



Dom Maklerski BDM S.A.

ENTER AIR

RAPORT ANALITYCZNY

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do akcji Enter Air i utrzymujemy zalecenie Kupuj, wyznaczając cenę docelową na poziomie 52,2 PLN/walor. Lepsze niż zakładaliśmy wyniki w 2-3Q'19 skłoniły nas do podniesienia prognoz w kolejnych okresach i oczekujemy dalszej poprawy rezultatów w '20 (wzrost EBITDA MSSF 16 do 440 mln PLN). Spółka poinformowała już o umowach z kluczowymi klientami na przyszły sezon, a ich wartość jest wyższa o ok. 9% niż w poprzednim roku. Zwracamy uwagę na istotne dyskonto względem grupy porównawczej, sprzyjające otoczenie biznesowe oraz stabilne wypłaty dywidend.

Okres 4Q'19 powinien być solidny, ale z racji sezonowości (historycznie najslabszy kwartał w roku), nie spodziewamy się, aby miał istotny wpływ na rezultaty całego'19. Szacujemy, że w bieżącym kwartale spółka osiągnie ok. 312 mln PLN przychodów, ok.42 mln PLN EBITDA (wg MSSF 16; wg MSR 17 = 12 mln PLN), a strata netto powinna być bliska 5 mln PLN. W ujęciu całorocznym powinno to przełożyć się na 1,65 mld PLN sprzedaży, ok. 419 mln PLN EBITDA MSSF 16 (MSR 17 = 283 mln PLN) oraz 99 mln PLN wyniku netto. Zakładamy, że '20 również przyniesie poprawę rezultatów finansowych. W modelu co prawda przyjmujemy, że 1Q'20 będzie gorszy r/r (nienaturalnie wysoka baza z '19; estymujemy solidne 62 mln PLN EBITDA MSSF 16 vs 67 mln PLN rok wcześniej), jednak najważniejszy okres 2-3Q'20 powinien okazać się lepszy r/r. Liczymy, że EBITDA'20 podniesie się do 440 mln PLN (wg MSSF 16; wg MSR 17 = 298 mln PLN), a zysk netto'20 do 147 mln PLN. W przypadku realizacji naszych założeń grupa jest handlowana przy EV/EBITDA'20 MSSF 16 na poziomie 4,7x.

Rezultaty za 3Q'19 były istotnie powyżej naszych oczekiwań, dlatego też podnieśliśmy całoroczne założenia. Obecnie szacujemy, że EBITDA MSSF 16 w latach 2019-20 będzie mieściła się w przedziale 419-440 mln PLN, czyli odpowiednio o +12/+9% więcej niż w poprzednim raporcie.

Przyjmujemy, że w kolejnych latach spółka powiększy flotę o 5 maszyn, co na koniec '23 powinno przełożyć się na wzrost łącznej liczby foteli do ok. 6,05 tys. siedzeń. W modelu zakładamy także, że grupa będzie kontynuowała wypłaty dywidend (w kolejnych latach zakładamy DPR na poziomie 25%).

Wśród potencjalnych zagrożeń dostrzegamy m.in. spowolnienie otoczenia makro, silną koncentrację bazy klientów, konkurencję rynkową i zmiany cen paliw. Z ryzyk, które mogą wpływać na popyt turystyczny, a tym samym na wyniki grupy, należy wymienić ataki terrorystyczne, katastrofy naturalne, epidemie oraz katastrofy lotnicze.

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	810,4	954,9	1 296,1	1 655,1	1 800,5	1 895,8
EBITDA MSSF 16 [mln PLN]	-	-	-	419,1	439,7	454,6
EBITDA MSR 17 [mln PLN]	97,1	90,1	159,3	283,1	298,1	311,1
EBIT MSSF 16 [mln PLN]	-	-	-	223,7	235,3	236,7
EBIT MSR 17 [mln PLN]	61,5	63,6	118,9	213,4	223,0	222,6
Wynik netto [mln PLN]	46,2	58,4	66,3	99,4	147,4	141,9
P/BV	3,6	3,0	2,4	2,0	1,5	1,3
P/E adj.	16,9	13,3	11,8	7,8	5,3	5,5
EV/EBITDA MSSF 16	-	-	-	4,2	4,7	4,9
EV/EBITDA MSR 17	9,8	12,0	7,9	4,6	5,4	5,6
EV/EBIT MSSF 16	-	-	-	7,8	8,8	9,4
DPS	0,2	0,5	0,5	0,7	1,0	2,1

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

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 52,2 PLN

11 GRUDNIA 2019, 10:40 CEST

Wycena końcowa [PLN]	52,2
Potencjał do wzrostu / spadku	+17,5%
Koszt kapitału	10,0%
Cena rynkowa [PLN]	44,4
Kapitalizacja [mln PLN]	778,9
Ilość akcji [mln. szt.]	17,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	44,4
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	32,4
Stopa zwrotu za 3 mc	+22,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	+24,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	+69,2%
Akcjonariat (% głosów):	
ENT Investments Ltd	52,5%
NN PTE	10,7%
Generali OFE	9,1%
Investors TFI	8,6%
Pozostali	19,1%

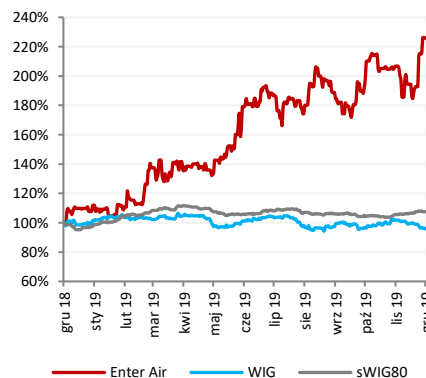
Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-38

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 nadzoru nad rynkiem), 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:

WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ	7
WYNIKI 3Q'19.....	8
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	8
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	10

