14,2	19,9	40,4%	19,2	3,6%	50,3	68,3	35,9%
Wynik brutto ze sprzedaży	-37,2	5,6	-	-19,8	-	52,1	216,1	314,5%
Usługi lotnicze	-40,3	-1,6	-	-23,4	-	41,0	201,3	390,7%
Sprzedaż pokładowa	3,0	7,2	142,2%	3,6	99,0%	11,0	14,6	32,3%
EBITDA MSSF 16	-25,1	45,4	-	22,6	101,0%	208,2	442,7	112,6%
EBIT MSSF 16	-84,7	-8,5	-	-31,9	-	-14,7	225,6	-
Wynik brutto	-116,9	84,0	-	58,9	42,5%	-141,1	77,1	-
Wynik brutto adj.	-299,9	-23,3	-	-52,3	-	-214,6	164,6	-
Wynik netto	-96,0	67,9	-	47,7	42,4%	-117,1	72,3	-
Wynik netto adj.	-279,0	-39,3	-	-43,9	-	-190,6	159,7	-
Marża brutto ze sprzedaży	-13,5%	1,3%		-4,6%		4,7%	9,6%	
Marża EBITDA MSSF 16	-9,1%	10,5%		5,3%		18,6%	19,6%	
Marża EBIT MSSF 16	-30,7%	-2,0%		-7,5%		-1,3%	10,0%	
Marża zysku netto	-34,8%	15,7%		11,2%		-10,5%	3,2%	
Marża zysku netto adj.	-101,2%	-9,1%		-10,3%		-17,0%	7,1%	

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

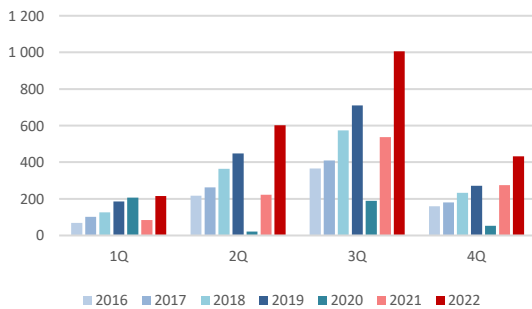
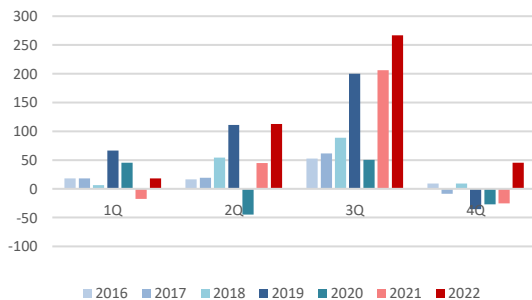
- W 4Q'22 grupa wypracowała 431,9 mln PLN przychodów, co oznacza wzrost o ok. 56,6% r/r.
- W obszarze usług lotniczych spółka osiągnęła 412,0 mln PLN obrotów (+57,5% r/r), a w części sprzedaży pokładowej 19,9 mln PLN (+40,4% r/r).
- W omawianym okresie koszt własny sprzedaży urosł o 36,3% r/r do poziomu 426,4 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 (+66,3% r/r do poziomu 181,4 mln PLN) i usług obcych (+16,2% r/r do poziomu 151,7 mln PLN) w związku z większą ilością wykonanych operacji lotniczych.
- Wynik brutto ze sprzedaży spółki wyniósł 5,6 mln PLN (vs -37,2 mln PLN w 4Q'21).
- Na poziomie EBITDA MSSF16 Enter Air zaraportował 45,4 mln PLN zysku (vs -25,1 mln PLN w 4Q'21).
- Saldo finansowe spółki wyniosło -98,0 mln PLN (z czego 107,3 mln PLN stanowiły różnice kursowe z wyceny bilansowej). Wynik został podwyższony zyskiem z wyniku rozliczenia jednostek wycenianych metodą praw własności (0,9 mln PLN – dotyczy Chair Airlines AG).
- W omawianym okresie spółka wypracowała wynik netto na poziomie 67,9 mln PLN (vs -96,0 mln PLN w 4Q'21).
- W omawianym okresie cash flow z działalności operacyjnej wyniósł -55,3 mln PLN (vs -17,3 mln PLN przed rokiem), CF inwestycyjny = -7,8 mln PLN, a CF finansowy = -80,1 mln PLN. Na koniec grudnia'22 grupa miała 293,3 mln PLN środków pieniężnych (-155,6 mln PLN q/q).

- Na przestrzeni 2022 r. liczba wykonanych operacji lotniczych w porównaniu z poprzednim okresem wzrosła dwukrotnie.
- Na przestrzeni 2022 r. przeciętne zatrudnienie w spółce wynosiło 532 osób vs 462 w 2021r.
- Zdaniem spółki pogorszenie sytuacji gospodarczej sprawia, że część zagranicznych klientów szuka tańszych usług, co może pozwolić jej na szersze wejście na bogate rynki, które do tej pory były dla ENT hermetyczne. Już dziś spółka notuje silny popyt ze strony klientów na nowych rynkach zagranicznych.
- W celu zaspokojenia zgłaszanego przez touroperatorów zapotrzebowania przed sezonem letnim planowana jest dostawa 4 nowych samolotów Boeing 737 MAX 8. W wysokim sezonie przewoźnik zamierza korzystać z 32 samolotów wliczając 3 dodatkowe maszyny wynajęte na zasadach wet-lease.
- Początek bieżącego roku pozostawał pod wpływem silnego popytu na przeloty urlopowe i jeśli sytuacja na świecie nie zaskoczy branży lotniczej bardzo negatywnie, spółka spodziewa się kolejnego dobrego roku.

