



Dom Maklerski BDM S.A.

ENTER AIR

RAPORT ANALITYCZNY

Wydajemy zalecenie Akumuluj dla akcji Enter Air, wyznaczając cenę docelową na poziomie 37,1 PLN/walor. W naszej ocenie w krótkiej perspektywie wsparciem dla kursu akcji spółki będzie decyzja rządu o zniesieniu zakazu lotów międzynarodowych od 16 czerwca oraz solidne wyniki za 1Q'20 (publikacja 15 lipca). Głównym ryzykiem w naszej ocenie jest negatywny wpływ epidemii COVID-19, która odbije się na działalności Enter Air w '20. Liczymy jednak, że w '21 dojdzie do znaczącej poprawy otoczenia i odbudowy rezultatów grupy. Doceniamy model biznesowy spółki, który jest oparty na współpracy z dużymi biurami turystycznymi oraz ograniczeniu kosztów stałych.

Wpływ rozwoju epidemii COVID-19 w 1Q'20 nie powinien istotnie odbić się na rezultatach Enter Air (sprawozdanie zostanie opublikowane 15 lipca br.). Oczekujemy, że rezultaty grupy będą solidne. Spółka podała w komunikacie bieżącym, że do 12 marca zwiększyła liczbę wykonanych operacji o 28% r/r. Prognozujemy, że przychody przewoźnika będą bliskie 180,8 mln PLN, co powinno pozwolić na wygenerowanie 61,0 mln PLN EBITDA MSSF 16 (wg MSR 17 = 36,7 mln PLN; zwracamy uwagę, że stawka przewozowa jest oparta m.in. o cenę paliwa lotniczego, która była istotnie niższa niż przed rokiem). Wynik netto powinien wynieść -36,2 mln PLN, co w naszej symulacji jest efektem negatywnych różnic kursowych (prognozujemy -47 mln PLN w tej pozycji, po oczyszczeniu ok. 1,6 mln PLN zysku).

Rezultaty całoroczne będą pod dużym pejoratywnym wpływem następstw pandemii koronawirusa. Szacujemy, że w '20 grupa osiągnie ok. 495,4 mln PLN przychodów i 35,6 mln PLN EBITDA MSSF 16 (wg MSR 17 = -102,7 mln PLN). Strata netto może być bliska 162,7 mln PLN.

Liczymy, że rok 2021 przyniesie odbudowę popytu na usługi spółki oraz tour-operatorów, dzięki czemu Enter Air znacząco poprawi rezultaty względem '20. Z bieżącej perspektywy estymujemy osiągnięcie ok. 1,36 mld PLN przychodów, 335,7 mln PLN EBITDA MSSF 16 (wg MSR 17 = 194,5 mln PLN) oraz 84,1 mln PLN zysku netto. Przyjmujemy, że w okresie 2021-23 flota grupy zwiększy się o 3 maszyny, a w dłuższej perspektywie powrót do wypłaty dywidendy.

Głównym ryzykiem w naszej ocenie są następstwa ww. COVID-19 (w tym kwestie dot. płynności; zarząd wskazywał, że możliwe jest uzyskanie wsparcia ze strony PFR czy banków). Wśród potencjalnych zagrożeń dostrzegamy także spowolnienie otoczenia makro, silną koncentrację bazy klientów, konkurencję rynkową, zmiany cen paliw oraz czynniki kształtujące popyt turystyczny.

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody [mln PLN]	954,9	1 296,1	1 614,7	495,4	1 360,6	1 572,2
EBITDA MSSF 16 [mln PLN]	-	-	341,7	35,6	335,7	373,5
EBITDA MSR 17 [mln PLN]	90,1	159,3	203,4	-102,7	194,5	226,7
EBIT MSSF 16 [mln PLN]	-	-	168,5	-150,7	144,5	171,5
EBIT MSR 17 [mln PLN]	63,6	118,9	156,3	-158,5	136,2	164,0
Wynik netto [mln PLN]	58,4	66,3	85,0	-162,7	84,1	91,5
P/BV	2,3	1,9	1,6	3,0	2,1	1,6
P/E adj.	10,1	8,9	6,9	-3,6	7,0	6,4
EV/EBITDA MSSF 16	-	-	4,7	47,3	5,2	5,1
EV/EBITDA MSR 17	9,9	6,7	5,8	-12,3	6,7	6,5
EV/EBIT MSSF 16	-	-	9,5	-11,2	12,0	11,1
DPS	0,5	0,5	0,7	0,0	0,0	0,0

