



Dom Maklerski BDM S.A.

## ENTER AIR

### RAPORT ANALITYCZNY

Dzięki silnemu popytowi na usługi przewoźnika, 3Q'23 przyniósł rekordową ilość wykonywanych operacji powietrznych (+8% r/r), co według naszych szacunków przełożyło się również na najlepszy wynikowo kwartał w historii spółki. Prognozujemy, że w 3Q'24 Enter Air wypracował 249,7 mln PLN EBITDA (+29,5% r/r) oraz 143,0 mln PLN skoryg. zysku netto (+37,8% r/r). Zakładamy, że w całym 2024 roku spółka wygeneruje 482,1 mln PLN EBITDA (+19% r/r) oraz 101,8 mln PLN skoryg. zysku netto (+46% r/r). W oparciu o ostatnie informacje przekazywane przez zarząd, zakładamy utrzymanie floty w 2025 roku na zbliżonym poziomie r/r. Głównym powodem braku dalszego zwiększania mocy przewozowych są wysokie ceny używanych samolotów. Liczymy jednak, że w kolejnych kwartałach sytuacja rynkowa stopniowo się poprawi, co umożliwi spółce zakontraktowanie około trzech nowych maszyn na rok 2026. Zakładamy, że uruchomienie własnego hangaru wraz z ograniczeniem wykorzystania wet-leasu istotnie przełoży się na poprawę efektywności operacyjnej firmy. Mając na uwadze powyższe czynniki, obniżamy nasze oczekiwania dotyczące zdolności przewozowych spółki w nadchodzących latach, co przekłada się na korektę naszych prognoz względem poprzedniej rekomendacji. Po aktualizacji modelu cenę docelową wyznaczamy na poziomie 71,0 PLN, co implikuje utrzymanie zalecenia Kupuj.

Dzięki silnemu popytowi na usługi przewoźnika, 3Q'23 przyniósł rekordową ilość wykonywanych operacji powietrznych (+8% r/r), co według naszych szacunków przełożyło się również na najlepszy wynikowo kwartał w historii przewoźnika. Przypominamy, że w porównywalnym okresie 3Q'23, opóźnienia w dostawie zakontraktowanych samolotów wymusiły na spółce konieczność wynajmu dodatkowych samolotów, co wiązało się z dodatkowym kosztem na poziomie 35 mln PLN. Podczas ostatniej konferencji wynikowej zarząd podkreślił, że w tegorocznym wysokim sezonie nie było konieczności korzystania z dodatkowego wet-leasu. Uwzględniając ten fakt, jak i spadek cen paliwa lotniczego na przestrzeni 3Q'24, spodziewamy się obniżenia proporcji zużycia materiałów i energii oraz usług obcych w relacji do przychodów, co powinno przełożyć się na znaczącą poprawę marży r/r. Prognozujemy, że w całym 3Q'24 Enter Air wypracował 249,7 mln PLN EBITDA (+29,5% r/r) oraz 143,0 mln PLN skoryg. zysku netto (+37,8% r/r).

W całym 2024 roku spodziewamy się wzrostu liczby operacji lotniczych o ok. 11-12%, co powinno przełożyć się na przychody na poziomie około 3,0 mld PLN. Prognozujemy również, że spółce uda się wypracować rekordowy wynik EBITDA w wysokości 482,1 mln PLN, co stanowi wzrost o 19% r/r.

W oparciu o ostatnie informacje przekazywane przez zarząd, zakładamy w 2025 roku utrzymanie floty na zbliżonym poziomie r/r. Spółka planuje zastąpić 2 z 4 samolotów wynajmowanych w ramach wet-leasu dwoma nowymi maszynami, co powinno wspierać wzrost liczby operacji lotniczych w niskim sezonie. Równocześnie zmiana ta wpłynie na niższą rentowność spółki w tym okresie, jednocześnie generując większe oszczędności w wysokim sezonie. Głównym powodem braku dalszego zwiększania mocy przewozowych są wysokie ceny używanych samolotów. Liczymy jednak, że w nadchodzących kwartałach sytuacja rynkowa zacznie się stopniowo poprawiać, co umożliwi spółce zakontraktowanie około trzech samolotów na 2026 rok. Mając powyższe na uwadze, obniżamy nasze oczekiwania dotyczące zdolności przewozowych spółki w kolejnych latach, co skutkuje obniżeniem naszych prognoz względem poprzedniej rekomendacji.

Liczymy, że dzięki własnemu hangarowi, w którym spółka będzie mogła dokonać przeglądu 20% swojej floty, rentowność przewoźnika już w aktualnie trwającym niskim sezonie ulegnie poprawie. Zakładamy, że działania te, w połączeniu z ograniczeniem wykorzystania wet-leasu, będą istotnymi czynnikami poprawiającymi efektywność operacyjną spółki.

W ostatnim czasie spółka spłaciła całość pożyczki od PFR (ok. 70 mln PLN w 3Q'24) oraz wypłaciła rekordową dywidendę w wysokości 4,4 PLN na akcję. Spodziewamy się kontynuacji polityki redystrybucji zysków do inwestorów w kolejnych latach. Prognozujemy, że w 2025 roku DPS wyniesie około 2,5 PLN, co implikuje stopę na poziomie 4,1%.

Potencjalnym obszarem ryzyka są zarzuty stawiane przez UOKiK wobec przewoźnika oraz związana z tym możliwość nałożenia sankcji finansowych. Zgodnie z informacją podaną w komunikacie, spółce grozi kara w wysokości do 10% obrotu za każdą z dziesięciu zakwestionowanych praktyk. W związku z intensywnymi działaniami spółki, mającymi na celu opracowanie adekwatnych rozwiązań w każdym z tych obszarów, oraz proaktywnym podejściem do modyfikacji dotychczasowych praktyk, oczekujemy, że wymiar potencjalnej kary będzie znacznie łagodniejszy.

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	1 120,3	2 255,8	2 625,9	2 974,8	3 129,9	3 438,1
EBITDA MSSF 16 [mln PLN]	208,2	442,7	405,2	482,1	521,0	576,6
EBIT MSSF 16 [mln PLN]	-14,1	225,6	164,3	218,6	231,2	261,3
Wynik brutto [mln PLN]	-141,1	77,1	240,5	151,0	153,3	178,7
Wynik netto [mln PLN]	-117,1	72,3	196,4	132,1	124,2	144,7
P/BV	11,8	6,5	2,9	2,7	2,2	1,8
P/E	-	6,3	15,1	8,0	8,5	7,3
EV/EBITDA MSSF 16	11,7	5,0	5,7	5,0	4,8	4,5
EV/EBIT MSSF 16	-	9,8	14,1	11,1	10,8	9,9
DPS	0,0	0,0	0,0	4,4	2,5	2,5
DY	0,0%	0,0%	0,0%	7,3%	4,1%	4,1%

Report 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.

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

# KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

## WYCENA 71,0 PLN

29 PAŹDZIERNIKA 2024, 08:50 CET

Wycena końcowa [PLN]	71,0
Potencjał do wzrostu	18%
Koszt kapitału	8,9%
Cena rynkowa [PLN]	60,0
Kapitalizacja [mln PLN]	1 053
Ilość akcji [mln. szt.]	17,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	73,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	56,3
Stopa zwrotu za 3 mc	5,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	-2,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	23,8%
Struktura akcjonariatu:	
ENT Investments Ltd	51,5%
NN OFE	10,7%
Generali OFE	7,6%
TFI Allianz	5,6%
Pozostali	24,6%

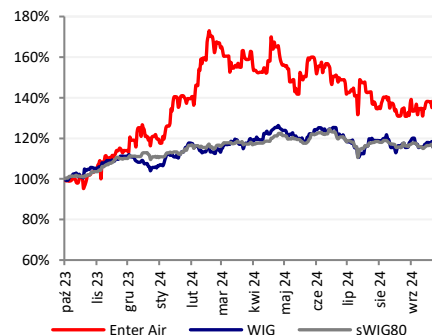
Krzysztof Tkocz

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:**

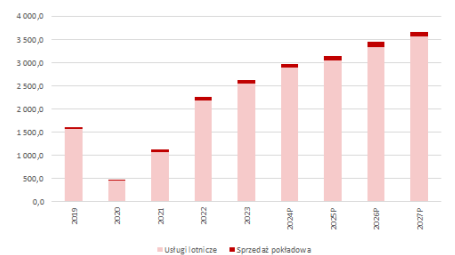
WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE .....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE .....	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA .....	7
WYNIKI ZA 2Q'24.....	8
PROGNOZA NA 3Q'24 .....	10
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY .....	11
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI .....	15

## WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

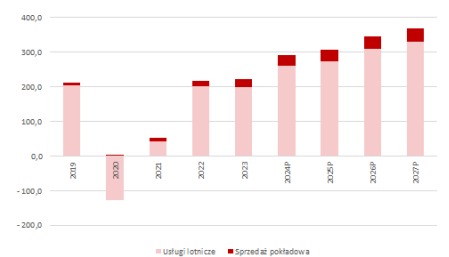
Wyniki roczne [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Przychody</b>	<b>1 120,3</b>	<b>2 255,8</b>	<b>2 625,9</b>	<b>2 974,8</b>	<b>3 129,9</b>	<b>3 438,1</b>	<b>3 664,2</b>
Usługi lotnicze	1 070,0	2 187,5	2 546,6	2 884,8	3 035,3	3 334,2	3 553,4
Sprzedaż pokładowa	50,3	68,3	79,4	89,9	94,6	103,9	110,8
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>52,1</b>	<b>216,1</b>	<b>221,6</b>	<b>286,7</b>	<b>306,3</b>	<b>344,2</b>	<b>368,2</b>
SG&A	36,2	43,4	57,6	68,7	72,3	79,4	84,6
PPO/PKO	-30,0	62,5	0,3	1,6	-2,8	-3,4	-1,8
<b>EBITDA MSSF 16</b>	<b>208,2</b>	<b>442,7</b>	<b>405,2</b>	<b>482,1</b>	<b>521,0</b>	<b>576,6</b>	<b>622,8</b>
EBIT MSSF 16	-14,1	225,6	164,3	218,6	231,2	261,3	281,8
Zysk brutto	-141,1	77,1	240,5	151,0	153,3	178,7	193,2
<b>Zysk netto</b>	<b>-117,1</b>	<b>72,3</b>	<b>196,4</b>	<b>132,1</b>	<b>124,2</b>	<b>144,7</b>	<b>156,5</b>
<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>1 395,4</b>	<b>1 426,9</b>	<b>1 683,9</b>	<b>1 967,4</b>	<b>2 109,3</b>	<b>2 311,3</b>	<b>2 514,3</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	1 236,3	1 258,8	1 526,4	1 781,6	1 925,7	2 129,8	2 335,0
Pozostałe aktywa trwałe	159,1	168,1	157,6	185,8	183,6	181,5	179,3
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>351,6</b>	<b>422,9</b>	<b>452,9</b>	<b>504,7</b>	<b>547,2</b>	<b>611,7</b>	<b>677,7</b>
Zapasy	4,2	4,6	6,8	8,4	8,4	10,2	8,3
Należności krótkoterminowe	78,7	125,0	170,4	190,5	197,9	212,6	225,3
Środki pieniężne	268,7	293,3	275,7	303,4	338,5	386,5	441,6
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,1	2,5	2,5	2,5	2,5
<b>Aktywa razem</b>	<b>1 747,0</b>	<b>1 849,8</b>	<b>2 136,9</b>	<b>2 472,1</b>	<b>2 656,5</b>	<b>2 923,0</b>	<b>3 192,0</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>89,0</b>	<b>161,3</b>	<b>357,8</b>	<b>388,6</b>	<b>469,2</b>	<b>570,4</b>	<b>677,7</b>
Udziały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>1 658,0</b>	<b>1 688,5</b>	<b>1 779,1</b>	<b>2 083,6</b>	<b>2 187,3</b>	<b>2 352,6</b>	<b>2 514,3</b>
Rezerwy na zobowiązania	2,0	2,2	12,9	10,1	10,1	10,1	10,1
Oprocentowane zobow. długotermin.	1 579,1	1 090,1	1 088,3	1 288,4	1 395,8	1 557,0	1 718,2
Zobowiązania długoterminowe inne	-477,9	26,4	27,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Oprocentowane zobow. krótkoterm.	386,1	372,7	449,5	387,6	376,0	364,5	353,4
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	139,2	139,1	126,0	151,0	158,9	174,5	186,0
Zobowiązania krótkoterminowe inne	29,4	58,0	75,4	246,5	246,5	246,5	246,5
<b>Pasywa razem</b>	<b>1 747,0</b>	<b>1 849,8</b>	<b>2 136,9</b>	<b>2 472,1</b>	<b>2 656,5</b>	<b>2 923,0</b>	<b>3 192,0</b>
<b>Dług netto</b>	<b>1 389,3</b>	<b>1 169,5</b>	<b>1 262,2</b>	<b>1 372,6</b>	<b>1 433,4</b>	<b>1 535,0</b>	<b>1 630,0</b>
Dług netto / Kapitał własny	15,6	7,2	3,5	3,5	3,1	2,7	2,4
Dług netto / EBITDA MSSF 16	6,7	2,6	3,1	2,8	2,8	2,7	2,6
<b>Rachunek przepływu [mln PLN]</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	225,5	360,3	351,6	364,7	492,4	541,8	586,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-1,1	10,5	-12,8	-54,9	-36,6	-43,0	-44,0
Przepływy z działalności finansowej	-35,4	-349,4	-351,8	-590,7	-420,6	-450,8	-487,6
Przepływy pieniężne netto	189,0	21,4	-17,7	-280,9	35,1	48,0	55,1
<b>Wskaźniki rynkowe</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
MC/S	0,9	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
P/E	-	6,3	15,1	8,0	8,5	7,3	6,7
P/BV	11,8	6,5	2,9	2,7	2,2	1,8	1,6
EV/EBITDA MSSF 16	11,7	5,0	5,7	5,0	4,8	4,5	4,3
EV/EBIT MSSF 16	-	9,8	14,1	11,1	10,8	9,9	9,5
EV/S	2,2	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7
BVPS	5,1	9,2	20,4	22,1	26,7	32,5	38,6
EPS	-6,7	9,6	4,0	7,5	7,1	8,2	8,9
DPS (w danym roku)	0,0	0,0	0,0	4,4	2,5	2,5	2,8
<b>Wskaźniki</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Przychody zmiana r/r	138,1%	101,4%	16,4%	13,3%	5,2%	9,8%	6,6%
EBITDA MSSF 16 zmiana r/r	770,8%	112,6%	-8,5%	19,0%	8,1%	10,7%	8,0%
Zysk netto zmiana r/r	-	-	171,8%	-32,7%	-6,0%	16,5%	8,2%
Marża brutto na sprzedaży	4,7%	9,6%	8,4%	9,6%	9,8%	10,0%	10,0%
Marża EBITDA MSSF 16	18,6%	19,6%	15,4%	16,2%	16,6%	16,8%	17,0%
Marża netto	-10,5%	3,2%	7,5%	4,4%	4,0%	4,2%	4,3%
ROE	-131,5%	44,8%	54,9%	34,0%	26,5%	25,4%	23,1%
ROA	-6,7%	3,9%	9,2%	5,3%	4,7%	5,0%	4,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; wskaźniki obliczone przy cenie rynkowej 60,0 PLN.

Przychody wg segmentów [mln PLN]



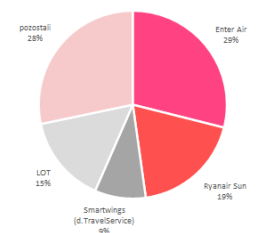
Wynik brutto ze sprzedaży w podziale na segmenty [mln PLN]



EBITDA i marża EBITDA w okresie prognozy



Udział w rynku czarterowym w Polsce '23 [%]



**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 12) Opóźnienia w dostawie zakontraktowanych samolotów 13) Ryzyko kary finansowej ze strony UOKiK

## 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 81,5 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 46,5 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 1 246 mln PLN, czyli **71,0 PLN/akcję**.

### Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał	
A	Wycena DCF	1 430	81,5	36%	
B	Wycena porównawcza	815	46,5	-23%	
<b>C = (70%*A + 30%*B)</b>		<b>Wycena końcowa</b>	<b>1 246</b>	<b>71,0</b>	<b>18%</b>

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 5,8%). 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 2024 r. spółce uda się wypracować 3,0 mld PLN przychodów ze sprzedaży oraz 482,1 mln PLN na poziomie EBITDA MSSF 16.
- W oparciu o ostatnie informacje przekazywane przez zarząd, zakładamy w 2025 roku utrzymanie floty na zbliżonym poziomie r/r. Liczymy jednak, że w nadchodzących kwartałach sytuacja rynkowa zacznie się stopniowo poprawiać (w obszarze cen używanych samolotów), co umożliwi spółce zakontraktowanie około trzech maszyn na 2026 rok.

### Ścieżka wyniku w podziale na segmenty [mln PLN]

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
<b>Przychody</b>	<b>1 120,3</b>	<b>2 255,8</b>	<b>2 625,9</b>	<b>2 974,8</b>	<b>3 129,9</b>	<b>3 438,1</b>	<b>3 664,2</b>	<b>3 872,2</b>
Usługi lotnicze	1 070,0	2 187,5	2 546,6	2 884,8	3 035,3	3 334,2	3 553,4	3 755,1
Sprzedaż pokładowa	50,3	68,3	79,4	89,9	94,6	103,9	110,8	117,1
<b>Wynik brutto ze sprzedaży</b>	<b>52,1</b>	<b>216,1</b>	<b>221,6</b>	<b>286,7</b>	<b>306,3</b>	<b>344,2</b>	<b>368,2</b>	<b>388,2</b>
Usługi lotnicze	41,0	201,3	199,2	260,6	273,7	308,4	330,2	348,2
Sprzedaż pokładowa	11,0	14,6	21,6	31,7	32,6	35,8	38,0	40,0

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 2024-33 (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- Spodziewamy się kontynuacji polityki redystrybucji zysków do inwestorów w kolejnych latach. Prognozujemy, że w 2025 roku DPS wyniesie około 2,5 PLN, co implikuje stopę na poziomie 4,1%.
- Uwzględniamy również wartość posiadanych udziałów (Chair Airlines = ok. 35,8 mln PLN oraz Fly4 = 6,7 mln PLN wg sprawozdania za 2Q'24) oraz pożyczki dla Chair Airlines (ok. 10,4 mln PLN) i Avengers Flight Poland (ok. 7,8 mln PLN).
- Chair Airlines – oczekujemy, że w kolejnych latach spółka będzie w stanie generować zbliżone wyniki do tych z 2023 r. (przy zakładanym braku dalszej rozbudowy floty).
- Własny hangar – zakładamy, że w niskim sezonie spółka będzie mogła dokonać przeglądu ok. 20% swojej floty, co pozwoli wygenerować oszczędności w tym okresie. Spodziewamy się pierwszych efektów już w 4Q'24.
- Fly4 – aktualnie poza wyżej wspomnianymi udziałami nie ujmujemy tego podmiotu w naszym modelu. Pragniemy jednak zauważyć, iż inicjatywa ta może m.in. pozytywnie wpłynąć na poprawę rentowności przewoźnika, ze względu na atrakcyjniejsze ceny wynajmu samolotów.
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2033 roku na poziomie 1%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2033 roku.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2023 roku, uwzględniając leasingi związane z obowiązującym standardem MSSF 16.
- Do obliczeń przyjęliśmy 17,5 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 31.12.2024 roku.