ENTER AIR		Wskaźniki rynkowe					
Rekomendacja	Kupuj	P/E	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wycena końcowa [PLN]	52,2	P/BV	13,3	11,8	7,8	5,3	5,5
Potencjał do wzrostu / spadku	17,5%	EV/EBITDA MSSF 16	-	-	4,2	4,7	4,9
Cena rynkowa [PLN]	44,4	EV/EBITDA MSR 17	12,0	7,9	4,6	5,4	5,6
Ilość akcji [mln. szt.]	17,5	EV/EBIT MSSF 16	-	-	7,8	8,8	9,4
Kapitalizacja [mln PLN]	778,9	EV/EBIT MSR 17	17,0	10,5	6,1	7,2	7,9
		EV/S	1,1	1,0	1,1	1,2	1,2
		MC/S	0,8	0,6	0,5	0,4	0,4
		BVPS	14,9	18,1	21,7	29,1	35,1
		EPS	3,3	3,8	5,7	8,4	8,1
		DPS (w danym roku)	0,5	0,5	0,7	1,0	2,1

Wyniki Q [mln PLN]		Wyniki roczne [mln PLN]					
Przychody	185,2	2017	2018	2019P	2020P	2021P	
Usługi lotnicze	176,7	955	1 296	1 655	1 801	1 896	
Sprzedaż pokładowa	8,5	914	1 252	1 600	1 739	1 831	
Zysk brutto ze sprzedaży	27,7	41	44	55	61	65	
SG&A	7,5	Zysk brutto ze sprzedaży	89	166	263	278	282
PPO/PKO	0,0	SG&A	25	34	38	41	43
EBITDA MSSF 16	66,5	PPO/PKO	-1	-14	-2	-1	-1
EBITDA MSR 17	42,2	EBITDA MSSF 16	-	-	419	440	455
EBIT MSSF 16	20,2	EBITDA MSR 17	90	159	283	298	311
EBIT MSR 17	26,4	EBIT MSSF 16	-	-	224	235	237
Zysk brutto	-11,0	EBIT MSR 17	64	119	213	223	223
Zysk netto	-9,0	Zysk brutto	73	85	120	182	175
		Zysk netto	58	66	99	147	142

Wskaźniki		Wskaźniki					
Przychody zmiana r/r	46,4%	2017	2018	2019P	2020P	2021P	
EBITDA MSR 17 zmiana r/r	552,0%	Przychody zmiana r/r	17,8%	35,7%	27,7%	8,8%	5,3%
Zysk netto zmiana r/r	-	EBITDA MSR 17 zmiana r/r	-7,2%	76,8%	77,8%	5,3%	4,4%
Marża brutto na sprzedaży	15,0%	Zysk netto zmiana r/r	26,5%	13,5%	50,1%	48,2%	-3,7%
Marża EBITDA MSR 17	22,8%	Marża brutto na sprzedaży	9,3%	12,8%	15,9%	15,4%	14,9%
Marża netto	-	Marża EBITDA MSR 17	9,4%	12,3%	17,1%	16,6%	16,4%
		Marża netto	6,1%	5,1%	6,0%	8,2%	7,5%
		ROE	22,3%	20,8%	26,1%	28,9%	23,0%
		ROA	6,8%	5,6%	5,3%	6,6%	5,7%

Konsensus [mln PLN]*		Bilans [mln PLN]					
Przychody	1 659,0	2017	2018	2019P	2020P	2021P	
EBITDA	368,0	Aktywa trwałe	697	984	1 555	2 002	2 248
EBIT	184,0	Rzeczowe aktywa trwałe	529	828	986	1 418	1 648
Zysk netto	100,0	Akt. Z tyt. pr. do użytku	0	0	445	458	472
marża EBITDA	22,2%	Pozostałe aktywa trwałe	169	157	124	126	128
		Aktywa obrotowe	160	209	328	221	241
		Zapasy	4	5	6	7	7
		Należności krótkoterminowe	64	73	116	127	133
		Środki pieniężne	59	100	155	36	50
		Pozostałe aktywa obrotowe	33	31	51	51	51
		Aktywa razem	857	1 193	1 883	2 222	2 489
		Kapitał własny	262	318	381	511	616
		Udziały mniejszości	0	0	0	0	0
		Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	596	875	1 502	1 711	1 873
		Rezerwy na zobowiązania	12	8	113	113	113
		Oprocentowane zobow. długotermin.	312	490	1 030	1 331	1 491
		Zobowiązania długoterminowe inne	99	109	53	53	53
		Oprocentowane zobow. krótkotermin.	50	82	95	0	0
		Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	89	129	73	76	78
		Zobowiązania krótkoterminowe inne	33	57	139	139	139
		Pasywa razem	857	1 193	1 883	2 222	2 489
		Dług netto	303	472	971	1 294	1 441
		Dług netto / Kapitał własny	1,2	1,5	2,5	2,5	2,3
		Dług netto / EBITDA MSSF 16	-	-	2,3	2,9	3,2

Rachunek przepływu [mln PLN]		Rachunek przepływu [mln PLN]				
Przepływy z działalności operacyjnej	67	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-29	67	210	480	398	416
Przepływy z działalności finansowej	-96	-29	-92	-130	-507	-319
Przepływy pieniężne netto	-59	-96	-77	-297	-9	-83
		-59	41	54	-118	14

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Enter Air dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: DCF oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 70% wagi, z kolei analizie porównawczej 30%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 46,6 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 65,2 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 915 mln PLN, czyli **52,2 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	818,0	46,6	5,0%
B	Wycena porównawcza	1 143,2	65,2	46,8%
C = (70%*A + 30%*B) Wycena końcowa		915,6	52,2	17,5%

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 4%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,2x.

Główne założenia modelu:

- Szacujemy, że przychody ze sprzedaży w '19 wzrosną do 1,65 mld PLN (+28% r/r), co wynika ze wzrostu portfela ze strony głównych krajowych tour-operatorów. Z kolei w '20 obroty według naszych założeń podniosą się do 1,80 mld PLN (+9% r/r).