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

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 37,1 PLN

12 CZERWCA 2020, 08:00 CEST

Wycena końcowa [PLN]	37,1
Potencjał do wzrostu / spadku	+10,5%
Koszt kapitału	10,0%
Cena rynkowa [PLN]	33,6
Kapitalizacja [mln PLN]	589,5
Ilość akcji [mln. szt.]	17,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	53,8
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	14,0
Stopa zwrotu za 3 mc	+67,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	-27,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	-10,4%
Akcjonariat (% głosów):	
ENT Investments Ltd	52,5%
NN PTE	10,4%
Investors TFI	8,1%
Generali OFE	7,1%
Pozostali	21,9%

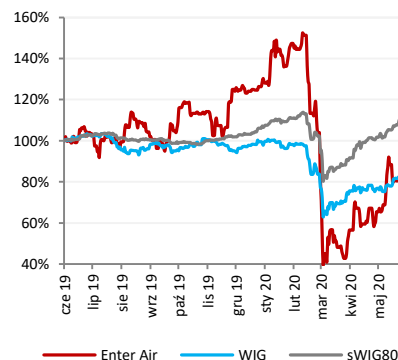
Adrian Górniak

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 na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

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

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ	7
WYNIKI 4Q'19.....	8
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	9
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	11

ENTER AIR		Wskaźniki rynkowe					
Rekomendacja	Akumuluj	P/E	2017	2018	2019	2020P	2021P
Wycena końcowa [PLN]	37,1	P/BV	10,1	8,9	6,9	-3,6	7,0
Potencjał do wzrostu / spadku	10,5%	EV/EBITDA MSSF 16	2,3	1,9	1,6	3,0	2,1
Cena rynkowa [PLN]	33,6	EV/EBITDA MSR 17	-	-	4,7	47,3	5,2
Ilość akcji [mln. szt.]	17,5	EV/EBIT MSSF 16	9,9	6,7	5,8	-12,3	6,7
Kapitalizacja [mln PLN]	589,5	EV/EBIT MSR 17	-	-	9,5	-11,2	12,0
		EV/S	14,0	8,9	7,5	-8,0	9,6
		MC/S	0,9	0,8	1,0	3,4	1,3
			0,6	0,5	0,4	1,2	0,4
		BVPS	14,9	18,1	20,6	11,3	16,1
		EPS	3,3	3,8	4,8	-9,3	4,8
		DPS (w danym roku)	0,5	0,5	0,7	0,0	0,0

Wyniki Q [mln PLN]	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20P	2Q'20P	3Q'20P	4Q'20P	Wyniki roczne [mln PLN]	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	185,2	447,8	710,5	271,1	180,8	10,1	141,6	162,9	Przychody	955	1 296	1 615	495	1 361
Usługi lotnicze	176,7	434,2	689,4	259,6	172,5	9,8	137,1	156,4	Usługi lotnicze	914	1 252	1 560	476	1 313
Sprzedaż pokładowa	8,5	13,6	21,1	11,5	8,3	0,3	4,5	6,4	Sprzedaż pokładowa	41	44	55	20	47
Zysk brutto ze sprzedaży	27,7	72,5	157,4	-45,5	22,3	-86,6	-46,7	-22,8	Zysk brutto ze sprzedaży	89	166	212	-134	178
SG&A	7,5	9,6	8,3	12,1	7,4	0,2	1,7	7,3	SG&A	25	34	38	16	33
PPO/PKO	0,0	-1,3	0,0	-4,8	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	PPO/PKO	-1	-14	-6	0	-1
EBITDA MSSF 16	66,5	110,8	199,9	-35,4	61,0	-40,7	-1,9	17,1	EBITDA MSSF 16	-	-	342	36	336
EBITDA MSR 17	42,2	72,6	156,5	-68,0	36,7	-78,9	-45,2	-15,4	EBITDA MSR 17	90	159	203	-103	194
EBIT MSSF 16	20,2	61,7	149,0	-62,4	14,8	-86,9	-48,4	-30,2	EBIT MSSF 16	-	-	169	-151	145
EBIT MSR 17	26,4	54,1	138,0	-62,3	23,2	-93,0	-59,3	-29,4	EBIT MSR 17	64	119	156	-158	136
Zysk brutto	-11,0	66,8	70,4	-18,4	-44,7	-50,3	-61,9	-44,0	Zysk brutto	73	85	108	-201	104
Zysk netto	-9,0	54,0	59,5	-19,5	-36,2	-40,7	-50,2	-35,7	Zysk netto	58	66	85	-163	84