**Metoda DCF dała wartość spółki Enter Air na poziomie 1 430 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 81,5 PLN.**

**Model DCF**

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	2 974,8	3 129,9	3 438,1	3 664,2	3 872,2	4 089,2	4 318,2	4 555,9	4 804,6	5 051,9
EBIT [mln PLN]	218,6	231,2	261,3	281,8	296,9	310,9	324,1	335,9	346,3	352,3
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	41,5	43,9	49,7	53,5	56,4	59,1	61,6	63,8	65,8	66,9
NOPLAT [mln PLN]	177,1	187,3	211,7	228,3	240,5	251,8	262,6	272,0	280,5	285,3
Amortyzacja [mln PLN]	263,4	289,8	315,3	341,0	366,6	392,3	418,0	443,8	469,5	495,3
CAPEX [mln PLN]	-306,9	-338,0	-369,3	-401,3	-427,8	-456,5	-486,1	-515,3	-544,9	-573,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	3,2	0,5	-0,8	0,6	0,1	-0,4	-0,3	-0,1	0,0	0,3
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]	136,9	139,6	156,8	168,5	179,4	187,3	194,2	200,4	205,2	207,6
DFCF [mln PLN]	136,8	128,1	131,9	129,9	126,7	121,0	114,8	108,3	101,4	93,8
Suma DFCF [mln PLN]	1 192,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	3 356,2									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 516,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	2 709,1									
Dług netto 2023 [mln PLN]	1 339,4									
Pozostałe aktywa finansowe [mln PLN]	60,6									
<b>Wartość kapitału własnego [mln PLN]</b>	<b>1 430,3</b>									
Ilość akcji [tys.]	17,5									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>81,5</b>									

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

Przychody zmiana r/r	13,3%	5,2%	9,8%	6,6%	5,7%	5,6%	5,6%	5,5%	5,5%	5,1%
EBIT zmiana r/r	31,6%	5,8%	13,0%	7,8%	5,4%	4,7%	4,3%	3,6%	3,1%	1,7%
FCF zmiana r/r	207,2%	2,0%	12,3%	7,5%	6,5%	4,4%	3,7%	3,2%	2,4%	1,2%
Marża EBITDA	16,2%	16,6%	16,8%	17,0%	17,1%	17,2%	17,2%	17,1%	17,0%	16,8%
Marża EBIT	7,3%	7,4%	7,6%	7,7%	7,7%	7,6%	7,5%	7,4%	7,2%	7,0%
Marża NOPLAT	6,0%	6,0%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,1%	6,0%	5,8%	5,6%
CAPEX / Przychody	10,3%	10,8%	10,7%	11,0%	11,0%	11,2%	11,3%	11,3%	11,3%	11,4%
CAPEX / Amortyzacja	116,5%	116,6%	117,1%	117,7%	116,7%	116,3%	116,3%	116,1%	116,1%	115,8%
Zmiana KO / Przychody	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-0,9%	-0,4%	0,3%	-0,3%	0,0%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	-0,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Kalkulacja WACC**

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
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	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%
Udział kapitału własnego	32,2%	33,3%	34,3%	35,1%	35,7%	36,3%	36,8%	37,3%	37,7%	38,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Udział kapitału obcego	67,8%	66,7%	65,7%	64,9%	64,3%	63,7%	63,2%	62,7%	62,3%	62,0%
WACC	8,9%	9,0%	9,1%	9,1%	9,2%	9,3%	9,3%	9,3%	9,4%	9,4%

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	70,8	75,0	79,7	84,9	90,8	97,4	104,9	113,6	123,7
	1,0	67,1	71,0	75,4	80,2	85,7	91,8	98,7	106,7	115,8
	1,1	63,5	67,2	71,3	75,8	80,8	86,5	92,9	100,2	108,6
	1,2	60,1	63,5	67,4	71,6	76,3	81,5	87,4	94,2	101,9
	1,3	56,8	60,1	63,7	67,6	72,0	76,9	82,3	88,5	95,6
	1,4	53,7	56,8	60,1	63,8	67,9	72,5	77,5	83,3	89,8
	1,5	50,8	53,6	56,8	60,3	64,1	68,3	73,0	78,3	84,3

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%	73,5	78,0	82,9	88,4	94,5	101,5	109,5	118,8	129,5
	5,5%	66,5	70,4	74,7	79,5	84,9	90,9	97,8	105,6	114,7
	6,5%	60,1	63,5	67,4	71,6	76,3	81,5	87,4	94,2	101,9
	7,5%	54,2	57,3	60,7	64,4	68,5	73,1	78,3	84,1	90,7
	8,5%	48,8	51,6	54,6	57,9	61,5	65,6	70,1	75,1	80,8
	9,5%	43,8	46,3	49,0	51,9	55,2	58,7	62,7	67,1	72,0
	10,5%	39,2	41,5	43,9	46,5	49,4	52,6	56,0	59,9	64,2

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%	109,2	106,5	104,0	101,5	99,2	97,0	94,8	92,8	90,9
	5,5%	99,1	96,2	93,5	90,9	88,5	86,2	84,0	81,9	79,9
	6,5%	89,9	86,9	84,1	81,5	79,1	76,7	74,5	72,4	70,5
	7,5%	81,6	78,6	75,8	73,1	70,7	68,3	66,2	64,1	62,2
	8,5%	74,0	71,0	68,2	65,6	63,1	60,9	58,7	56,7	54,8
	9,5%	67,1	64,1	61,3	58,7	56,4	54,1	52,1	50,1	48,3
	10,5%	60,7	57,8	55,1	52,6	50,2	48,1	46,1	44,2	42,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

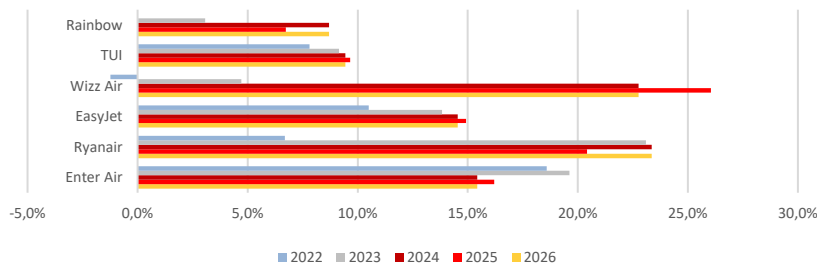
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o prognozy na lata 2024-26 dla wybranych spółek z branży lotniczej. W wycenie uwzględniliśmy przewoźników niskokosztowych (Ryanair, EasyJet, Wizz Air) oraz tour-operatorów (TUI, Rainbow – główni klienci grupy, dodatkowo TUI jest właścicielem linii lotniczej 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 **46,5 PLN**. Uwzględniamy ją w naszej końcowej wycenie, nadając jej wartość 30%.

### Wycena porównawcza [PLN]

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Ryanair	10,3	12,7	10,3	5,8	6,7	5,4
EasyJet	8,7	7,5	7,0	2,8	2,4	2,3
Wizz Air	4,1	4,8	3,4	4,8	4,5	3,9
TUI	7,2	5,9	5,2	2,7	2,4	2,1
Rainbow	6,4	7,4	7,7	4,1	4,6	4,5
<b>Mediana</b>	<b>7,2</b>	<b>7,4</b>	<b>7,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>
Enter Air*	10,3	8,5	7,3	5,0	4,8	4,5
Premia/dyskonto dla Enter Air	44,5%	15,2%	4,1%	21,7%	6,5%	15,0%
<b>Wycena wg wskaźnika [PLN]</b>	<b>41,5</b>	<b>52,1</b>	<b>57,7</b>	<b>35,4</b>	<b>51,3</b>	<b>40,8</b>
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena wg wskaźników [PLN]</b>	<b>50,4</b>			<b>42,5</b>		
Waga wskaźnika	50%			50%		
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>46,5</b>					

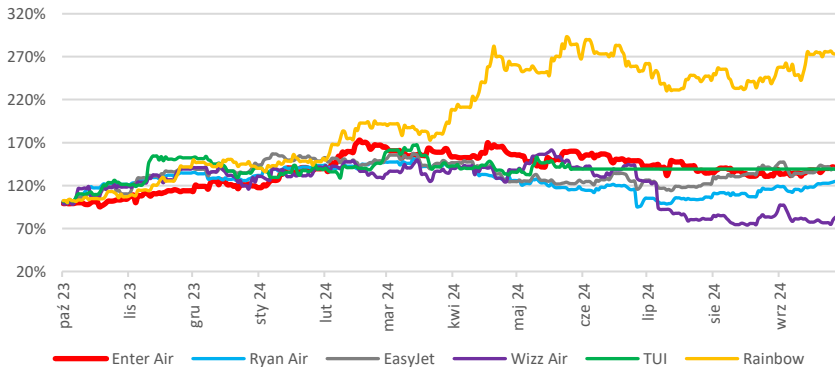
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg; \*-oczyszczone o wpływ różnic kursowych z wyceny bil.

### Porównanie marży EBITDA [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### Zachowanie kursów od października 2023 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## WYNIKI ZA 2Q'24

2Q'24 tak jak się tego spodziewaliśmy, okazał się najlepszym drugim kwartałem w historii spółki, a odczyty zaraportowane na wszystkich liniach wynikowych zdołały przebić nasze oczekiwania i konsensus. W związku z dalszą rozbudową floty i zwiększeniem operacji lotniczych o blisko 11% r/r urosły przychody przewoźnika osiągając poziom 772,6 mln PLN. Natomiast dzięki niższym cenom paliwa jak i mniejszej liczbie realizowanych przelądów floty (kumulacja w dwóch kwartałach vs trzech rok temu) poprawie r/r uległa marża brutto ze sprzedaży. Rozbudowa zdolności przewozowych przełożyła się na wzrost amortyzacji do poziomu 64,5 mln PLN (+9% r/r). W omawianym okresie EBITDA przewoźnika sięgnęła 152,0 mln PLN (+13% r/r). Najbardziej in plus od naszych estymacji odchylił się skoryg. zysk netto, który w 2Q'24 wyniósł 58,9 mln PLN (+44,9% r/r), co odebraliśmy lekko pozytywnie. Różnica vs nasze prognozy wynika w głównej mierze z przychodów finansowych (efekt transakcji SWAP = 3,4 mln PLN). W 2Q'24 cash flow z działalności operacyjnej wyniósł 295,7 mln PLN i był wyższy o ponad 5% r/r. Na koniec czerwca'24 grupa miała 294,2 mln PLN środków pieniężnych i pozostałych aktywów finansowych (+91,0 mln PLN q/q). Przewoźnik obserwuje utrzymujący się bardzo wysoki popyt na swoje usługi.