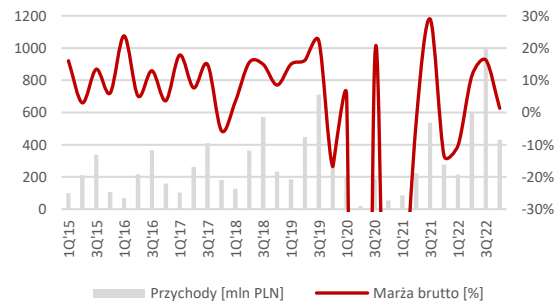
Wyniki za ostatnie kwartały [mln PLN]

	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	3Q'22	4Q'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	1 006,1	431,9
Usługi lotnicze	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	981,5	412,0
Sprzedaż pokładowa	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	24,6	19,9
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	164,0	5,6
Usługi lotnicze	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	158,7	-1,6
Sprzedaż pokładowa	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	5,1	7,2
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	266,6	45,4
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	211,7	-8,5
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	113,9	84,0
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	104,0	67,9
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%	16,3%	1,3%
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%	26,5%	10,5%
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%	21,0%	-2,0%
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%	10,3%	15,7%

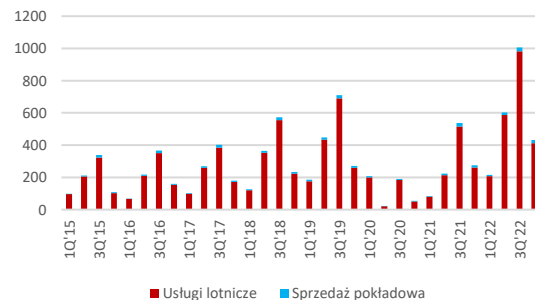
Źródło: BDM S.A., spółka

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

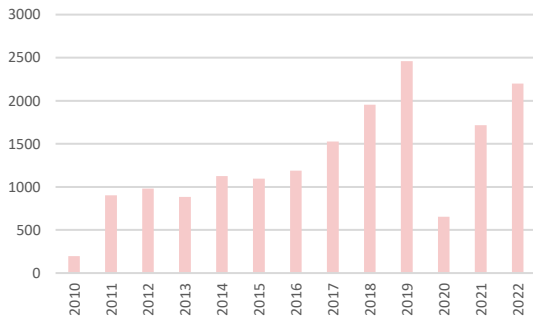
Marża brutto ze sprzedaży [%]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody wg segmentów [mln PLN]


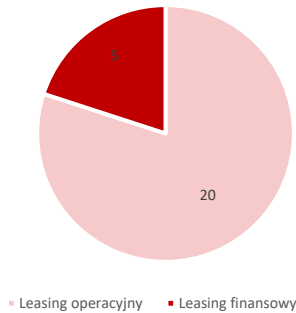
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Liczba pasażerów obsługiwanych przez ENT na rynku PL [dane ULC w tys.]



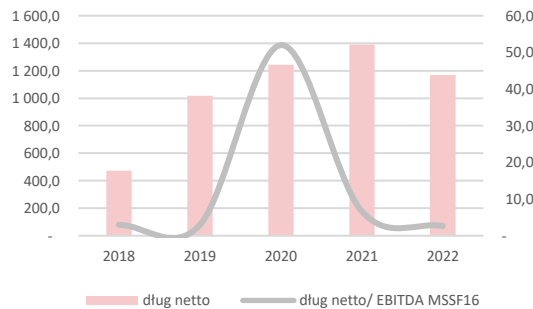
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, ULC

Zasady korzystania z samolotów [stan na koniec 2022 r.]



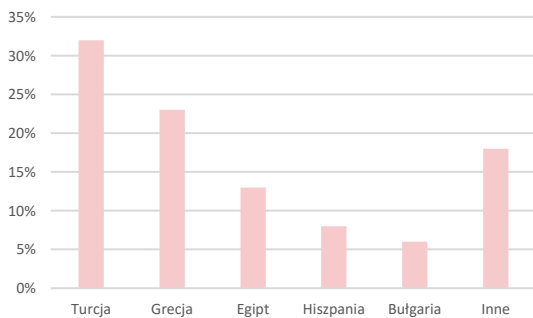
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zadłużenie oprocentowane netto [mln PLN]



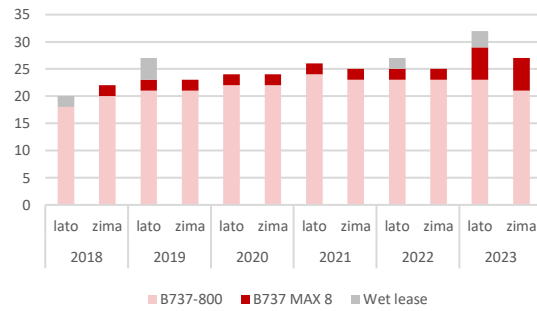
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Najpopularniejsze destynacje % udział w rynku czarterowym w 2022 r.



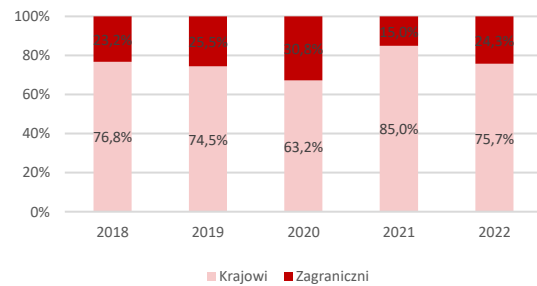
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Flota Enter Air



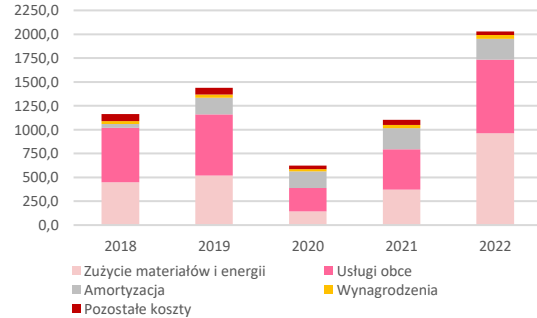
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura przychodów ze sprzedaży usług w podziale na klientów krajowych i zagranicznych