Wskaźniki	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20P	2Q'20P	3Q'20P	4Q'20P	Wskaźniki	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody zmiana r/r	46,4%	23,2%	24,0%	16,4%	-2,4%	-97,8%	-80,1%	-39,9%	Przychody zmiana r/r	17,8%	35,7%	24,6%	-69,3%	174,6%
EBITDA MSR 17 zmiana r/r	552,0%	33,1%	76,3%	-820,2%	-13,0%	-208,6%	-128,9%	-77,3%	EBITDA MSR 17 zmiana r/r	-7,2%	76,8%	27,7%	-150,5%	-289,3%
Zysk netto zmiana r/r	123,8%	177,0%	-5,7%	57,8%	300,3%	-175,4%	-184,2%	83,0%	Zysk netto zmiana r/r	26,5%	13,5%	28,3%	-291,5%	-151,7%
Marża brutto na sprzedaży	15,0%	16,2%	22,1%	-	12,3%	-	-	-	Marża brutto na sprzedaży	9,3%	12,8%	13,1%	-	13,1%
Marża EBITDA MSR 17	22,8%	16,2%	22,0%	-	20,3%	-	-	-	Marża EBITDA MSR 17	9,4%	12,3%	12,6%	-	14,3%
Marża netto	-	12,1%	8,4%	-	-	-	-	-	Marża netto	6,1%	5,1%	5,3%	-	6,2%
									ROE	22,3%	20,8%	23,5%	-81,8%	29,7%
									ROA	6,8%	5,6%	4,9%	-10,0%	4,7%

Konsensus [mln PLN]*	2020P	2021P
Przychody	-	-
EBITDA	-	-
EBIT	-	-
Zysk netto	-	-
marża EBITDA	-	-

Źródło: Bloomberg; *na dzień 11.06.2020

Bilans [mln PLN]	2017	2018	2019	2020P	2021P
Aktywa trwałe	697	984	1 518	1 502	1 642
Rzeczowe aktywa trwałe	529	828	973	947	1 077
Akt. Z tyt. pr. do użytku	0	0	416	424	433
Pozostałe aktywa trwałe	169	157	128	130	132
Aktywa obrotowe	160	209	212	120	163
Zapasy	4	5	6	2	5
Należności krótkoterminowe	64	73	96	29	81
Środki pieniężne	59	100	88	67	55
Pozostałe aktywa obrotowe	33	31	22	22	22
Aktywa razem	857	1 193	1 730	1 622	1 805
Kapitał własny	262	318	362	199	283
Udziały mniejszości	0	0	0	0	0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	596	875	1 368	1 423	1 522
Rezerwy na zobowiązania	12	8	3	3	3
Oprocentowane zobow. długoterm.	312	490	875	934	1 021
Zobowiązania długoterminowe inne	99	109	77	77	77
Oprocentowane zobow. krótkoterm.	50	82	230	229	179
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	89	129	121	36	98
Zobowiązania krótkoterminowe inne	33	57	62	144	144
Pasywa razem	857	1 193	1 730	1 622	1 805
Dług netto	303	472	1 017	1 096	1 145
Dług netto / Kapitał własny	1,2	1,5	2,8	5,5	4,0
Dług netto / EBITDA MSSF 16	-	-	3,0	30,8	3,4

Rachunek przepływu [mln PLN]	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przepływy z działalności operacyjnej	67	210	326	141	323
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-29	-92	-11	-30	-188
Przepływy z działalności finansowej	-96	-77	-327	-133	-146
Przepływy pieniężne netto	-59	41	-12	-22	-12