## Wyniki za 2Q'2024 [mln PLN]

	2Q'23	2Q'24	zmiana r/r	2Q'24P BDM	odchyl.	2Q'24P kons.	odchyl.	1H'23	1H'24	zmiana r/r
<b>Przychody</b>	<b>697,7</b>	<b>772,6</b>	<b>10,7%</b>	<b>750,3</b>	<b>3,0%</b>	<b>760,3</b>	<b>1,6%</b>	<b>1 011,4</b>	<b>1 165,4</b>	<b>15,2%</b>
Usługi lotnicze	676,3	751,0	11,1%	727,0	3,3%	-	-	978,2	1 126,5	15,2%
Sprzedaż pokładowa	21,4	21,6	0,8%	23,4	-7,6%	-	-	33,3	39,0	17,2%
<b>Wynik brutto ze sprzedaży</b>	<b>89,9</b>	<b>103,0</b>	<b>14,6%</b>	<b>99,1</b>	<b>3,9%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>86,4</b>	<b>90,6</b>	<b>4,8%</b>
Usługi lotnicze	84,5	97,4	15,2%	93,3	4,4%	-	-	77,3	78,3	1,3%
Sprzedaż pokładowa	5,4	4,7	-12,7%	5,8	-20,0%	-	-	9,1	11,2	23,5%
<b>EBITDA</b>	<b>134,6</b>	<b>152,0</b>	<b>13,0%</b>	<b>150,5</b>	<b>1,0%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>175,1</b>	<b>187,1</b>	<b>6,9%</b>
EBIT	75,6	87,6	15,8%	83,4	5,0%	86,5	1,3%	62,4	61,6	-1,2%
Wynik brutto	109,6	48,8	-55,5%	54,6	-10,7%	-	-	92,6	-26,6	-
<b>Wynik netto</b>	<b>90,0</b>	<b>40,1</b>	<b>-55,5%</b>	<b>44,2</b>	<b>-9,3%</b>	<b>52,6</b>	<b>-23,9%</b>	<b>73,5</b>	<b>-24,2</b>	<b>-</b>
<b>Wynik netto adj.*</b>	<b>40,7</b>	<b>58,9</b>	<b>44,9%</b>	<b>53,2</b>	<b>10,8%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-0,2</b>	<b>11,2</b>	<b>-</b>
Marża brutto ze sprzedaży	12,9%	13,3%		13,2%		-		8,5%	-2,3%	
Marża EBITDA	19,3%	19,7%		20,1%		-		17,3%	16,1%	
Marża EBIT	10,8%	11,3%		11,1%		11,4%		6,2%	5,3%	
Marża zysku netto	12,9%	5,2%		5,9%		6,9%		7,3%	-2,1%	
Marża zysku netto adj.*	5,8%	7,6%		7,1%		-		0,0%	1,0%	

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

- W 2Q'24 grupa wypracowała 772,6 mln PLN przychodów, co oznacza wzrost o ok. 10,7% r/r.
- W obszarze usług lotniczych spółka osiągnęła 751,0 mln PLN obrotów (+11,1% r/r), a w części sprzedaży pokładowej 21,6 mln PLN (+0,8% r/r).
- Przychody krajowe stanowiły 81,4% całości usług lotniczych (+22,4% r/r) = 611,0 mln PLN, natomiast zagranica 18,6% = 139,9 mln PLN (-21,0% r/r).
- W omawianym okresie koszt własny sprzedaży urosł o 10,2% r/r do poziomu 669,6 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 (+9,9% r/r do poziomu 249,0 mln PLN) i usług obcych (+11,1% do 327,8 mln PLN), a co związane jest przede wszystkim z większą ilością wykonanych operacji lotniczych.
- Koszt usług obcych w relacji do przychodów lotniczych wyniósł 43,7% i zaliczył wzrost zarówno r/r jak i q/q (43,6% w 2Q'23; 40,5% w 1Q'24), przekraczając jednocześnie nasze założenia. Koszt zużycia materiałów i energii w relacji do przychodów lotniczych wyniósł 33,2% vs 33,5% w 2Q'23, co było poziomem zgodnym z naszymi prognozami.
- Ponadto znaczącemu zwiększeniu r/r uległy wynagrodzenia (+48,4%) do 17,8 mln PLN. Wzrost zatrudnienia o 10% q/q do 707 osób.
- W związku z większą ilością maszyn, zwiększeniu uległa amortyzacja (+9,3% r/r) do 64,5 mln PLN.
- Wynik brutto ze sprzedaży spółki wyniósł 103,0 mln PLN (+14,6% r/r).
- Na poziomie EBITDA Enter Air zaraportował 152,0 mln PLN zysku (+13,0% r/r), co było wynikiem zgodnym z naszymi prognozami.
- Saldo finansowe spółki wyniosło -44,0 mln PLN (z czego -18,9 mln PLN stanowiły różnice kursowe z wyceny bilansowej vs -9,0 mln PLN BDM) i przez wyższe różnice kursowe okazały się wyższe od naszych założeń. Koszty odsetek z leasingów finansowych urosły r/r o 17,2% do 17,3 mln PLN.
- Wynik został podwyższony wynikiem rozliczenia jednostek wycenianych metodą praw własności (+5,2 mln PLN – z czego 6,4 mln PLN dotyczy Chair Airlines AG, a -1,2 mln PLN Fly4), co było zbliżone do naszych oczekiwań (5,9 mln PLN).

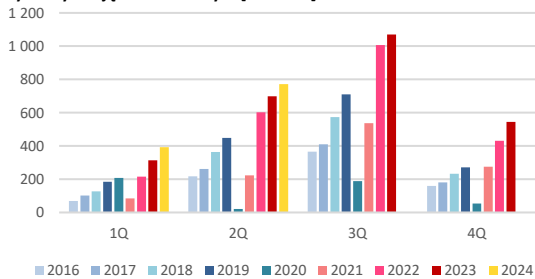


- W omawianym okresie spółka wypracowała skoryg. wynik netto na poziomie 58,9 mln PLN (+44,9% r/r) i okazał się wyższy od naszych założeń o 10,8% (efekt wyższych przychodów finansowych – transakcje SWAP = 3,4 mln PLN), co odbieramy pozytywnie.
- W omawianym okresie cash flow z działalności operacyjnej wyniósł 295,7 mln PLN (+5,3% r/r), CF inwestycyjny = -25,0 mln PLN (CAPEX = 25,0 mln PLN), a CF finansowy = -180,5 mln PLN (40,9 mln PLN dot. spłaty kredytów, a 69,8 mln PLN dot. płatności zobowiązań z tyt. leasingu). Na koniec czerwca'24 grupa miała 294,2 mln PLN środków pieniężnych i pozostałych aktywów finansowych (+91,0 mln PLN q/q).
- Dług netto wzrósł q/q o 169,9 mln PLN do 1 507,7 mln PLN.
- W sierpniu 2024 r. Enter Air spłacił pożyczki otrzymane w ramach programu rządowego „Tarcza Finansowa Polskiego Funduszu Rozwoju dla Dużych Firm” i tym samym spełnił warunek umożliwiający wypłatę dywidendy w kwocie 77,2 mln PLN czyli 4,4 PLN na jedną akcję. Dywidenda została wypłacona 28 sierpnia 2024 r.

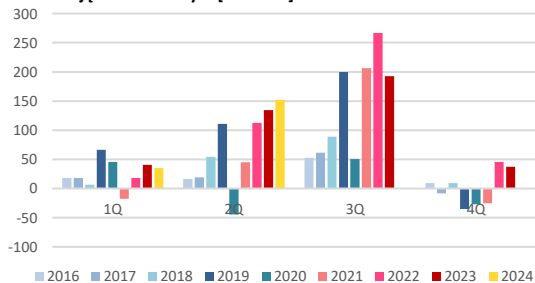
**Wyniki za ostatnie kwartały [mln PLN]**

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24
<b>Przychody</b>	<b>85,0</b>	<b>222,7</b>	<b>536,9</b>	<b>275,7</b>	<b>215,1</b>	<b>602,6</b>	<b>1 006,1</b>	<b>431,9</b>	<b>313,8</b>	<b>697,7</b>	<b>1 070,6</b>	<b>543,9</b>	<b>392,9</b>	<b>772,6</b>
Usługi lotnicze	80,7	212,5	515,2	261,6	206,8	587,2	981,5	412,0	301,9	676,3	1 042,9	525,5	375,5	751,0
Sprzedaż pokładowa	4,3	10,2	21,6	14,2	8,4	15,4	24,6	19,9	11,9	21,4	27,6	18,5	17,4	21,6
<b>Wynik brutto ze sprzedaży</b>	<b>-60,2</b>	<b>-6,0</b>	<b>155,5</b>	<b>-37,2</b>	<b>-22,2</b>	<b>68,7</b>	<b>164,0</b>	<b>5,6</b>	<b>-3,5</b>	<b>89,9</b>	<b>142,3</b>	<b>-7,1</b>	<b>-12,4</b>	<b>103,0</b>
Usługi lotnicze	-61,0	-8,5	150,8	-40,3	-24,2	68,4	158,7	-1,6	-7,2	84,5	133,2	-11,3	-19,0	97,4
Sprzedaż pokładowa	0,9	2,5	4,7	3,0	2,0	0,4	5,1	7,2	3,7	5,4	8,3	4,2	6,6	4,7
<b>EBITDA MSSF 16</b>	<b>-17,7</b>	<b>44,9</b>	<b>206,1</b>	<b>-24,5</b>	<b>18,1</b>	<b>112,5</b>	<b>266,6</b>	<b>45,4</b>	<b>40,5</b>	<b>134,6</b>	<b>192,8</b>	<b>37,2</b>	<b>35,1</b>	<b>152,0</b>
EBIT MSSF 16	-67,5	-8,4	146,5	-84,7	-36,2	58,6	211,7	-8,5	-13,2	75,6	128,6	-24,9	-25,9	87,6
Wynik brutto	-142,1	25,4	92,5	-116,9	-82,2	-38,5	113,9	84,0	-17,0	109,6	68,1	79,9	-75,3	48,8
<b>Wynik netto</b>	<b>-116,3</b>	<b>19,5</b>	<b>75,6</b>	<b>-96,0</b>	<b>-68,7</b>	<b>-31,0</b>	<b>104,0</b>	<b>67,9</b>	<b>-40,3</b>	<b>90,0</b>	<b>56,9</b>	<b>66,0</b>	<b>-64,3</b>	<b>40,1</b>
marża brutto ze sprzedaży	-70,8%	-2,7%	29,0%	-13,5%	-10,3%	11,4%	16,3%	1,3%	-1,1%	12,9%	13,3%	-1,3%	-3,2%	13,3%
marża EBITDA MSSF 16	-20,8%	20,2%	38,4%	-8,9%	8,4%	18,7%	26,5%	10,5%	12,9%	19,3%	18,0%	6,8%	8,9%	19,7%
marża EBIT MSSF 16	-79,4%	-3,8%	27,3%	-30,7%	-16,8%	9,7%	21,0%	-2,0%	-4,2%	10,8%	12,0%	-4,6%	-6,6%	11,3%
marża netto	-136,8%	8,8%	14,1%	-34,8%	-31,9%	-5,2%	10,3%	15,7%	-5,2%	12,9%	5,3%	12,1%	-16,4%	5,2%