Ścieżka wynikowa w podziale na segmenty [mln PLN]

	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody	954,9	1 296,1	1 655,1	1 800,5	1 895,8	1 970,5
Usługi lotnicze	914,0	1 251,9	1 600,1	1 739,2	1 831,3	1 903,4
Sprzedaż pokładowa	41,0	44,3	55,0	61,3	64,5	67,1
Wynik brutto ze sprzedaży	89,0	166,1	263,4	278,0	281,6	275,6
Usługi lotnicze	78,6	157,8	253,0	266,5	269,5	263,1
Sprzedaż pokładowa	10,4	8,3	10,4	11,5	12,1	12,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Na poziomie EBITDA spodziewamy się wzrostu do ponad 283 mln PLN w '19 (wg MSR 17, +78% r/r; wg MSSF 16 ok. 419 mln PLN). W perspektywie przyszłego roku szacujemy zwiększenie o 5% r/r do 298 mln PLN (wg MSR 17; EBITDA MSSF 16 = 440 mln PLN).
- 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 2019-28 (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- W modelu przyjmujemy, że spółka zwiększy poziom wypłaty dywidendy w wys. 25% skonsolidowanego zysku w najbliższych latach.
- W inwestycjach kapitałowych uwzględniamy koszt nabycia udziałów w szwajcarskiej linii Chair Airlines (ok. 7,6 mln PLN) oraz wartość krótkoterminowej pożyczki dla ww. podmiotu w wys. 32,7 mln PLN (łącznie 40 mln PLN).
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2028 roku na poziomie 1,0%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2028 roku.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2018 roku, który korygujemy zgodnie z MSSF 16 o wartość zadłużenia z tyt. prawa do użytkowania aktywów w wys. 436 mln PLN (wg stanu na 01.01.2019).
- Do obliczeń przyjęliśmy 17,5 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 11.12.2019 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Enter Air na poziomie 818 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 46,6 PLN.

Model DCF

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 655,1	1 800,5	1 895,8	1 970,5	2 060,1	2 134,1	2 176,2	2 216,7	2 242,3	2 265,6
EBIT [mln PLN]	223,7	235,3	236,7	229,0	222,5	219,8	223,1	224,3	224,0	224,2
Stopa podatkowa	17%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	38,4	44,7	45,0	43,5	42,3	41,8	42,4	42,6	42,6	42,6
NOPLAT [mln PLN]	185,4	190,6	191,8	185,5	180,2	178,0	180,7	181,7	181,4	181,6
Amortyzacja, w tym: [mln PLN]	195,3	204,4	217,9	236,2	253,2	261,9	264,1	266,4	268,1	269,4
- <i>prawo do użytkowania</i>	125,7	129,3	129,3	133,3	136,1	138,3	139,7	140,7	141,3	141,4
CAPEX, w tym [mln PLN]	-225,9	-649,1	-462,1	-472,7	-488,8	-256,7	-264,3	-266,3	-267,9	-269,2
- <i>opłaty leasingowe</i>	-136,0	-141,6	-143,5	-143,2	-144,0	-143,2	-143,1	-142,9	-141,6	-141,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-100,9	-6,9	-5,7	-5,2	-5,9	-5,6	-4,6	-4,6	-4,1	-4,1
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-40,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wpływy ze sprzedaży aktywów [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]	13,8	-261,0	-58,1	-56,2	-61,4	177,5	175,9	177,1	177,5	177,7
DFCF [mln PLN]	13,8	-243,7	-50,9	-46,1	-47,2	127,9	118,5	111,4	104,0	96,9
Suma DFCF [mln PLN]	184,5									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 776,3									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 513,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 698,4									
Dług netto 2018 [mln PLN]*	908,2									
Udziały mniejszości [mln PLN]	0,0									
Udziały w Chair Airlines [mln PLN]	40,1									
Dywidenda [mln PLN]	12,3									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	818,0									
Ilość akcji [mln]	17,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	46,6									

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

Przychody zmiana r/r	27,7%	8,8%	5,3%	3,9%	4,5%	3,6%	2,0%	1,9%	1,2%	1,0%
EBIT zmiana r/r	88,2%	5,2%	0,6%	-3,3%	-2,8%	-1,2%	1,5%	0,6%	-0,2%	0,1%
FCF zmiana r/r	-80,4%	-	-	-	-	-	-0,9%	0,7%	0,2%	0,1%
Marża EBITDA	25,3%	24,4%	24,0%	23,6%	23,1%	22,6%	22,4%	22,1%	21,9%	21,8%
Marża EBIT	13,5%	13,1%	12,5%	11,6%	10,8%	10,3%	10,2%	10,1%	10,0%	9,9%
Marża NOPLAT	11,8%	11,4%	11,5%	12,0%	12,3%	12,3%	12,1%	12,0%	12,0%	11,9%
CAPEX / Przychody	13,6%	36,0%	24,4%	24,0%	23,7%	12,0%	12,1%	12,0%	11,9%	11,9%
CAPEX / Amortyzacja	115,6%	317,5%	212,1%	200,1%	193,1%	98,0%	100,1%	100,0%	99,9%	99,9%
Zmiana KO / Przychody	6,1%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	28,1%	4,7%	5,9%	7,0%	6,6%	7,6%	10,9%	11,5%	16,2%	17,6%