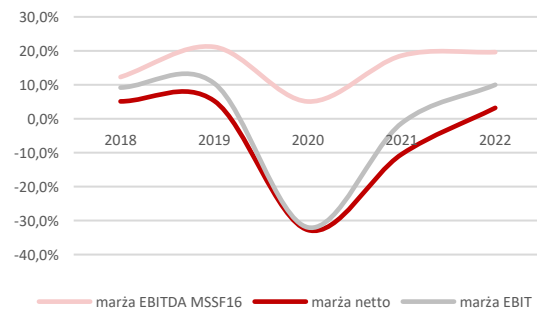
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura kosztów operacyjnych [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rentowność grupy [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PODSUMOWANIE KONFERENCJI WYNIKOWEJ ZA 4Q'22 (28.04.2023)

- W pandemii spółka przygotowała się, zmieniła kilka rzeczy w swoim modelu biznesowym – były to działania związane z tym, żeby jeszcze bardziej dopasować biznes do sezonowości, czyli jeszcze bardziej się uniezależnić od sezonowości. M.in. przejść z większości kosztów na koszty zmienne zamiast stałych, a koszty stałe zrestrukturyzować. W czasie pandemii spółka przeszła na PDH (płacenie za godziny). Zrestrukturyzowano koszty leasingów – ENT przeszedł na niższe raty w czasie sezonu zimowego, a wyższe raty w sezonie letnim.
- Enter Air „umocnił się” na rynku dzięki konkurencji, która „przespała” moment i w tej chwili ma problemy. Bezpośrednia konkurencja, czyli Smartwings ma dosyć duże problemy, jest w upadłości układowej.
- Popyt się buduje cały czas, ciężko jest ocenić ile jest takiego rzeczywistego wzrostu wolumenu globalnie a ile jest przesunięcia się popytu z konkurentów na Enter. Spółka uważa, że największy tego popytu, który obserwuje to popyt, który odbiera swoim konkurentom.
- W Polsce duży wzrost popytu pochodzi m.in. od Ukraińców, którzy w Polsce teraz zamieszkują. Możliwe, że jak wojna się skończy to część z nich wróci, stąd trzeba się liczyć z ryzykiem, że może ten popyt nagle „usiąść”.
- W tej chwili spółka będzie latała na 32 samolotach, co jest dużym wzrostem. Taki wzrost spółka sobie „zafundowała” tylko dlatego, że za chwilę będzie oddawać 2 samoloty po sezonie.
- Enter będzie się przyglądał, jak będzie stabilizował się popyt. Jeżeli popyt dalej będzie dawał szansę, że będzie stabilny przez kilka lat, to wtedy spółka zamierza mocniej rozbudowywać swoją flotę.
- W tej chwili prowadzone są nabory „non-stop” od 12 msc.
- Każdy kontrakt na ten rok jest rekordowy (wzrost na tym samym koszcie paliwa).
- Flota – spółka stara się wymienić kilka starszych „800” na „Maxy”, te dwa samoloty, które teraz oddaje są oddawane rok wcześniej niż miały być oddawane (kwestia umowy z lessorem). Do 4 swoich samolotów jakie spółka dobiera, dokłada jeszcze 3 w ACMI (wynajem samolotu wraz z załogą od innego operatora). W ziemi spółka zostaje na 27 samolotach.
- Popyta jest na tyle duży, że spółka mogłaby dobrać jeszcze „dużo” samolotów ale obecnie jest to „fizycznie” niemożliwe do zrealizowania. Spółka liczy, że ten popyt przy niej zostanie i przełoży się na kolejny dobry wzrost w przyszłym roku.
- Chair ma problem ze sprowadzeniem samolotu do swojej floty (od grudnia stara się go pozyskać).
- Większość finansowania spółki jest na stopach stałych, zakontraktowanych jeszcze przed tym jak zaczęło się „szaleństwo” na rynkach finansowych.
- Obecność spółki na zachodzie rośnie.
- Planowane otwarcie bazy w Gdańsku i rozpoczęcie operacji z lotniska w Radomiu.
- Chair – sytuacja jest stabilna, w tej chwili będzie miał 4 samoloty, z czego trzy 180 miejscowe i jeden 150 miejscowy. Firma dużo inwestuje żeby się rozwinąć, żeby coraz mocniej wejść w rynek Niemiecki. Enter nie oczekuje od nich dużej dywidendy i zysków, tylko otwarcia „furtki” na rynek Niemiecki.
- Ceny na wet-lease na rynku wzrosły ale spółka ma kontrakt długoterminowy i latają na cenach, które mieli wynegocjowane 2-3 lata temu.
- Popyta jest dużo mocniejszy niż możliwości spółki. W tej chwili Enter jest „dociśnięty do maksimum”. Na za granicy też jest duży popyt, odnawia się rynek w Izraelu (kiedyś ENT miał tam duże obroty).
- Cały czas spółka stara się umocnić na rynkach skandynawskich i niemieckich. Bardzo mocno przygląda się możliwości wejścia na rynek brytyjski.
- Jak 2 z zaplanowanych 4 „Max’ów” nie dojadą to spółka będzie miała dosyć napięty harmonogram i będzie to trudniejsze operacyjnie, bo będzie latała bez „backupów” ale będzie w stanie w całości obsłużyć zamówienia. Spółka pracuje nad różnymi planami awaryjnymi.
- Z dywidendą jest problem w tej chwili taki, że PFR stoi na stanowisku, że spółka nie powinna brać pod uwagę zakazu wypłaty dywidendy w grupie pożyczkobiorcy tylko w całej grupie. Jeżeli dojdzie do tego, że spółka nie będzie mogła wypłacić dywidendy, to przysłała będzie 2x większa (jak splotą PFR).
- Strajki – są opóźnienia, ENT stara się tak przekładać rejsy, żeby nie mieć przedłużeń większych niż 2h.
- 4Q'22 był neutralny m.in. przez wolumen, kursy walut, stawki kosztów.
- Plany wzrostu floty – jeżeli popyt będzie stabilny przynajmniej przez 3 lata, wtedy spółka może zaryzykować zwiększenie floty. W tej chwili polityka powiększania floty jest taka, że raczej starają się wymieniać samoloty. W tej chwili popyt rynku jest „ogromny” i ENT myśli, że jednak się utrzyma. Optymistycznie na przyszły rok, spółka mogłaby mieć z 10 samolotów więcej, co może być niewykonalne operacyjnie. Minimalny wzrost czyli jak zawsze jest – 2 samoloty co roku, to coś takiego się ziści.
- W Europie Zachodniej spółka bardzo chętnie przyjmuje nowe kontrakty. Popyt jest z tamtej strony bardzo duży ale spółka musi wybierać kontrahentów w stabilnej sytuacji finansowej.