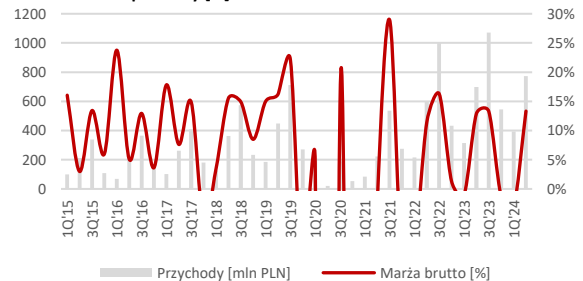
Źródło: BDM S.A., spółka

**Przychody w ujęciu kwartalnym [mln PLN]**


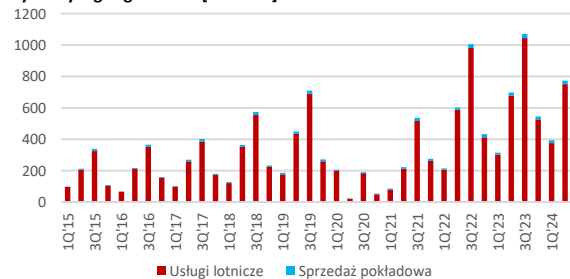
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**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

## PROGNOZA NA 3Q'24

Dzięki silnemu popytowi na usługi przewoźnika, 3Q'23 przyniósł rekordową ilość wykonywanych operacji powietrznych (+8% r/r), co według naszych szacunków przełożyło się również na najlepszy wynikowo kwartał w historii spółki. W najbardziej intensywny okres w roku, spółka wkroczyła z flotą na poziomie 35 samolotów (22 samoloty Boeing 737-800, 9 maszyn 737 MAX 8 oraz 4 wet-lease). Uwzględniając m.in. spadek cen paliwa lotniczego i umocnienie PLN szacujemy, że w omawianym okresie Enter Air wypracował 1,2 mld PLN przychodów (+13,5% r/r), z czego 97,5% stanowiły usługi lotnicze (1 184,0 mln PLN, +13,5% r/r), a za resztę odpowiadała sprzedaż pokładowa (30,8 mln PLN, +11,4% r/r).

Przypominamy, że w porównywalnym okresie 3Q'23, opóźnienia w dostawie zakontraktowanych samolotów wymusiły na spółce konieczność wynajmu dodatkowych samolotów, co wiązało się z dodatkowym kosztem na poziomie 35 mln PLN. Na ostatniej konferencji wynikowej, zarząd podkreślił, że tym wysokim sezonie nie musiał się posiłkować dodatkowym wet-leasem.

Mając powyższe na uwadze jak i fakt spadku cen paliwa lotniczego w tym okresie, oczekujemy spadku proporcji zużycia materiałów i energii oraz usług obcych w relacji do przychodów, co powinno przełożyć się na znaczącą poprawę marży r/r. Pragniemy jednak zauważyć, że w wysokim sezonie spółka zahedgowała ok. połowę ekspozycji na paliwo, stąd pozytywne zmiany cen tego surowca zostaną częściowo zniwelowane w części finansowej (szacujemy wpływ na poziomie ok. -22 mln PLN).

Według naszych kalkulacji, wynik brutto ze sprzedaży w minionym kwartale wyniósł 198,2 mln PLN (188,9 mln PLN – usługi lotnicze, 9,3 mln PLN – sprzedaż pokładowa). Na poziomie EBITDA prognozujemy 249,7 mln PLN (+29,5% r/r). Oczekujemy solidnego wyniku z JV (Chair + Fly4) w 3Q'24 na poziomie ok. 9 mln PLN oraz wspomnianego negatywnego wpływu wykorzystywanego zabezpieczenia cen paliwa na wyniki spółki. Ponadto mając na uwadze wzrost floty r/r zakładamy wyższy poziom kosztów odsetek z leasingów. W związku z pozytywnym wpływem różnic kursowych (ok. 62 mln PLN), szacujemy że spółka w 3Q'24 wygenerowała 183,3 mln PLN zysku netto. Po oczyszczeniu wyniku o różnice kursowe i wycenę SWAP oczekujemy zysku netto na poziomie ok. 143,0 mln PLN (+37,8% r/r).

Według naszych prognoz, na przestrzeni 3Q'24 spółce udało się wypracować rekordowe wyniki, co odbieramy pozytywnie.

### Prognozy wyników na 3Q'2024 [mln PLN]

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r
<b>Przychody</b>	<b>1 070,6</b>	<b>1 214,8</b>	<b>13,5%</b>
<i>Usługi lotnicze</i>	1 042,9	1 184,0	13,5%
<i>Sprzedaż pokładowa</i>	27,6	30,8	11,4%
<b>Wynik brutto ze sprzedaży</b>	<b>142,3</b>	<b>198,2</b>	<b>39,3%</b>
<i>Usługi lotnicze</i>	133,2	188,9	41,8%
<i>Sprzedaż pokładowa</i>	8,3	9,3	11,4%
<b>EBITDA</b>	<b>192,8</b>	<b>249,7</b>	<b>29,5%</b>
EBIT	128,6	179,7	39,7%
Wynik netto	56,9	183,3	222,2%
Wynik netto adj.*	133,9	121,0	-9,7%
Wynik netto adj.**	103,7	143,0	37,8%
Marża brutto ze sprzedaży	13,3%	16,3%	
Marża EBITDA	18,0%	20,6%	
Marża EBIT	12,0%	14,8%	
Marża zysku netto	5,3%	15,1%	
Marża zysku netto adj.*	12,5%	10,0%	
Marża zysku netto adj.**	9,7%	11,8%	

Źródło: BDM S.A., spółka; \*oczyszczone o wpływ różnic kursowych z wyceny bil.  
;\*\*- oczyszczone o wpływ różnice kursowe i wycenę SWAP

## PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

### 2024 r.

W naszych prognozach zakładamy, że 4Q'24 przyniesie wzrost liczby operacji lotniczych o około 4-5% r/r, co pozwoli na wygenerowanie przychodów w wysokości około 594,6 mln PLN (+9% r/r). Dzięki uruchomieniu własnego hangaru na Węgrzech oraz rozpoczęciu pierwszych przeglądów technicznych, oczekujemy istotnych oszczędności w tym obszarze. Spółka regularnie nabywa uprawnienia do emisji CO<sub>2</sub> – na cały rok 2024 przewidujemy zapotrzebowanie na około 170-180 tys. ton (w tym 60 tys. ton bezpłatnych uprawnień). Obecne ceny emisji są o około 18% niższe niż w 4Q'23, co powinno sprzyjać poprawie marżowości.

Z drugiej strony, warto zauważyć, że na wyniki 4Q ubiegłego roku pozytywnie wpłynęły spadające ceny paliwa lotniczego. Obecnie, po wzroście w pierwszych tygodniach października, ceny stabilizują się na poziomie około 710-720 USD za tonę. Dodatkowo przypominamy, że w grudniu spółka planuje zwrot jednej maszyny ze swojej floty.

W całym 2024 roku spodziewamy się wzrostu liczby operacji lotniczych o ok. 11-12%, co powinno przełożyć się na przychody na poziomie około 3,0 mld PLN. Prognozujemy również, że spółce uda się wypracować rekordowy wynik EBITDA w wysokości 482,1 mln PLN, co stanowi wzrost o 19% r/r. Na poziomie skoryg. zysku netto oczekujemy natomiast progresji r/r (+46%) do ok. 101,8 mln PLN.

Cena paliwa lotniczego [USD/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena uprawnień do emisji CO<sub>2</sub> [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

### Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24P	2Q'24	3Q'24P	4Q'24P
<b>Przychody</b>	<b>215,1</b>	<b>602,6</b>	<b>1 006,1</b>	<b>431,9</b>	<b>313,8</b>	<b>697,7</b>	<b>1 070,6</b>	<b>543,9</b>	<b>392,9</b>	<b>772,6</b>	<b>1 214,8</b>	<b>594,6</b>
Usługi lotnicze	206,8	587,2	981,5	412,0	301,9	676,3	1 042,9	525,5	375,5	751,0	1 184,0	574,4
Sprzedaż pokładowa	8,4	15,4	24,6	19,9	11,9	21,4	27,6	18,5	17,4	21,6	30,8	20,2
<b>Wynik brutto ze sprzedaży</b>	<b>-22,2</b>	<b>68,7</b>	<b>164,0</b>	<b>5,6</b>	<b>-3,5</b>	<b>89,9</b>	<b>142,3</b>	<b>-7,1</b>	<b>-12,4</b>	<b>103,0</b>	<b>198,2</b>	<b>-2,1</b>
Usługi lotnicze	-24,2	68,4	158,7	-1,6	-7,2	84,5	133,2	-11,3	-19,0	97,4	188,9	-6,6
Sprzedaż pokładowa	2,0	0,4	5,1	7,2	3,7	5,4	8,3	4,2	6,6	11,2	9,3	4,6
<b>EBITDA MSSF 16</b>	<b>18,1</b>	<b>112,5</b>	<b>266,6</b>	<b>45,4</b>	<b>40,5</b>	<b>134,6</b>	<b>192,8</b>	<b>37,2</b>	<b>35,1</b>	<b>152,0</b>	<b>249,7</b>	<b>45,2</b>
EBIT MSSF 16	-36,2	58,6	211,7	-8,5	-13,2	75,6	128,6	-24,9	-25,9	87,6	179,7	-22,7
Wynik brutto	-82,2	-38,5	113,9	84,0	-17,0	109,6	68,1	79,9	-75,3	48,8	214,5	-36,9
<b>Wynik netto</b>	<b>-68,7</b>	<b>-31,0</b>	<b>104,0</b>	<b>67,9</b>	<b>-16,5</b>	<b>90,0</b>	<b>56,9</b>	<b>66,0</b>	<b>-64,3</b>	<b>40,1</b>	<b>186,2</b>	<b>-29,9</b>
marża brutto ze sprzedaży	-10,3%	11,4%	16,3%	1,3%	-1,1%	12,9%	13,3%	-1,3%	-3,2%	13,3%	16,3%	-0,3%
marża EBITDA MSSF 16	8,4%	18,7%	26,5%	10,5%	12,9%	19,3%	18,0%	6,8%	8,9%	19,7%	20,6%	7,6%
marża EBIT MSSF 16	-16,8%	9,7%	21,0%	-2,0%	-4,2%	10,8%	12,0%	-4,6%	-6,6%	11,3%	14,8%	-3,8%
marża netto	-31,9%	-5,2%	10,3%	15,7%	-5,2%	12,9%	5,3%	12,1%	-16,4%	5,2%	15,3%	-5,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Umowy z touroperatorami na sezon lato 2025 i zima 2025/26 [mln PLN]