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

Kalkulacja WACC

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Udział kapitału własnego	40,2%	40,1%	40,1%	39,9%	39,6%	42,4%	45,3%	48,2%	51,2%	54,2%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,6%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	59,8%	59,9%	59,9%	60,1%	60,4%	57,6%	54,7%	51,8%	48,8%	45,8%
WACC	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,8%	7,0%	7,1%	7,3%	7,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-1,50%	-1,00%	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%
beta	0,9	32,1	37,1	42,8	49,3	56,9	65,9	76,6	89,7	105,8
	1,0	28,1	32,7	37,9	43,9	50,8	58,9	68,4	79,9	94,0
	1,1	24,4	28,7	33,5	38,9	45,2	52,5	61,0	71,2	83,6
	1,2	21,0	24,9	29,3	34,3	40,0	46,6	54,3	63,4	74,4
	1,3	17,8	21,4	25,4	30,0	35,2	41,2	48,2	56,4	66,1
	1,4	14,7	18,1	21,8	26,0	30,8	36,3	42,6	49,9	58,6
	1,5	11,8	15,0	18,4	22,3	26,7	31,7	37,4	44,1	51,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-1,50%	-1,00%	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%
premia za ryzyko	3,00%	39,9	45,7	52,5	60,3	69,5	80,5	93,8	110,4	131,5
	4,00%	29,7	34,4	39,8	46,0	53,2	61,6	71,6	83,7	98,6
	5,00%	21,0	24,9	29,3	34,3	40,0	46,6	54,3	63,5	74,4
	6,00%	13,6	16,8	20,4	24,5	29,2	34,4	40,5	47,6	55,9
	7,00%	7,1	9,8	12,9	16,2	20,0	24,3	29,2	34,8	41,3
	8,00%	1,4	3,7	6,3	9,1	12,3	15,8	19,8	24,3	29,4
	9,00%	-3,6	-1,6	0,6	3,0	5,6	8,6	11,8	15,5	19,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta								
		0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7
premia za ryzyko	3,00%	92,8	88,4	84,3	80,5	76,9	73,5	70,3	67,3	64,4
	4,00%	74,3	69,7	65,5	61,6	58,0	54,7	51,5	48,6	45,9
	5,00%	59,0	54,5	50,4	46,6	43,2	40,0	37,0	34,2	31,7
	6,00%	46,3	42,0	38,0	34,4	31,1	28,1	25,4	22,8	20,5
	7,00%	35,6	31,4	27,7	24,3	21,3	18,5	15,9	13,6	11,4
	8,00%	26,4	22,5	19,0	15,8	13,0	10,4	8,1	5,9	3,9
	9,00%	18,5	14,8	11,5	8,6	5,9	3,6	1,4	-0,5	-2,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

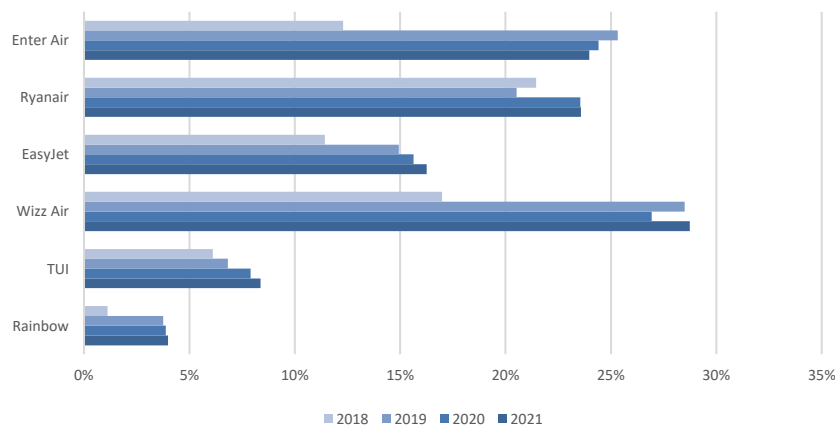
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2020-21 dla wybranych spółek z branży lotniczej. W wycenie uwzględniliśmy przewoźników niskokosztowych (Ryanair, EasyJet, Wizz Air) oraz tour-operatorów (TUI, Rainbow – główni klienci grupy, dodatkowo TUI jest właścicielem linii 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 50%). Ostateczna wycena Enter Air metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **65,2 PLN**.

Wycena porównawcza [PLN]

	P/E		EV/EBITDA	
	2020	2021	2020	2021
Ryanair	14,0	13,0	8,0	7,1
EasyJet	12,7	11,1	5,3	4,8
Wizz Air	9,6	8,0	5,0	4,2
TUI	10,0	8,7	4,7	4,3
Rainbow	10,1	9,5	7,1	6,5
Mediana	10,1	9,5	5,3	4,8
Enter Air	5,3	5,5	4,7	4,9
Premia/dyskonto grupa	-47,5%	-42,2%	-10,2%	2,4%
Wycena wg wskaźnika	84,5	76,9	57,8	41,5
Waga roku	50%	50%	50%	50%
Wycena wg wskaźników	80,7		49,6	
Waga wskaźnika	50%		50%	
Wycena końcowa [PLN]	65,2			

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie marż EBITDA [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI 3Q'19

Wyniki Enter Air za 3Q'19 były zdecydowanie powyżej naszych oczekiwań. Grupa wypracowała 711 mln PLN przychodów, co oznacza wzrost o ok. 24% r/r. Marża brutto spółki zwiększyła się do 22,1% (+7,2 p.p. r/r). Na poziomie EBITDA zaraportowano 200 mln PLN (wg MSR 17 = 157 mln PLN; marża EBITDA MSR 17 = 22,0%). Wynik netto był bliski 60 mln PLN. W obszarze usług lotniczych spółka osiągnęła 689 mln PLN obrotów, a w części sprzedaży pokładowej ok. 21 mln PLN. Cash flow z działalności operacyjnej wyniósł nieco ponad 154 mln PLN (vs 109 mln PLN przed rokiem).

W komentarzu zarząd Enter Air wskazał, że wysoka dynamika przychodów wynika przede wszystkim ze wzrostu skali działalności, także na rynkach zagranicznych. W 1-3Q'19 przewoźnik wykonał o kilkanaście więcej operacji w porównaniu z analogicznym okresem '18.

W maju '19 grupa nabyła 49% udziałów w szwajcarskim podmiocie Germania Flug AG. Enter Air zmienił nazwę firmy na Chair Airlines i zmienia jej model biznesowy na B2B. W sprawozdaniu podano, że nie są planowane obecnie kolejne akwizycje, a wzrost udziałów rynkowych ma odbyć się poprzez posiadane aktywa.