PROGNOZA NA 1Q'23

W związku z występującą sezonowością pierwszy kwartał (niski sezon) jest zazwyczaj najłagodniejszym wynikiowo okresem w roku dla spółki. Czas ten wykorzystywany jest przez ENT do przygotowań do wysokiego sezonu (przebieg floty itp.) i inwestycji (np. pozyskanie dodatkowych maszyn co wiąże się z poniesieniem przedpłat). W omawianym kwartale 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. Pomimo występującej sezonowości spodziewamy się, że 1Q'23 przyniósł znaczącą poprawę popytu na usługi spółki (m.in. efekt mocnego konsumenta – popyt wspierany przez Ukraińców, słaba kondycja konkurencji, spadek atrakcyjności lokalnych ofert przez rosnące ceny), co w istotny sposób przełożyło się na wzrost r/r (ok. +20%) liczby wykonywanych lotów w tym okresie. Uwzględniając m.in. spadek cen paliwa lotniczego i walut względem PLN szacujemy, że w omawianym okresie Enter Air wypracował 308,7 mln PLN przychodów (+43,5% r/r), z czego 96,8% stanowiły usługi lotnicze (298,6 mln PLN, +44,4% r/r), a za resztą odpowiadała sprzedaż pokładowa (10 mln PLN, +19,5% r/r). Według naszych obliczeń, wynik brutto ze sprzedaży w minionym kwartale wyniósł -2,3 mln PLN (-4,5 mln PLN – usługi lotnicze, 2,2 mln PLN – sprzedaż pokładowa). Na poziomie EBITDA MSSF 16 prognozujemy 40,9 mln PLN (+125,7% r/r; pragniemy przypomnieć, że w analogicznym okresie 2022 r. spółka zanotowała -4,3 mln PLN z pozostałej działalności operacyjnej co dot. odpisu aktualizującego środki trwałe oraz straty na sprzedaży samolotu Boeing 737-800). W związku z pozytywnym wpływem różnic kursowych (ok. 60,5 mln PLN), szacujemy że spółka w 1Q'23 miała 22,5 mln PLN zysku netto (vs 68,7 mln PLN straty w 1Q'22). Po oczyszczeniu o różnice kursowe prognozujemy 27,4 mln PLN straty (vs 39,6 mln PLN straty w 1Q'22).

2023 r. – zdaniem spółki rok 2023 zapowiada się bardzo dobrze. Zamówienia przewyższają jej obecne możliwości przewozowe. Pierwszy raz w historii, biura podróży po wstępnych rezerwacjach, które robiły w 2022 roku, nie dokonują żadnych anulacji, tylko chcą zwiększenia zakresu współpracy. Nadal trwa proces dopasowywania kontraktów i zasobów grupy. ENT próbuje pozyskać dodatkowe samoloty, które będą dostępne na lato. W wysokim sezonie spółka planuje latać na 32 samolotach (4 nowe, 3 w formule wet lease) vs 27 w 2022 r. Enter planuje w tym roku duży wzrost liczby operacji lotniczych, który powinien się przełożyć na zwiększenie tegorocznych przychodów.

Dywidenda – zdaniem spółki w tym roku prawdopodobnie nie uda się wypłacić dywidendy, ponieważ jeszcze przez rok wiąże ją umowa z PFR, która wprowadza bezdyskusyjną blokadę dywidendy. Przymuszalnie dywidenda będzie możliwa dopiero po rozstaniu z PFR, wtedy jednak powinna być na rekordowym poziomie.

Potencjalne akwizycje - grupa nie wyklucza akwizycji np. w Skandynawii, ale raczej nie dojdzie do nich w 2023 roku.

Nowy hangar – spółka nadal szuka lokalizacji na nowy hangar w Południowej Europie oraz w Polsce. ENT prowadzi zaawansowane rozmowy z jednym z polskich portów. Decyzje prawdopodobnie zostanie podjęta w perspektywie najbliższych kilku miesięcy, a hangar powinien być gotowy w ciągu dwóch lat.

Umowa z TUI Poland i Rainbow Tours – w 1Q'23 Enter zawarł dwie umowy czarteru lotniczego (lato 2023 – zima 2023/2024), których szacunkowa wartość kształtuje się odpowiednio na poziomie: 718,3 mln PLN/ 196,8 mln PLN.

Chair – zakładamy, że w 1Q'23 wyniki tego podmiotu oscylowały w okolicach -1 mln PLN.