TOUROPERATOR	SEZON LATO 2025 I ZIMA 2025/26	SEZON LATO 2024 I ZIMA 2024/25	ZMIANA R/R
TUI POLAND	-	894,2	-
CORAL TRAVEL	-	508,9	-
RAINBOW TOURS	366,3	365,6	0%
ITAKA FLY	292,5	296,8	-1%

Źródło: BDM S.A., spółka

### Umowy z touroperatorami na sezon lato 2025 i zima 2025/26 [mln USD]

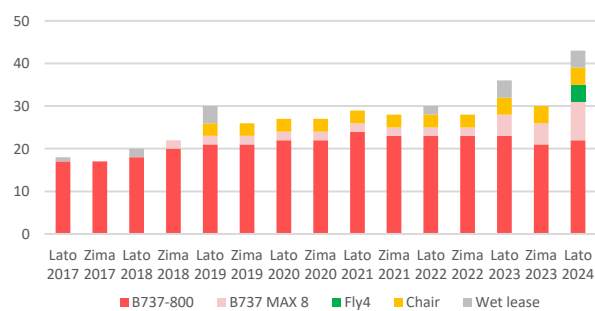
TOUROPERATOR	SEZON LATO 2025 I ZIMA 2025/26	SEZON LATO 2024 I ZIMA 2024/25	ZMIANA R/R
TUI POLAND	-	227,0	-
CORAL TRAVEL	-	125,7	-
RAINBOW TOURS	93,2	90,4	3%
ITAKA FLY	75,9	74,5	2%

Źródło: BDM S.A., spółka

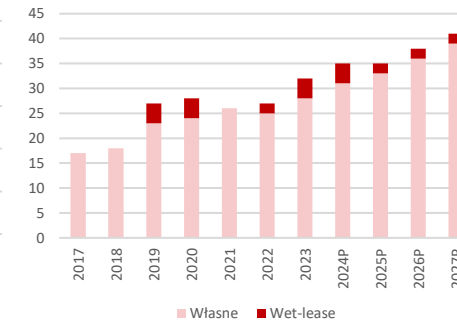
### Rozbudowa floty

W oparciu o ostatnie informacje przekazywane przez zarząd, zakładamy w 2025 roku utrzymanie floty na zbliżonym poziomie r/r. Spółka planuje zastąpić 2 z 4 samolotów wynajmowanych w ramach wet-leasu dwoma nowymi maszynami, co powinno wspierać wzrost liczby operacji lotniczych w niskim sezonie. Równocześnie zmiana ta wpłynie na niższą rentowność spółki w tym okresie, jednocześnie generując większe oszczędności w wysokim sezonie. Głównym powodem braku dalszego zwiększania mocy przewozowych są wysokie ceny używanych samolotów. Liczymy jednak, że w nadchodzących kwartałach sytuacja rynkowa zacznie się stopniowo poprawiać, co umożliwi spółce zakontraktowanie około trzech samolotów na 2026 rok. Mając na uwadze powyższe, obniżamy nasze oczekiwania dotyczące zdolności przewozowych spółki w kolejnych latach, co skutkuje obniżeniem naszych prognoz względem poprzedniej rekomendacji.

Flota Enter Air na przestrzeni 2017-2024 r.



Prognozowana rozbudowa floty Enter Air



Źródło: BDM S.A., spółka

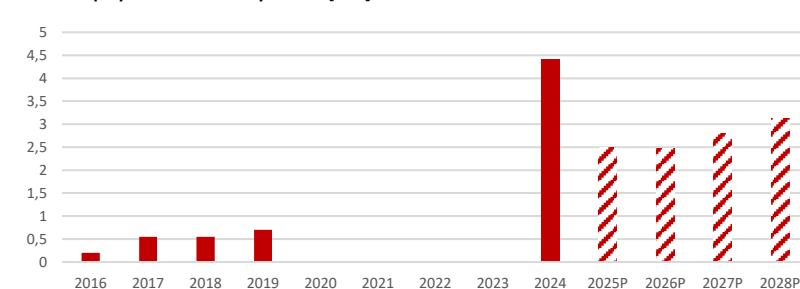
### UOKiK

Potencjalnym obszarem ryzyka są zarzuty stawiane przez UOKiK wobec przewoźnika oraz związana z tym możliwość nałożenia sankcji finansowych. Zgodnie z informacją podaną w komunikacie, spółce grozi kara w wysokości do 10% obrotu za każdą z dziesięciu zakwestionowanych praktyk. Do tych praktyk należą m.in. brak odpowiedzi na reklamacje w terminie 14 dni, nieuwzględnianie roszczeń oraz zaniżanie odszkodowań za opóźnienia lotów. W związku z intensywnymi działaniami spółki, mającymi na celu opracowanie adekwatnych rozwiązań w każdym z tych obszarów, oraz proaktywnym podejściem do modyfikacji dotychczasowych praktyk, oczekujemy, że wymiar potencjalnej kary będzie znacznie łagodniejszy.

### Dywidenda

W ostatnim czasie spółka spłaciła całość pożyczki od PFR (ok. 70 mln PLN w 3Q'24) oraz wypłaciła rekordową dywidendę w wysokości 4,4 PLN na akcję. Spodziewamy się kontynuacji polityki redystrybucji zysków do inwestorów w kolejnych latach. Prognozujemy, że w 2025 roku DPS wyniesie około 2,5 PLN, co implikuje stopę na poziomie 4,1%.

Zakładane przyszłe strumienie dywidend [DPS]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Oczekiwana poprawa efektywności operacyjnej

Liczymy, że dzięki własnemu hangarowi, w którym spółka będzie mogła przeprowadzać przeglądy 20% swojej floty, rentowność przewoźnika już w aktualnie trwającym niskim sezonie ulegnie poprawie. Zakładamy, że działania te, w połączeniu z ograniczeniem wykorzystania wet-leasu, będą istotnymi czynnikami poprawiającymi efektywność operacyjną spółki.

## Zadłużenie

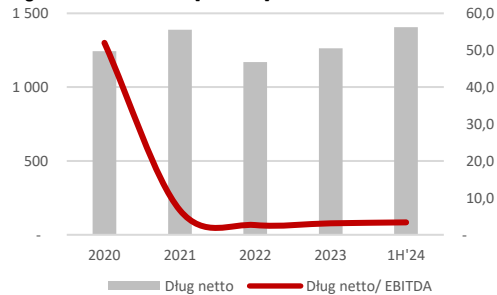
### Struktura finansowania Enter Air [mln PLN]

	2020	2021	2022	2023	1H'24
<b>Aktywa (w tym):</b>	<b>1 710,9</b>	<b>1 747,0</b>	<b>1 849,8</b>	<b>2 136,9</b>	<b>2 681,9</b>
środkii pieniężne	78,8	268,7	293,3	275,7	291,8
<b>Kapitał Własny</b>	<b>206</b>	<b>89</b>	<b>161</b>	<b>358</b>	<b>334</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe (w tym):</b>	<b>975</b>	<b>1 101</b>	<b>1 117</b>	<b>1 125</b>	<b>1 322</b>
pożyczki i kredyty bankowe	0	197	94	0	0
z tytułu leasingu	440	880	996	1 088	1 314
<b>Zobowiązania krótkoterminowe (w tym):</b>	<b>530</b>	<b>557</b>	<b>572</b>	<b>654</b>	<b>1 026</b>
pożyczki i kredyty bankowe	101	115	122	189	134
z tytułu leasingu i inne finansowane	162	271	251	260	353

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

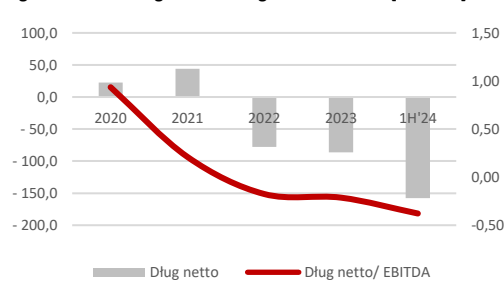
- Wzrost zadłużenia na przestrzeni 1H'24 wynikał ze wzrostu zobowiązań z tytułu leasingów w związku ze zwiększeniem liczby samolotów.
- Środki pieniężne na koniec czerwca'24 sięgnęły 291,8 mln PLN.
- Bieżąca wartość zobowiązań (pomniejszona o przyszłe odsetki) z tyt. leasingu i innych zobowiązań finansowych wynosi 1.668 mln PLN.