Wyniki za ostatnie kwartały [mln PLN]

Wyniki Q [mln PLN]	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	1-3Q'17	1-3Q'18	1-3Q'19
Przychody	103	262	409	181	126	363	573	233	185	448	711	774	1 063	1 344
Usługi lotnicze	97	259	385	173	121	352	556	224	177	434	689	741	1 028	1 300
Sprzedaż pokładowa	5	11	17	8	6	12	18	9	9	14	21	33	35	43
Zysk brutto ze sprzedaży	18	20	61	-10	4	56	86	20	28	73	157	99	146	258
SG&A	6	7	7	5	6	8	7	12	8	10	8	20	22	25
PPO/PKO	0	0	0	-1	0	-2	0	2	0	0	0	0	-2	0
EBITDA MSSF 16	18	19	61	-9	6	55	89	9	66	111	200	99	150	377
EBITDA MSR 17	18	19	61	-9	6	55	89	9	42	73	157	99	150	271
EBIT MSSF 16	12	13	54	-16	-2	46	78	-4	20	62	149	79	123	231
EBIT MSR 17	12	13	54	-16	-2	46	78	-4	26	54	138	79	123	219
Zysk brutto	20	12	52	-11	-5	23	82	-15	-11	67	70	84	99	126
Zysk netto	17	8	42	-9	-4	19	63	-12	-9	54	60	67	79	104
Dług (gotówka) netto	298	257	210	303	387	350	259	472	1210	1132	1085	210	259	1 085
Przychody zmiana r/r	49,9%	20,7%	12,0%	13,6%	23,2%	38,6%	40,0%	29,0%	46,4%	23,2%	24,0%	18,9%	37,3%	26,4%
EBITDA MSR 17 zmiana r/r	-2,2%	16,5%	16,1%	-	-	182,3%	44,6%	-210,5%	552,0%	33,1%	76,3%	12,4%	51,9%	81,1%
Zysk netto zmiana r/r	71,6%	452,6%	28,3%	-	-	269,0%	44,3%	-74,9%	-1190,4%	33,2%	90,1%	52,0%	16,7%	32,9%
Marża brutto na sprzedaży	17,8%	7,6%	14,9%	-	3,4%	15,5%	14,9%	8,5%	15,0%	16,2%	22,1%	12,8%	13,8%	19,2%
Marża EBITDA MSR 17	17,4%	7,4%	15,0%	-	5,1%	15,0%	15,5%	4,1%	22,8%	16,2%	22,0%	12,7%	14,1%	20,2%
Marża netto	16,8%	3,1%	10,3%	-	-	5,4%	11,0%	-	-	12,1%	8,4%	8,7%	7,4%	7,8%

Źródło: BDM S.A., spółka, PAP

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki za 3Q'19, podobnie jak 2Q'19, okazały się znacząco lepsze od naszych oczekiwań. Okres 4Q'19 powinien być solidny, ale z racji sezonowości (historycznie najsłabszy kwartał w roku), nie spodziewamy się, aby miał istotny wpływ na rezultaty całego '19. Szacujemy, że w bieżącym kwartale spółka osiągnie ok. 312 mln PLN przychodów, ok. 42 mln PLN EBITDA (wg MSSF 16; wg MSR 17 = 12 mln PLN), a strata netto powinna być bliska 5 mln PLN. W ujęciu całorocznym powinno to przełożyć się na wygenerowanie 1,65 mld PLN sprzedaży, ok. 419 mln PLN EBITDA MSSF 16 (MSR 17 = 283 mln PLN) oraz 99 mln PLN wyniku netto.

Zakładamy, że '20 również przyniesie poprawę rezultatów finansowych. W modelu co prawda przyjmujemy, że 1Q'20 będzie gorszy r/r (nienaturalnie wysoka baza z '19; estymujemy solidne 62 mln PLN EBITDA MSSF 16 vs 67 mln PLN rok wcześniej), jednak najważniejszy okres 2-3Q'20 powinien okazać się lepszy r/r. Grupa zawarła już umowy z kluczowymi klientami (TUI, Itaka, Rainbow), które sugerują wzrost przychodów w przedziale 8-10% r/r. Wsparciem dla wyników będzie też zapewne otoczenie makro czy wypadnięcie z rynku kilku konkurentów. Liczymy, że EBITDA podniesie się do 440 mln PLN (wg MSSF 16; wg MSR 17 = 298 mln PLN), a zysk netto do 147 mln PLN.

Przyjmujemy, że w 2020 roku flota powiększy się 2 maszyny, tj. 1 samolot Boeing 737-800 oraz 1 Boeing 737 MAX 8 (na chwilę obecną, po 2 katastrofach, maszyna nie jest dopuszczona do eksploatacji przez FAA; w modelu nie uwzględniamy potencjalnych odszkodowań na rzecz spółki z tyt. uziemienia części floty; przy rosnącej liczbie zleceń Enter Air może posiłkować się leasingowanymi samolotami). W okresie 2021-23 oczekujemy zakupu kolejnych 3 samolotów, co na koniec '23 powinno przełożyć się na wzrost łącznej liczby foteli do ok. 6,05 tys. siedzeń. W modelu zakładamy także, że grupa będzie kontynuowała wypłaty dywidend (w kolejnych latach zakładamy DPR na poziomie 25%).