Prognozy wyników na 1Q'2023 [mln PLN]

	1Q'22	1Q'23P	zmiana r/r
Przychody	215,1	308,7	43,5%
Usługi lotnicze	206,8	298,6	44,4%
Sprzedaż pokładowa	8,4	10,0	19,5%
Wynik brutto ze sprzedaży	-22,2	-2,3	-
Usługi lotnicze	-24,2	-4,5	-
Sprzedaż pokładowa	2,0	2,2	9,3%
EBITDA MSSF 16	18,1	40,9	125,7%
EBIT MSSF 16	45,6	-13,1	-
Wynik brutto	-82,2	27,8	-
Wynik brutto adj.*	-53,1	-32,7	-
Wynik netto	-68,7	22,5	-
Wynik netto adj.*	-39,6	-27,4	-
Marża brutto ze sprzedaży	-10,3%	-0,8%	
Marża EBITDA MSSF 16	8,4%	13,3%	
Marża EBIT MSSF 16	21,2%	-4,3%	
Marża zysku netto	-31,9%	7,3%	
Marża zysku netto adj.*	-18,4%	-8,9%	

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

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

- Perspektywa kolejnych kwartałów 2023 r. w spółce zapowiada się bardzo dobrze. Zamówienia na usługi ENT znacząco przewyższają jej obecne możliwości przewozowe. Jeżeli chodzi o Polskę, za duży wzrost zainteresowanie ofertą przewoźnika odpowiada m.in. mocny konsument (popyt wspierany przez Ukraińców, spadek atrakcyjności lokalnych ofert przez rosnące ceny). Natomiast w przypadku rynków zagranicznych, ze względu na wysoką inflację i konkurencyjne ceny, Enter przejmuje część zamówień od swoich konkurentów. W związku z powyższym, jeszcze przed wysokim sezonem planowane jest znaczące powiększenie floty (+5 vs 2022 r.) do poziomu 32 maszyn (4 nowe „Maxy” oraz wykorzystanie 3 maszyn w formule wet lease). Szacujemy, że wzrost liczby wykonywanych operacji lotniczych przez Enter Air może sięgnąć w tym roku ok. +25% r/r, co powinno przełożyć się na znaczący wzrost wyników w tym okresie. W całym 2023 r. zakładamy przychody na poziomie 2,5 mld PLN, 273,0 mln PLN wyniku brutto ze sprzedaży, 439,0 mln PLN EBITDA oraz 182,4 mln PLN zysku netto.
- W ostatnich naszych analizach, w związku z wymagającym otoczeniem makroekonomicznym podchodziliśmy konserwatywnie do prognoz na kolejne lata. Aktualnie z uwagi na wysoki popyt na usługi przewoźnika zarówno na rynku krajowym i zagranicą, zakładamy w sezonie '24 utrzymanie floty na poziomie 32 maszyn (pomimo oddania pod koniec 2023 r. 2 samolotów Boeing 737-800).
- Jeżeli popyt dalej będzie dawał szansę na stabilizację w kolejnych latach, spółka planuje zwiększyć rozbudowę swojej floty.
- W 2024 r. zakładamy utrzymanie floty 32 samolotów (dobranie dwóch maszyn B-737-8 MAX, w leasingu operacyjnym). W kolejnych latach podchodzimy konserwatywnie do zwiększania liczebności samolotów - w latach 2025 i 2029 zakładamy dołożenie do floty po jednym B-737-8 MAX (wykorzystanie leasingu finansowego).
- Jeżeli chodzi o rynki zagraniczne, spółka koncentruje się na wzmocnieniu swojej obecności na rynkach skandynawskich i niemieckim. Ponadto, poważnie rozważa możliwość wejścia na rynek brytyjski.
- Spółka nadal szuka lokalizacji na nowy hangar w Południowej Europie oraz w Polsce. ENT prowadzi zaawansowane rozmowy z jednym z polskich portów. Decyzje prawdopodobnie zostanie podjęta w perspektywie najbliższych kilku miesięcy, a hangar powinien być gotowy w ciągu dwóch lat.
- Potencjalnym ryzykiem dla spółki może okazać się zakończenie wojny na Ukrainie, gdzie powrót obywateli tego kraju do swojej ojczyzny, mógłby wiązać się ze spadkiem popytu na rynku krajowym.
- W ostatnim czasie zdematerializowało się ryzyko dotyczące zamówionych maszyn Boeing 737 MAX przed rozpoczęciem wysokiego sezonu. W scenariuszu, gdzie 2 z 4 zaplanowanych „Max'ów” nie dotrze do ENT, spółka będzie miała bardzo napięty harmonogram (będzie latała bez „backupów”) ale będzie w stanie w całości obsłużyć zamówienia. Aktualnie do spółki trafiły pierwsze 2 z zamówionych samolotów, jeszcze w maju ma do niej trafić kolejna maszyna, natomiast czwarta na przełomie czerwca i lipca 2023 r.
- Innymi potencjalnymi czynnikami ryzyka dla naszych prognoz 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.
- Podniesienie naszych prognoz vs poprzednia rekomendacja wynika m.in. z: 1) powiększenia floty z 27 do 32 na przestrzeni 2023 r., tym samym zwiększenia operacji lotniczych; 2) zakładanej większej floty w kolejnych latach; 3) wyższej rentowności, w związku z niższymi kosztami usług obcych vs nasze wcześniejsze założenia; 4) dobrych perspektyw na rynku polskim oraz zagranicą.
- Na zmianę prognozowanych przez nas przychodów oprócz liczby wykonywanych operacji lotniczych wpływają również zmiany cen paliwa lotniczego oraz walut (przekładane są na klienta).
- Rekordowe umowy z touroperatorami na sezon lato 2023 i zima 2023/24:

TOUROPERATOR	SEZON LATO 2023 I ZIMA 2023/24 [MLN PLN]	SEZON LATO 2022 I ZIMA 2022/23 [MLN PLN]
TUI POLAND	718,3	543,3
CORAL TRAVEL	W TRAKCIE	312,6
RAINBOW TOURS	196,8	159,5
ITAKA FLY	248	NIEUJAWNIONA