### Dług netto na tle EBITDA [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Dług netto bez leasingu finansowego na tle EBITDA [mln PLN]

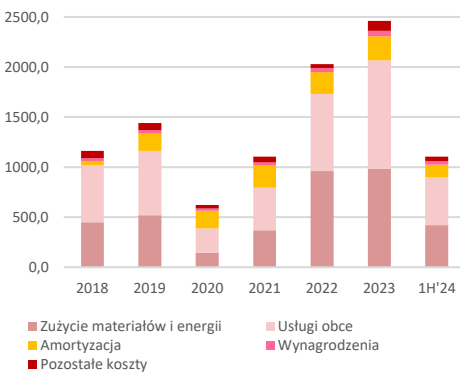


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

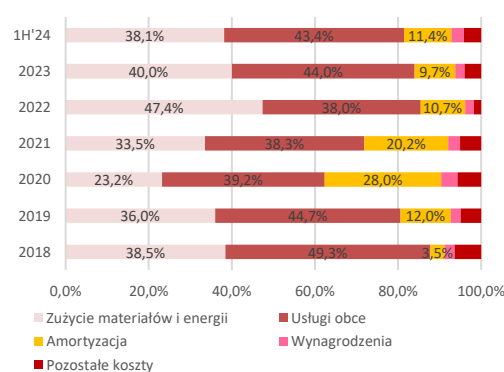
## Struktura kosztów operacyjnych

Głównym czynnikiem wpływającym na wzrost poziomu kosztów (w 1H'24 +16% r/r) są głównej mierze rosnące koszty zużycia energii, usług obcych oraz wynagrodzeń, co związane jest z większą liczbą wykonywanych operacji lotniczych. Spółka zabezpiecza się przed wahaniami cen paliwa w postaci hedgingów krótkoterminowych.

### Struktura kosztów operacyjnych [mln PLN]



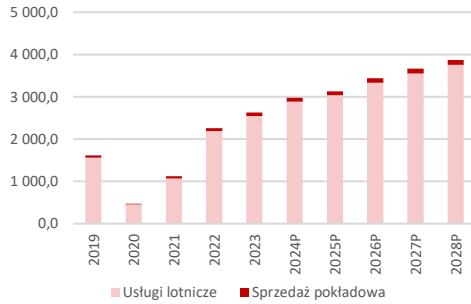
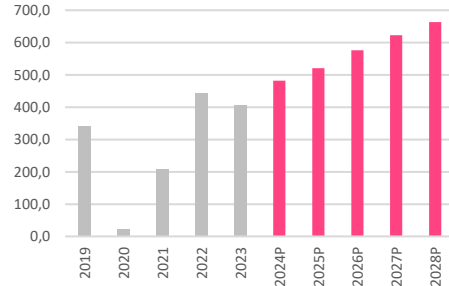
### Procentowy udział kosztów operacyjnych [%]



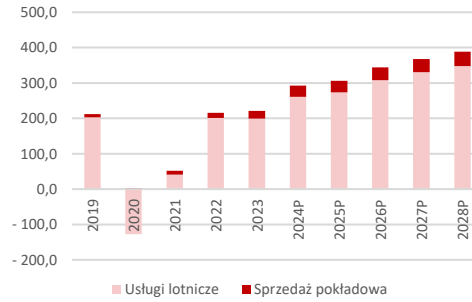
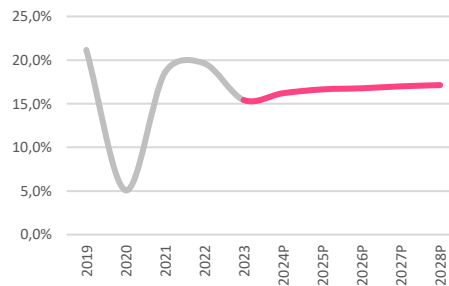
## Prognoza ogólna na lata 2024-2028 [mln PLN]

	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
<b>Przychody</b>	<b>1 614,7</b>	<b>470,5</b>	<b>1 120,3</b>	<b>2 255,8</b>	<b>2 625,9</b>	<b>2 974,8</b>	<b>3 129,9</b>	<b>3 438,1</b>	<b>3 664,2</b>	<b>3 872,2</b>
Usługi lotnicze	1 559,9	453,3	1 070,0	2 187,5	2 546,6	2 884,8	3 035,3	3 334,2	3 553,4	3 755,1
Sprzedaż pokładowa	54,8	17,2	50,3	68,3	79,4	89,9	94,6	103,9	110,8	117,1
<b>Wynik brutto ze sprzedaży</b>	<b>212,1</b>	<b>-124,4</b>	<b>52,1</b>	<b>216,1</b>	<b>221,6</b>	<b>286,7</b>	<b>306,3</b>	<b>344,2</b>	<b>368,2</b>	<b>388,2</b>
Usługi lotnicze	203,1	-127,8	41,0	201,3	199,2	260,6	273,7	308,4	330,2	348,2
Sprzedaż pokładowa	9,0	3,4	11,0	14,6	21,6	31,7	32,6	35,8	38,0	40,0
<b>EBITDA MSSF 16</b>	<b>341,7</b>	<b>23,9</b>	<b>208,2</b>	<b>442,7</b>	<b>405,2</b>	<b>482,1</b>	<b>521,0</b>	<b>576,6</b>	<b>622,8</b>	<b>663,5</b>
EBIT MSSF 16	168,5	-150,5	-14,7	225,6	166,2	218,6	231,2	261,3	281,8	296,9
Wynik brutto	107,8	-188,0	-141,1	77,1	240,5	151,0	153,3	178,7	193,2	202,1
<b>Wynik netto</b>	<b>85,0</b>	<b>-154,1</b>	<b>-117,1</b>	<b>72,3</b>	<b>196,4</b>	<b>132,1</b>	<b>124,2</b>	<b>144,7</b>	<b>156,5</b>	<b>163,7</b>
marża brutto ze sprzedaży	13,1%	-26,4%	4,7%	9,6%	8,4%	9,6%	9,8%	10,0%	10,0%	10,0%
marża EBITDA MSSF 16	21,2%	5,1%	18,6%	19,6%	15,4%	16,2%	16,6%	16,8%	17,0%	17,1%
marża EBIT MSSF 16	10,4%	-32,0%	-1,3%	10,0%	6,3%	7,3%	7,4%	7,6%	7,7%	7,7%
marża netto	5,3%	-32,8%	-10,5%	3,2%	7,5%	4,4%	4,0%	4,2%	4,3%	4,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**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

**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

**Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 10.06.2024**

- Biorąc pod uwagę liczbę operacji lotniczych w październiku 2024, obniżamy nasze oczekiwania dotyczące dynamiki wykonywanych lotów w 4Q'24, co skutkuje korektą prognoz.
- Rentowność sprzedaży pokładowej pozytywnie zaskoczyła nas w ostatnich kwartałach, w związku z czym podwyższamy nasze prognozy dla tego segmentu.
- Zakładając brak zwiększenia floty na przestrzeni 2025 r., obniżamy nasze oczekiwania dotyczące zdolności przewozowych spółki w kolejnych latach, co skutkuje obniżeniem naszych projekcji finansowych.
- W związku z planowanym zastąpieniem dwóch z czterech samolotów wynajmowanych w ramach wet-lease dwiema nowymi maszynami, spodziewamy się wzrostu liczby operacji lotniczych w sezonie niskim. Równocześnie zakładamy, że zmiana ta przełoży się na niższą rentowność spółki w tym okresie, przy jednoczesnym wygenerowaniu większych oszczędności w wysokim sezonie.
- Na prognozowane przez nas przychody, oprócz liczby wykonywanych operacji lotniczych, wpływają także zmiany cen paliwa lotniczego (które są przenoszone na klienta) oraz walut.
- Wyższe od naszych założeń w ostatnich kwartałach okazały się również koszty leasignów, co mimo zmniejszenia dynamiki rozbudowy floty przekłada się na podwyższenie kosztów finansowych.
- Podwyższamy oczekiwany poziom wypłacanych dywidend w kolejnych latach.

**Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 10.06.2024 [mln PLN]**

	2024P			2025P			2026P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
<b>Przychody</b>	<b>3 031,8</b>	<b>2 974,8</b>	<b>-1,9%</b>	<b>3 318,6</b>	<b>3 129,9</b>	<b>-5,7%</b>	<b>3 554,7</b>	<b>3 438,1</b>	<b>-3,3%</b>
Usługi lotnicze	2 937,0	2 884,8	-1,8%	3 214,8	3 035,3	-5,6%	3 443,5	3 334,2	-3,2%
Sprzedaż pokładowa	94,8	89,9	-5,1%	103,8	94,6	-8,8%	111,2	103,9	-6,5%
<b>Wynik brutto ze sprzedaży</b>	<b>308,3</b>	<b>286,7</b>	<b>-7,0%</b>	<b>343,4</b>	<b>306,3</b>	<b>-10,8%</b>	<b>363,9</b>	<b>344,2</b>	<b>-5,4%</b>
Usługi lotnicze	281,3	260,6	-7,4%	316,5	273,7	-13,5%	335,2	308,4	-8,0%
Sprzedaż pokładowa	27,0	31,7	17,3%	26,9	32,6	21,4%	28,8	35,8	24,2%
<b>EBITDA MSSF 16</b>	<b>503,0</b>	<b>482,1</b>	<b>-4,2%</b>	<b>552,2</b>	<b>521,0</b>	<b>-5,7%</b>	<b>592,3</b>	<b>576,6</b>	<b>-2,6%</b>
EBIT MSSF 16	237,4	218,6	-7,9%	261,3	231,2	-11,5%	275,6	261,3	-5,2%
Wynik brutto	157,6	151,0	-4,2%	198,9	153,3	-22,9%	208,3	178,7	-14,2%
<b>Wynik netto</b>	<b>124,4</b>	<b>132,1</b>	<b>6,2%</b>	<b>161,1</b>	<b>124,2</b>	<b>-22,9%</b>	<b>168,7</b>	<b>144,7</b>	<b>-14,2%</b>
marża brutto ze sprzedaży	13,0%	9,6%		10,3%	9,8%		10,2%	10,0%	
marża EBITDA MSSF 16	20,9%	16,2%		16,6%	16,6%		16,7%	16,8%	
marża EBIT MSSF 16	10,3%	7,3%		7,9%	7,4%		7,8%	7,6%	
marża netto	6,1%	4,4%		4,9%	4,0%		4,7%	4,2%	
<b>USD/PLN</b>	<b>4,021</b>	<b>4,023</b>	<b>0,0%</b>	<b>4,029</b>	<b>4,067</b>	<b>0,9%</b>	<b>3,971</b>	<b>4,067</b>	<b>2,4%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
<b>Bilans [mln PLN]</b>									
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>1 574,6</b>	<b>1 395,4</b>	<b>1 426,9</b>	<b>1 683,9</b>	<b>1 967,4</b>	<b>2 109,3</b>	<b>2 311,3</b>	<b>2 514,3</b>	<b>2 719,8</b>
RzAT	1 456,1	1 236,3	1 258,8	1 526,4	1 781,6	1 925,7	2 129,8	2 335,0	2 542,6
WNiP	0,4	0,3	0,3	4,4	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8
Pozostałe aktywa trwałe	118,1	158,9	167,9	153,1	180,0	177,9	175,7	173,5	171,4
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>136,3</b>	<b>351,6</b>	<b>422,9</b>	<b>452,9</b>	<b>504,7</b>	<b>547,2</b>	<b>611,7</b>	<b>677,7</b>	<b>755,0</b>
Zapasy	4,0	4,2	4,6	6,8	8,4	8,4	10,2	8,3	8,8
Należności z tyt. dostaw	41,1	78,7	125,0	170,4	190,5	197,9	212,6	225,3	237,5
Środki pieniężne	78,8	268,7	293,3	275,7	303,4	338,5	386,5	441,6	506,3
Pozostałe aktywa obrotowe	12,5	0,0	0,0	0,1	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
<b>Aktywa razem</b>	<b>1 710,9</b>	<b>1 747,0</b>	<b>1 849,8</b>	<b>2 136,9</b>	<b>2 472,1</b>	<b>2 656,5</b>	<b>2 923,0</b>	<b>3 192,0</b>	<b>3 474,8</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>206,2</b>	<b>89,0</b>	<b>161,3</b>	<b>357,8</b>	<b>388,6</b>	<b>469,2</b>	<b>570,4</b>	<b>677,7</b>	<b>786,6</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>975,2</b>	<b>1 101,2</b>	<b>1 116,5</b>	<b>1 125,4</b>	<b>1 295,7</b>	<b>1 403,2</b>	<b>1 564,3</b>	<b>1 725,5</b>	<b>1 886,7</b>
Zobowiązania finansowe	940,4	1 579,1	1 090,1	1 088,3	1 288,4	1 395,8	1 557,0	1 718,2	1 879,4
Pozostałe zob. długoterminowe	34,7	-477,9	26,4	37,0	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>529,6</b>	<b>556,7</b>	<b>571,9</b>	<b>653,8</b>	<b>787,9</b>	<b>784,2</b>	<b>788,3</b>	<b>788,7</b>	<b>801,4</b>
Zobowiązania finansowe	381,8	386,1	372,7	449,5	387,6	376,0	364,5	353,4	353,4
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	111,0	139,2	139,1	126,0	151,0	158,9	174,5	186,0	198,7
Pozostałe zob. krótkoterminowe	36,8	31,4	60,2	78,3	249,3	249,3	249,3	249,3	249,3
<b>Pasywa razem</b>	<b>1 710,9</b>	<b>1 747,0</b>	<b>1 849,8</b>	<b>2 136,9</b>	<b>2 472,1</b>	<b>2 656,5</b>	<b>2 923,0</b>	<b>3 192,0</b>	<b>3 474,8</b>
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>									
Przychody ze sprzedaży	470,5	1 120,3	2 255,8	2 625,9	2 974,8	3 129,9	3 438,1	3 664,2	3 872,2
Koszty wytworzenia	594,9	1 068,2	2 039,7	2 404,3	2 688,1	2 823,6	3 094,0	3 295,9	3 484,0
Wynik brutto ze sprzedaży	-124,4	52,1	216,1	221,6	286,7	306,3	344,2	368,2	388,2
Koszty SG&A	28,0	36,2	43,4	57,6	68,7	72,3	79,4	84,6	89,4
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	1,9	-30,0	62,5	0,3	1,6	-2,8	-3,4	-1,8	-1,9
EBITDA MSSF 16	23,9	208,2	442,7	405,2	482,1	521,0	576,6	622,8	663,5
EBIT MSSF 16	-150,5	-14,1	225,6	164,3	218,6	231,2	261,3	281,8	296,9
Saldo finansowe	-40,3	-124,9	-146,8	68,5	-68,1	-75,7	-80,5	-86,4	-92,6
Wynik brutto	-188,0	-141,1	77,1	240,5	151,0	153,3	178,7	193,2	202,1
Wynik netto	-154,1	-117,1	72,3	196,4	132,1	124,2	144,7	156,5	163,7
<b>Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]</b>									
CF operacyjny	73,2	225,5	360,3	351,6	364,7	492,4	541,8	586,6	625,2
CF inwestycyjny	-21,4	-1,1	10,5	-12,8	-54,9	-36,6	-43,0	-44,0	-46,5
CF finansowy	-63,6	-35,4	-349,4	-351,8	-590,7	-420,6	-450,8	-487,6	-514,1
CF netto	-11,8	189,0	21,4	-17,7	-280,9	35,1	48,0	55,1	64,7
Środki pieniężne na początek okresu	88,5	78,8	268,7	293,3	275,7	303,4	338,5	386,5	441,6
Środki pieniężne na koniec okresu	78,8	268,7	293,3	275,7	303,4	338,5	386,5	441,6	506,3
<b>Dynamiki / marże / wskaźniki</b>									
Przychody zmiana r/r	-70,9%	138,1%	101,4%	16,4%	13,3%	5,2%	9,8%	6,6%	5,7%
EBITDA MSSF 16 zmiana r/r	-93,0%	770,8%	112,6%	-8,5%	19,0%	8,1%	10,7%	8,0%	6,5%
Wynik netto zmiana r/r	-281,3%	-24,0%	-161,7%	171,8%	-32,7%	-6,0%	16,5%	8,2%	4,6%
Marża brutto na sprzedaży	-26,4%	4,7%	9,6%	8,4%	9,6%	9,8%	10,0%	10,0%	10,0%
Marża EBITDA MSSF 16	5,1%	18,6%	19,6%	15,4%	16,2%	16,6%	16,8%	17,0%	17,1%
Marża netto	-32,8%	-10,5%	3,2%	7,5%	4,4%	4,0%	4,2%	4,3%	4,2%
ROE	-74,8%	-131,5%	44,8%	54,9%	34,0%	26,5%	25,4%	23,1%	20,8%
ROA	-9,0%	-6,7%	3,9%	9,2%	5,3%	4,7%	5,0%	4,9%	4,7%
Odsetki/EBIT	-37,3%	-871,5%	66,4%	52,0%	70,5%	34,1%	32,1%	32,0%	32,7%
Dług netto MSSF 16 [mln PLN]	1243,5	1389,3	1169,5	1262,2	1372,6	1433,4	1535,0	1630,0	1726,5
Dług netto/Kapitał własny	603,1%	1560,1%	725,0%	352,8%	353,2%	305,5%	269,1%	240,5%	219,5%
Dług netto/EBITDA MSSF 16	5200,4%	667,2%	264,2%	311,5%	284,7%	275,1%	266,2%	261,7%	260,2%
EV [mln PLN]	2 297,8	2 443,6	2 223,9	2 316,6	2 427,0	2 487,7	2 589,3	2 684,4	2 780,9
Dług/EV	0,5	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
CAPEX/Przychody	4,2%	-0,1%	-0,3%	-0,5%	1,3%	1,2%	1,3%	1,2%	1,2%
CAPEX/Amortyzacja	11,3%	-0,7%	-3,1%	-5,4%	14,1%	12,6%	13,6%	12,9%	12,7%
Amortyzacja/Przychody	37,1%	19,9%	9,6%	9,1%	8,9%	9,3%	9,2%	9,3%	9,5%
Zmiana KO/Przychody	9,9%	-0,9%	-2,1%	-2,3%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	-4,1%	-1,5%	-4,1%	-16,4%	0,9%	0,4%	-0,3%	0,3%	0,0%
MC/S	2,2	0,9	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
P/E	-	-	6,3	15,1	8,0	8,5	7,3	6,7	6,4
P/BV	5,1	11,8	6,5	2,9	2,7	2,2	1,8	1,6	1,3
EV/EBITDA MSSF 16	96,0	11,7	5,0	5,7	5,0	4,8	4,5	4,3	4,2
EV/EBIT MSSF 16	-	-	9,8	14,1	11,1	10,8	9,9	9,5	9,4
EV/S	4,9	2,2	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
Dywidenda [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	77,2	43,6	43,5	49,2	54,8
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	4,4	2,5	2,5	2,8	3,1
Dywidenda	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,3%	4,1%	4,1%	4,7%	5,2%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	39,3%	33,0%	35,0%	34,0%	35,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 60,0 PLN.

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**

**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 32  
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**  
Doradca Inwestycyjny  
Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (032) 208 14 35  
e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl

**Andrzej Wodecki**  
Doradca Inwestycyjny  
Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (032) 208 14 39  
e-mail: andrzej.wodecki@bdm.pl

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**

**Leszek Mackiewicz**  
Dyrektor Wydziału  
tel. (022) 62-20-848  
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

**Piotr Dedecjus**  
tel. (022) 62-20-100  
e-mail: piotr.dedecjus@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

**Tomasz Grzeszczyk**  
tel. (022) 62-20-854  
e-mail: tomasz.grzeszczyk@bdm.pl

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
<b>Kupuj</b>	<b>71,0</b>	<b>Kupuj</b>	<b>77,5</b>	<b>29.10.2024</b>	<b>08:50 CET</b>	<b>60,0</b>	<b>80 763</b>
Kupuj	77,5	Kupuj	59,8	10.06.2024	13:30 CEST	62,3	84 406
Kupuj	59,8	Akumuluj	52,3	29.08.2023	08:30 CEST	43,5	68 722
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 4Q'24\*:

, 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	2	33%	0	0%
Akumuluj	2	33%	0	0%
Trzymaj	1	17%	0	0%
Redukuj	1	17%	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: 2024-10-29.**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-10-29 (08:50 CET).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-10-29 (08:50 CET).**

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 dwanaście miesięcy” 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. Dodatkowo 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 2024-10-29:**

- 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.