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

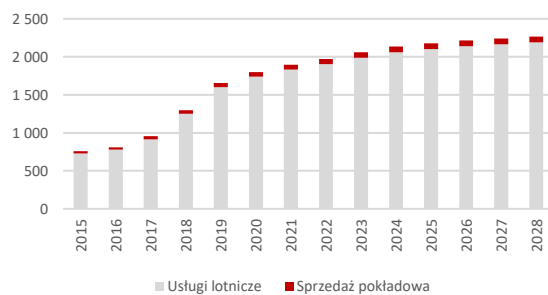
	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19P	1Q'20P	2Q'20P	3Q'20P	4Q'20P	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	126,5	363,5	573,2	233,0	185,2	447,8	710,5	311,5	201,7	487,4	782,8	328,6	1 296,1	1 655,1	1 800,5	1 895,8
Usługi lotnicze	120,8	351,8	555,6	223,7	176,7	434,2	689,4	299,7	192,4	472,7	757,9	316,2	1 251,9	1 600,1	1 739,2	1 831,3
Sprzedaż pokładowa	5,7	11,7	17,6	9,3	8,5	13,6	21,1	11,8	9,3	14,7	24,9	12,4	44,3	55,0	61,3	64,5
Wynik brutto ze sprzedaży	4,3	56,4	85,6	19,8	27,7	72,5	157,4	5,8	22,2	79,4	172,2	4,2	166,1	263,4	278,0	281,6
Usługi lotnicze	3,2	54,1	81,7	18,8	25,5	69,4	153,6	4,5	19,8	76,0	167,8	2,9	157,8	253,0	266,5	269,5
Sprzedaż pokładowa	1,1	2,3	3,9	1,0	2,2	3,2	3,7	1,3	2,4	3,4	4,4	1,3	8,3	10,4	11,5	12,1
EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	66,5	110,8	199,9	41,9	61,5	118,4	216,4	43,4	-	419,1	439,7	454,6
EBITDA MSR 17	6,5	54,6	88,8	9,4	42,2	72,6	156,5	11,7	36,1	78,5	170,7	12,8	159,3	283,1	298,1	311,1
EBIT MSSF 16	-	-	-	-	20,2	61,7	149,0	-7,2	13,8	68,6	162,4	-9,5	-	223,7	235,3	236,7
EBIT MSR 17	-1,9	46,3	78,4	-3,9	26,4	54,1	138,0	-5,1	20,6	60,3	148,9	-6,8	118,9	213,4	223,0	222,6
Wynik brutto	-5,1	22,9	81,6	-14,8	-11,0	66,8	70,4	-6,2	2,2	55,6	148,4	-24,2	84,6	120,0	182,0	175,2
Wynik netto	-4,0	19,5	63,2	-12,3	-9,0	54,0	59,5	-5,0	1,8	45,0	120,2	-19,6	66,3	99,4	147,4	141,9
marża brutto ze sprzedaży	3,4%	15,5%	14,9%	8,5%	15,0%	16,2%	22,1%	1,9%	11,0%	16,3%	22,0%	1,3%	12,8%	15,9%	15,4%	14,9%
marża EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	35,9%	24,7%	28,1%	13,5%	30,5%	24,3%	27,6%	13,2%	-	25,3%	24,4%	24,0%
marża EBITDA MSR 17	5,1%	15,0%	15,5%	4,1%	22,8%	16,2%	22,0%	3,8%	17,9%	16,1%	21,8%	3,9%	12,3%	17,1%	16,6%	16,4%
marża EBIT MSSF 16	-	-	-	-	10,9%	13,8%	21,0%	-	6,9%	14,1%	20,7%	-	-	13,5%	13,1%	12,5%
marża netto	-	5,4%	11,0%	-	-	12,1%	8,4%	-	0,9%	9,2%	15,4%	-	5,1%	6,0%	8,2%	7,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

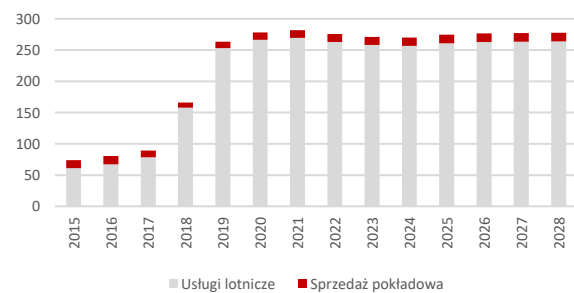
Prognoza ogólna na lata 2019-2028 [mln PLN]

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	810,4	954,9	1 296,1	1 655,1	1 800,5	1 895,8	1 970,5	2 060,1	2 134,1	2 176,2	2 216,7	2 242,3	2 265,6
Usługi lotnicze	781,3	914,0	1 251,9	1 600,1	1 739,2	1 831,3	1 903,4	1 990,0	2 061,4	2 102,1	2 141,2	2 166,0	2 188,5
Sprzedaż pokładowa	29,0	41,0	44,3	55,0	61,3	64,5	67,1	70,1	72,7	74,1	75,5	76,3	77,1
Wynik brutto ze sprzedaży	80,5	89,0	166,1	263,4	278,0	281,6	275,6	271,2	270,3	274,6	276,8	277,0	277,9
Usługi lotnicze	67,2	78,6	157,8	253,0	266,5	269,5	263,1	258,2	256,9	261,0	263,0	263,2	263,9
Sprzedaż pokładowa	13,2	10,4	8,3	10,4	11,5	12,1	12,5	13,0	13,4	13,6	13,8	13,8	13,9
EBITDA MSSF 16	97,1	90,1	159,3	419,1	439,7	454,6	465,2	475,6	481,7	487,2	490,7	492,1	493,6
EBITDA MSR 17	97,1	90,1	159,3	283,1	298,1	311,1	322,0	331,6	338,4	344,1	347,8	350,4	352,7
EBIT MSSF 16	61,5	63,6	118,9	223,7	235,3	236,7	229,0	222,5	219,8	223,1	224,3	224,0	224,2
EBIT MSR 17	61,5	63,6	118,9	213,4	223,0	222,6	219,1	214,6	214,9	219,7	222,1	223,6	224,7
Wynik brutto	58,2	73,0	84,6	120,0	182,0	175,2	160,4	147,1	142,8	149,7	154,7	158,1	162,2
Wynik netto	46,2	58,4	66,3	99,4	147,4	141,9	130,0	119,2	115,7	121,3	125,3	128,0	131,3
marża brutto ze sprzedaży	9,9%	9,3%	12,8%	15,9%	15,4%	14,9%	14,0%	13,2%	12,7%	12,6%	12,5%	12,4%	12,3%
marża EBITDA MSSF 16	12,0%	9,4%	12,3%	25,3%	24,4%	24,0%	23,6%	23,1%	22,6%	22,4%	22,1%	21,9%	21,8%
marża EBITDA MSR 17	12,0%	9,4%	12,3%	17,1%	16,6%	16,4%	16,3%	16,1%	15,9%	15,8%	15,7%	15,6%	15,6%
marża EBIT MSSF 16	7,6%	6,7%	9,2%	13,5%	13,1%	12,5%	11,6%	10,8%	10,3%	10,2%	10,1%	10,0%	9,9%
marża netto	5,7%	6,1%	5,1%	6,0%	8,2%	7,5%	6,6%	5,8%	5,4%	5,6%	5,7%	5,7%	5,8%