Źródło: BDM S.A., spółka

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23P	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P
Przychody	85,0	222,7	536,9	275,7	215,1	602,6	1 006,1	431,9	308,7	683,1	1 034,8	461,4
<i>Usługi lotnicze</i>	80,7	212,5	515,2	261,6	206,8	587,2	981,5	412,0	298,6	660,3	998,7	439,8
<i>Sprzedaż pokładowa</i>	4,3	10,2	21,6	14,2	8,4	15,4	24,6	19,9	10,0	22,8	36,0	21,6
Wynik brutto ze sprzedaży	-60,2	-6,0	155,5	-37,2	-22,2	68,7	164,0	5,6	-2,3	87,8	196,0	-8,5
<i>Usługi lotnicze</i>	-61,0	-8,5	150,8	-40,3	-24,2	68,4	158,7	-1,6	-4,5	87,3	188,9	-16,1
<i>Sprzedaż pokładowa</i>	0,9	2,5	4,7	3,0	2,0	0,4	5,1	7,2	2,2	0,5	7,1	7,6
EBITDA MSSF 16	-17,7	44,9	206,1	-25,1	18,1	112,5	266,6	45,4	40,9	129,1	238,8	30,2
EBIT MSSF 16	-67,5	-8,4	146,5	-84,7	45,6	58,6	211,7	-25,6	-13,1	75,0	184,5	-24,8
Wynik brutto	-142,1	25,4	92,5	-116,9	-82,2	-38,5	113,9	84,0	27,8	62,4	173,1	-38,2
Wynik netto	-116,3	19,5	75,6	-96,0	-68,7	-31,0	104,0	67,9	22,5	50,6	140,2	-30,9
marża brutto ze sprzedaży	-70,8%	-2,7%	29,0%	-13,5%	-10,3%	11,4%	16,3%	1,3%	-0,8%	12,9%	18,9%	-1,8%
marża EBITDA MSSF 16	-20,8%	20,2%	38,4%	-9,1%	8,4%	18,7%	26,5%	10,5%	13,3%	18,9%	23,1%	6,6%
marża EBIT MSSF 16	-79,4%	-3,8%	27,3%	-30,7%	21,2%	9,7%	21,0%	-5,9%	-4,3%	11,0%	17,8%	-5,4%
marża netto	-136,8%	8,8%	14,1%	-34,8%	-31,9%	-5,2%	10,3%	15,7%	7,3%	7,4%	13,5%	-6,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza ogólna na lata 2022-2027 [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	1 296,1	1 614,7	470,5	1 120,3	2 255,8	2 488,0	2 093,0	2 187,9	2 307,4	2 396,1
<i>Usługi lotnicze</i>	1 251,9	1 559,9	453,3	1 070,0	2 187,5	2 397,4	2 022,7	2 114,5	2 229,9	2 315,6
<i>Sprzedaż pokładowa</i>	44,3	54,8	17,2	50,3	68,3	90,5	70,3	73,5	77,5	80,5
Wynik brutto ze sprzedaży	166,1	212,1	-124,4	52,1	216,1	273,0	273,2	294,4	275,1	288,7
<i>Usługi lotnicze</i>	157,8	203,1	-127,8	41,0	201,3	255,6	259,8	280,5	260,5	273,6
<i>Sprzedaż pokładowa</i>	8,3	9,0	3,4	11,0	14,6	17,3	13,4	13,9	14,6	15,1
EBITDA MSSF 16	159,3	341,7	23,9	208,2	442,7	439,0	443,8	471,1	494,3	512,8
EBIT MSSF 16	118,9	168,5	-150,5	-14,7	225,6	221,5	214,4	232,9	210,3	222,6
Wynik brutto	84,6	107,8	-188,0	-141,1	77,1	225,1	152,8	171,2	147,1	162,6
Wynik netto	66,3	85,0	-154,1	-117,1	72,3	182,4	123,8	138,7	119,1	131,7
marża brutto ze sprzedaży	12,8%	13,1%	-26,4%	4,7%	9,6%	11,0%	13,1%	13,5%	11,9%	12,0%
marża EBITDA MSSF 16	12,3%	21,2%	5,1%	18,6%	19,6%	17,6%	21,2%	21,5%	21,4%	21,4%
marża EBIT MSSF 16	9,2%	10,4%	-32,0%	-1,3%	10,0%	8,9%	10,2%	10,6%	9,1%	9,3%
marża netto	5,1%	5,3%	-32,8%	-10,5%	3,2%	7,3%	5,9%	6,3%	5,2%	5,5%

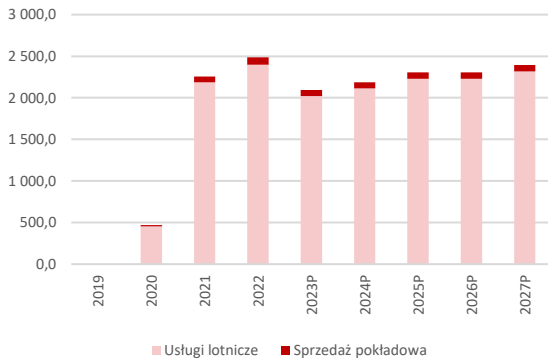
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 26.10.2022 [mln PLN]

	2023P			2024P			2025P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	2 082,9	2 488,0	19,4%	2 081,30	2 093,0	0,6%	2 121,8	2 187,9	3,1%
<i>Usługi lotnicze</i>	2 012,5	2 397,4	19,1%	2 011,00	2 022,7	0,6%	2 050,1	2 114,5	3,1%
<i>Sprzedaż pokładowa</i>	70,4	90,5	28,5%	70,4	70,3	-0,2%	71,8	73,5	2,3%
Wynik brutto ze sprzedaży	191,3	273,0	42,7%	197,1	273,2	38,6%	217,2	294,4	35,5%
<i>Usługi lotnicze</i>	182,6	255,6	40,0%	188,6	259,8	37,8%	208,5	280,5	34,5%
<i>Sprzedaż pokładowa</i>	8,6	17,3	101,2%	8,5	13,4	57,3%	8,6	13,9	61,7%
EBITDA MSSF 16	380,4	439,0	15,4%	389,6	443,8	13,9%	407,4	471,1	15,6%
EBIT MSSF 16	148,2	221,5	49,4%	154,1	214,4	39,2%	173,3	232,9	34,4%
Wynik brutto	72,4	225,1	211,0%	84,4	152,8	81,1%	107,4	171,2	59,4%
Wynik netto	58,6	182,4	211,2%	68,4	123,8	81,0%	87,0	138,7	59,4%
marża brutto ze sprzedaży	9,2%	11,0%		9,5%	13,1%		10,2%	13,5%	
marża EBITDA MSSF 16	18,3%	17,6%		18,7%	21,2%		19,2%	21,5%	
marża EBIT MSSF 16	7,1%	8,9%		7,4%	10,2%		8,2%	10,6%	
marża netto	2,8%	7,3%		3,3%	5,9%		4,1%	6,3%	
USD/PLN	5,058	4,257	-15,8%	5,205	4,347	-16,5%	5,109	4,316	-15,5%

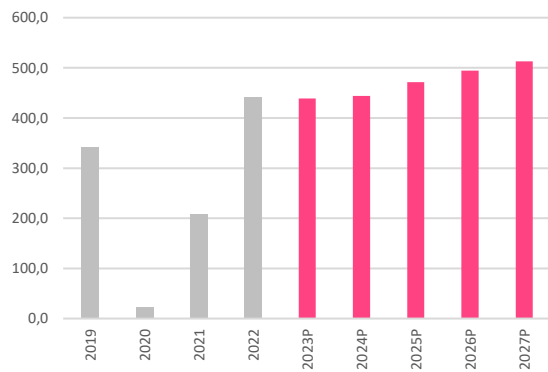
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody w podziale na segmenty [mln PLN]



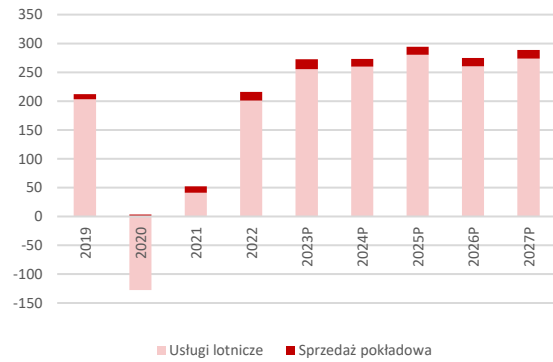
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA w kolejnych okresach [mln PLN]*



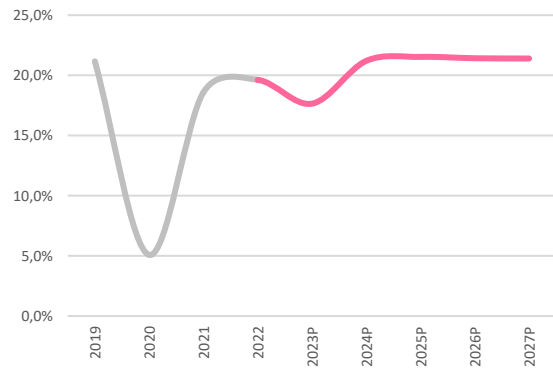
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *dane wg MSSF 16 od 1Q'19