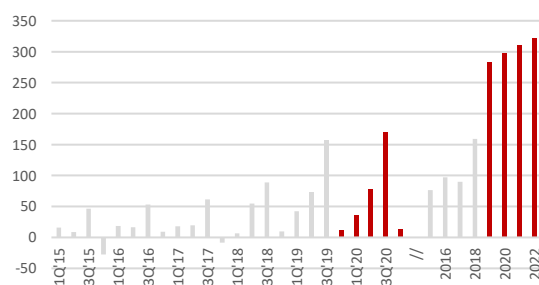
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody w podziale na segmenty [mln PLN]


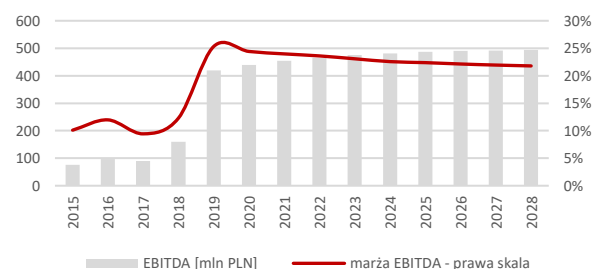
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA w kolejnych okresach [mln PLN]*


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *dane wg MSR 17

Marża EBITDA w okresie prognozy*


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

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	697,2	984,2	1 555,0	2 001,7	2 247,9	2 486,5	2 724,2	2 721,2	2 723,6	2 725,7	2 727,7	2 729,8
RzAT	528,7	827,5	985,6	1 418,0	1 648,0	1 874,7	2 102,4	2 092,4	2 089,2	2 086,9	2 086,4	2 086,6
Aktywo z tyt. pr. do użytkowania	0,0	0,0	445,4	457,6	471,8	481,6	489,5	494,4	497,8	500,0	500,3	499,8
Aktywo z tyt. pod. odr.	19,1	27,0	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Pozostałe aktywa trwałe	149,4	129,7	119,5	121,5	123,6	125,6	127,8	129,9	132,1	134,3	136,5	138,8
Aktywa obrotowe	160,3	209,1	328,2	220,5	241,4	251,6	253,3	263,3	271,7	281,5	290,7	301,6
Zapasy	3,9	4,9	6,3	6,9	7,2	7,5	7,8	8,1	8,3	8,4	8,5	8,6
Należności z tyt. dostaw	64,4	73,2	116,4	126,7	133,4	138,6	144,9	150,1	153,1	155,9	157,7	159,4
Środki pieniężne	58,9	100,4	154,8	36,3	50,1	54,8	49,8	54,3	59,6	66,3	73,7	82,9
Pozostałe aktywa obrotowe	33,1	30,5	50,7	50,7	50,7	50,7	50,7	50,7	50,7	50,7	50,7	50,7
Kapitał własny	261,9	318,3	381,0	510,8	615,9	710,4	797,1	883,0	975,3	1 070,3	1 167,0	1 266,3
Zobowiązania długoterminowe	413,1	600,5	1 084,6	1 384,8	1 545,4	1 699,4	1 851,4	1 772,7	1 692,5	1 611,2	1 527,9	1 443,9
Zobowiązania finansowe	312,3	490,3	1 030,3	1 330,6	1 491,2	1 645,1	1 797,1	1 718,5	1 638,3	1 556,9	1 473,7	1 389,7
Pozostałe zob. długoterminowe	100,8	110,3	54,2	54,2	54,2	54,2	54,2	54,2	54,2	54,2	54,2	54,2
Zobowiązania krótkoterminowe	182,5	274,4	417,7	326,6	328,0	329,0	328,3	329,0	327,4	325,8	323,5	321,2
Zobowiązania finansowe	49,7	82,4	95,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	89,4	128,9	72,6	76,5	77,9	78,2	78,9	78,8	77,3	75,7	73,5	71,1
Pozostałe zob. krótkoterminowe	43,4	63,2	250,1	250,1	250,1	250,1	250,1	250,1	250,1	250,1	250,1	250,1
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	954,9	1 296,1	1 655,1	1 800,5	1 895,8	1 970,5	2 060,1	2 134,1	2 176,2	2 216,7	2 242,3	2 265,6
Koszty wytworzenia	865,9	1 130,0	1 391,6	1 522,5	1 614,2	1 694,9	1 788,9	1 863,8	1 901,6	1 939,9	1 965,3	1 987,8
Wynik brutto ze sprzedaży	89,0	166,1	263,4	278,0	281,6	275,6	271,2	270,3	274,6	276,8	277,0	277,9
Wynik SG&A	24,9	33,6	38,2	41,3	43,4	45,2	47,2	48,9	49,9	50,8	51,4	51,9
Saldo pozostałe działalności operacyjnej	-0,5	-13,6	-1,5	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7
EBITDA MSSF 16	-	-	419,1	439,7	454,6	465,2	475,6	481,7	487,2	490,7	492,1	493,6
EBITDA MSR 17	90,1	159,3	283,1	298,1	311,1	322,0	331,6	338,4	344,1	347,8	350,4	352,7
EBIT MSSF 16	-	-	223,7	235,3	236,7	229,0	222,5	219,8	223,1	224,3	224,0	224,2
Saldo finansowe	9,4	-34,3	-103,2	-55,3	-63,6	-70,6	-77,4	-79,1	-75,5	-71,9	-68,1	-64,3
Wynik brutto	73,0	84,6	120,0	182,0	175,2	160,4	147,1	142,8	149,7	154,7	158,1	162,2
Wynik netto	58,4	66,3	99,4	147,4	141,9	130,0	119,2	115,7	121,3	125,3	128,0	131,3
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
CF operacyjny	66,9	210,1	480,4	398,2	415,7	429,5	441,7	448,9	454,2	456,7	457,9	458,7
CF inwestycyjny	-29,4	-92,2	-129,8	-507,4	-318,6	-329,5	-344,8	-113,5	-121,2	-123,5	-126,2	-128,2
CF finansowy	-96,1	-76,6	-296,6	-9,3	-83,3	-95,3	-101,9	-330,8	-327,7	-326,4	-324,3	-321,3
CF netto	-58,6	41,2	54,1	-118,5	13,8	4,7	-5,0	4,6	5,2	6,8	7,3	9,2
Środki pieniężne na początek okresu	118,4	58,9	100,4	154,8	36,3	50,1	54,8	49,8	54,3	59,6	66,3	73,7
Środki pieniężne na koniec okresu	58,9	100,4	154,8	36,3	50,1	54,8	49,8	54,3	59,6	66,3	73,7	82,9
Dynamiki / marże / wskaźniki	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	17,8%	35,7%	27,7%	8,8%	5,3%	3,9%	4,5%	3,6%	2,0%	1,9%	1,2%	1,0%
EBITDA MSSF 16 zmiana r/r	-	-	-	4,9%	3,4%	2,3%	2,2%	1,3%	1,1%	0,7%	0,3%	0,3%
Wynik netto zmiana r/r	26,5%	13,5%	50,1%	48,2%	-3,7%	-8,4%	-8,3%	-2,9%	4,8%	3,3%	2,2%	2,6%
Marża brutto na sprzedaży	9,3%	12,8%	15,9%	15,4%	14,9%	14,0%	13,2%	12,7%	12,6%	12,5%	12,4%	12,3%
Marża EBITDA MSSF 16	-	-	25,3%	24,4%	24,0%	23,6%	23,1%	22,6%	22,4%	22,1%	21,9%	21,8%
Marża EBITDA MSR 17	9,4%	12,3%	17,1%	16,6%	16,4%	16,3%	16,1%	15,9%	15,8%	15,7%	15,6%	15,6%