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBITDA w okresie prognozy*



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

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Bilans [mln PLN]									
Aktywa trwałe	1 517,6	1 574,6	1 395,4	1 426,9	1 428,3	1 417,3	1 621,9	1 598,7	1 580,1
RzAT	1 389,2	1 456,1	1 236,3	1 258,8	1 260,2	1 249,2	1 453,6	1 430,2	1 411,4
Aktywo z tyt. pod. odr.	0,0	0,0	29,6	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9
Pozostałe aktywa trwałe	128,5	118,5	129,5	143,2	143,3	143,3	143,5	143,6	143,8
Aktywa obrotowe	212,0	136,3	351,6	422,9	533,1	594,4	574,4	663,5	753,5
Zapasy	6,0	4,0	4,2	4,6	5,0	4,2	4,4	4,7	4,8
Należności z tyt. dostaw	95,6	41,1	78,7	125,0	137,9	116,0	121,2	127,9	132,8
Środki pieniężne	88,5	78,8	268,7	293,3	390,2	474,2	448,7	531,0	615,9
Pozostałe aktywa obrotowe	21,9	12,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	1 729,7	1 710,9	1 747,0	1 849,8	1 961,4	2 011,7	2 196,3	2 262,2	2 333,6
Kapitał własny	361,6	206,2	89,0	161,3	343,7	467,5	530,0	628,4	736,2
Zobowiązania długoterminowe	953,4	975,2	1 101,2	1 116,5	1 031,4	1 008,6	1 153,7	1 143,0	1 130,0
Zobowiązania finansowe	874,7	940,4	1 077,5	1 090,1	1 005,0	982,2	1 127,3	1 116,6	1 103,6
Pozostałe zob. długoterminowe	78,7	34,7	23,7	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4
Zobowiązania krótkoterminowe	414,7	529,6	556,7	571,9	586,3	535,7	512,5	490,9	467,3
Zobowiązania finansowe	230,4	381,8	386,1	372,7	372,7	343,5	314,4	285,3	256,1
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	120,9	111,0	139,2	139,1	153,4	131,9	137,9	145,5	151,0
Pozostałe zob. krótkoterminowe	63,3	36,8	31,4	60,2	60,2	60,2	60,2	60,2	60,2
Pasywa razem	1 729,7	1 710,9	1 747,0	1 849,8	1 961,4	2 011,7	2 196,3	2 262,2	2 333,6
Rachunek zysków i strat [mln PLN]									
Przychody ze sprzedaży	1 614,7	470,5	1 120,3	2 255,8	2 488,0	2 093,0	2 187,9	2 307,4	2 396,1
Koszty wytworzenia	1 402,5	594,9	1 068,2	-2 039,7	2 215,0	1 819,8	1 893,6	2 032,3	2 107,4
Wynik brutto ze sprzedaży	212,1	-124,4	52,1	216,1	273,0	273,2	294,4	275,1	288,7
Koszty SG&A	37,6	28,0	36,2	43,4	49,3	56,7	59,2	62,5	64,9
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-6,0	1,9	-30,0	62,5	-2,2	-2,1	-2,2	-2,3	-1,2
EBITDA MSSF 16	341,7	23,9	208,2	442,7	439,0	443,8	471,1	494,3	512,8
EBIT MSSF 16	168,5	-150,5	-14,1	290,3	221,5	214,4	232,9	210,3	222,6
Saldo finansowe	-74,9	-40,3	-124,9	-146,8	3,4	-61,8	-61,9	-63,4	-60,3
Wynik brutto	107,8	-188,0	-141,1	77,1	225,1	152,8	171,2	147,1	162,6
Wynik netto	85,0	-154,1	-117,1	72,3	182,4	123,8	138,7	119,1	131,7
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]									
CF operacyjny	325,8	73,2	225,5	360,3	395,4	416,1	439,1	467,0	482,4
CF inwestycyjny	-11,0	-21,4	-1,1	10,5	-27,2	-65,3	-264,5	-73,8	-79,3
CF finansowy	-326,7	-63,6	-35,4	-349,4	-271,4	-266,9	-200,0	-310,9	-318,3
CF netto	-11,9	-11,8	189,0	21,4	96,9	84,0	-25,4	82,3	84,8
Środki pieniężne na początek okresu	100,4	88,5	78,8	268,7	293,3	390,2	474,2	448,7	531,0
Środki pieniężne na koniec okresu	88,5	78,8	268,7	293,3	390,2	474,2	448,7	531,0	615,9
Dynamiki / marże / wskaźniki									
Przychody zmiana r/r	24,6%	-70,9%	138,1%	101,4%	10,3%	-15,9%	4,5%	5,5%	3,8%
EBITDA MSSF 16 zmiana r/r	-	-93,0%	770,8%	112,6%	-0,8%	1,1%	6,2%	4,9%	3,7%
Wynik netto zmiana r/r	28,3%	-	-	-	152,3%	-32,1%	12,0%	-14,1%	10,5%
Marża brutto na sprzedaży	13,1%	-26,4%	4,7%	9,6%	11,0%	13,1%	13,5%	11,9%	12,0%
Marża EBITDA MSSF 16	21,2%	5,1%	18,6%	19,6%	17,6%	21,2%	21,5%	21,4%	21,4%
Marża netto	12,6%	-26,9%	6,0%	16,2%	10,8%	13,0%	13,4%	13,3%	13,4%
ROE	23,5%	-74,8%	-131,5%	44,8%	53,1%	26,5%	26,2%	19,0%	17,9%
ROA	4,9%	-9,0%	-6,7%	3,9%	9,3%	6,2%	6,3%	5,3%	5,6%
Odsetki/EBIT	45,5%	-37,3%	-871,5%	66,4%	29,6%	30,6%	28,6%	32,3%	29,5%
Dług netto MSSF 16 [mln PLN]	1016,7	1243,5	1389,3	1169,5	987,5	851,5	993,0	870,8	743,9
Dług netto/Kapitał własny	281,2%	603,1%	1560,1%	725,0%	287,3%	182,2%	187,3%	138,6%	101,0%
Dług netto/EBITDA MSSF 16	297,5%	5200,4%	665,3%	264,2%	224,9%	191,9%	210,8%	176,2%	145,1%
EV [mln PLN]	1 841,2	2 068,0	2 213,8	1 994,1	1 812,1	1 676,1	1 817,6	1 695,4	1 568,4
Dług/EV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
CAPEX/Przychody	5,2%	4,2%	-0,1%	-0,3%	1,1%	3,1%	12,1%	3,2%	3,3%
CAPEX/Amortyzacja	48,2%	11,3%	-0,7%	-3,1%	12,5%	28,5%	111,1%	26,0%	27,3%
Amortyzacja/Przychody	10,7%	37,1%	19,9%	9,6%	8,8%	11,0%	10,9%	12,3%	12,1%
Zmiana KO/Przychody	-1,9%	9,9%	-0,9%	-2,1%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	-9,9%	-4,1%	-1,5%	-4,1%	0,4%	-0,3%	0,6%	0,6%	0,6%
MC/S	0,5	1,7	0,7	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3
P/E	9,5	-	-	11,2	4,4	6,5	5,8	6,8	6,2
P/BV	2,2	3,9	9,1	5,0	2,4	1,7	1,5	1,3	1,1
EV/EBITDA MSSF 16	5,3	85,9	10,5	4,5	4,1	3,7	3,8	3,4	3,0
EV/EBIT MSSF 16	10,8	-	-	6,8	8,1	7,8	7,7	8,0	7,0
EV/S	1,1	4,4	2,0	0,9	0,7	0,8	0,8	0,7	0,6
Dywidenda [mln PLN]	12,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	76,1	20,8	23,8
DPS	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,3	1,2	1,4
Dywidendowy	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	9,4%	2,6%	2,9%
Payout ratio	18,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	61,5%	15,0%	20,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 46,2 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, przemysł, 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

gry komputerowe

Anna Tobiasz

Młodszy analityk rynku akcji

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 35

e-mail: anna.tobiasz@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	52,3	Akumuluj	24,0	23.05.2023	11:55 CEST	46,2	65 734
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

*Materiał 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 2Q'23*:	, 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	7	58%	0	0%
Akumuluj	2	17%	0	0%
Trzymaj	3	25%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) 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.

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. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2023-05-23.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-05-23 (11:55 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-05-23 (11:55 CEST).

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

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. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

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.

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.

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 wahanom 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 portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może zredukować 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 portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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. Tym samym 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.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka 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.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

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. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwa miesiące” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie premiowe. 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 analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

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

Na dzień 2023-05-23:

- 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 świadomym, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść 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.