Marża netto	6,1%	5,1%	6,0%	8,2%	7,5%	6,6%	5,8%	5,4%	5,6%	5,7%	5,7%	5,8%
ROE	22,3%	20,8%	26,1%	28,9%	23,0%	18,3%	15,0%	13,1%	12,4%	11,7%	11,0%	10,4%
ROA	6,8%	5,6%	5,3%	6,6%	5,7%	4,7%	4,0%	3,9%	4,0%	4,2%	4,2%	4,3%
Odsetki/EBIT	19,2%	29,2%	49,7%	23,8%	26,9%	30,9%	34,9%	36,1%	34,0%	32,1%	30,5%	28,8%
Dług netto MSSF 16 [mln PLN]	303,1	472,3	970,6	1294,3	1441,1	1590,4	1747,4	1664,1	1578,7	1490,6	1400,0	1306,8
Dług netto MSR 17 [mln PLN]	303,1	472,3	525,2	836,6	969,3	1108,8	1257,9	1169,7	1081,0	990,6	899,7	807,0
Dług netto/Kapitał własny	115,7%	148,3%	254,7%	253,4%	234,0%	223,9%	219,2%	188,5%	161,9%	139,3%	120,0%	103,2%
Dług netto/EBITDA MSSF 16	336,4%	296,5%	231,6%	294,4%	317,0%	341,9%	367,4%	345,5%	324,0%	303,8%	284,5%	264,7%
EV [mln PLN]	1 082,0	1 251,2	1 749,5	2 073,2	2 220,0	2 369,3	2 526,3	2 443,1	2 357,7	2 269,5	2 178,9	2 085,8
Dług/EV	0,3	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
CAPEX/Przychody	3,3%	7,1%	5,4%	1,0%	1,6%	2,3%	2,9%	5,3%	5,6%	5,6%	5,6%	5,7%
CAPEX/Amortyzacja	117,8%	229,2%	115,6%	317,5%	212,1%	200,1%	193,1%	98,0%	100,1%	100,0%	99,9%	99,9%
Amortyzacja/Przychody	2,8%	3,1%	4,2%	4,2%	4,7%	5,2%	5,7%	5,8%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Zmiana KO/Przychody	1,8%	2,3%	-6,1%	-0,4%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	11,7%	8,7%	-28,1%	-4,7%	-5,9%	-7,0%	-6,6%	-7,6%	-10,9%	-11,5%	-16,2%	-17,6%
MC/S	0,8	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
P/E	13,3	11,8	7,8	5,3	5,5	6,0	6,5	6,7	6,4	6,2	6,1	5,9
P/BV	3,0	2,4	2,0	1,5	1,3	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA MSSF 16	-	-	4,2	4,7	4,9	5,1	5,3	5,1	4,8	4,6	4,4	4,2
EV/EBITDA MSR 17	12,0	7,9	4,6	5,4	5,6	5,9	6,1	5,8	5,4	5,1	4,8	4,5
EV/EBIT MSSF 16	-	-	7,8	8,8	9,4	10,3	11,4	11,1	10,6	10,1	9,7	9,3
EV/EBIT MSR 17	17,0	10,5	6,1	7,2	7,9	8,6	9,5	9,1	8,5	8,0	7,5	7,1
EV/S	1,1	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9
Dywidenda [mln PLN]	9,6	9,6	12,3	17,5	36,8	35,5	32,5	29,8	28,9	30,3	31,3	32,0
DPS	0,5	0,5	0,7	1,0	2,1	2,0	1,9	1,7	1,6	1,7	1,8	1,8
Dywidend	1,2%	1,2%	1,6%	2,3%	4,7%	4,6%	4,2%	3,8%	3,7%	3,9%	4,0%	4,1%
Payout ratio	20,9%	16,5%	18,5%	17,6%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 44,4 PLN.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Krzysztof Tkocz**

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
gry komputerowe

Michał Fidelus

Analityk rynku akcji
tel. (+48) 666 073 972
e-mail: michal.fidelus@bdm.pl
banki, finanse

Adrian Górniak

Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
developeperzy, handel, media

Krzysztof Tkocz

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
gry komputerowe

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**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

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
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

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

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 (zasieg 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 realizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

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).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'19*:	, 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	5	83%	0	0%
Akumuluj	1	17%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

Nota prawna:

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

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

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

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

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

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

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

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

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona 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 portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa dnia 11.12.2019 roku (10:40 CEST). Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 11.12.2019 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie 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.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą 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.