Główne czynniki ryzyka: I) COVID-19 i jego konsekwencje. II) Otoczenie makroekonomiczne. III) Koncentracja klientów. IV) Konkurencja rynkowa. V) Katastrofy lotnicze. VI) Wstrzymanie lotów Boeing 737 MAX 8. VII) Ataki terrorystyczne i konflikty militarne. VIII) Katastrofy naturalne i epidemie. IX) Zmiany cen paliw. X) Sezonowość wyników.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Enter Air dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: DCF oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 78% wagi, z kolei analizie porównawczej 20%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 35,3 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 44,4 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 652 mln PLN, czyli **37,1 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	619,5	35,3	5,1%
B	Wycena porównawcza	779,6	44,4	32,2%
C = (80%*A + 20%*B) Wycena końcowa		651,5	37,1	10,5%

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 '20 wyniosą 495,4 mln PLN (negatywny wpływ COVID-19), z kolei w '21 oczekujemy odbicia do 1,36 mld PLN obrotów.

Ścieżka wyniku w podziale na segmenty [mln PLN]

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	954,9	1 296,1	1 614,7	495,4	1 360,6	1 572,2
Usługi lotnicze	914,0	1 251,9	1 559,9	475,8	1 313,3	1 517,6
Sprzedaż pokładowa	41,0	44,3	54,8	19,6	47,2	54,6
Wynik brutto ze sprzedaży	89,0	166,1	212,1	-133,8	178,1	210,6
Usługi lotnicze	78,6	157,8	203,1	-136,7	170,1	201,4
Sprzedaż pokładowa	10,4	8,3	9,0	3,0	8,0	9,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Na poziomie EBITDA spodziewamy się, że spółka osiągnie w '19 ok. 35,6 mln PLN (wg MSSF 16; wg MSR 17 = -102,7 mln PLN). W '21 estymujemy wzrost wyniku do 335,7 mln PLN (wg MSSF 16; wg MSR 17 = 194,5 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 o 2024 roku nie wypłaci dywidendy. W kolejnych latach zakładamy wypłatę ok. 15% skonsolidowanego zysku netto.
- W inwestycjach kapitałowych uwzględniamy koszt nabycia udziałów w szwajcarskiej linii Chair Airlines (ok. 7,6 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 2019 roku, który korygujemy zgodnie z MSSF 16 o wartość zadłużenia z tyt. prawa do użytkowania aktywów w wys. 437 mln PLN (wg stanu na 31.12.2019).
- Do obliczeń przyjęliśmy 17,5 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 12.06.2020 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Enter Air na poziomie 620 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 35,3 PLN.

Model DCF

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	495,4	1 360,6	1 572,2	1 682,2	1 795,0	1 870,4	1 910,9	1 944,0	1 974,4	2 002,1
EBIT [mln PLN]	-150,7	144,5	171,5	184,0	196,7	205,5	208,7	210,7	212,1	212,6
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	-28,6	27,5	32,6	35,0	37,4	39,0	39,7	40,0	40,3	40,4
NOPLAT [mln PLN]	-122,0	117,0	138,9	149,0	159,3	166,5	169,1	170,7	171,8	172,2
Amortyzacja, w tym: [mln PLN]	186,3	191,1	202,0	206,2	210,1	213,0	215,2	216,7	216,8	216,6
- prawo do użytkowania	130,5	132,8	139,3	142,1	144,7	147,1	148,9	150,1	151,1	151,8
CAPEX, w tym [mln PLN]	-168,3	-329,6	-462,5	-476,8	-229,0	-229,0	-226,6	-224,8	-221,9	-218,2
- opłaty leasingowe	-138,3	-141,2	-146,8	-150,1	-152,2	-152,7	-152,5	-153,3	-153,2	-152,5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-14,0	7,2	-0,2	-1,5	-1,8	-2,2	-2,5	-2,6	-2,7	-2,8
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	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]	-118,1	-14,2	-121,8	-123,1	138,6	148,2	155,1	159,9	164,0	167,8
DFCF [mln PLN]	-114,3	-12,9	-104,2	-99,0	104,6	104,7	102,4	98,4	94,0	89,3
Suma DFCF [mln PLN]	263,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 566,2									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 365,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 628,6									
Dług netto 2018 [mln PLN]*	1 016,7									
Udziały mniejszości [mln PLN]	0,0									
Udziały w Chair Airlines [mln PLN]	7,6									
Dywidenda [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	619,5									
Ilość akcji [mln]	17,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	35,3									

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

Przychody zmiana r/r	-69,3%	174,6%	15,6%	7,0%	6,7%	4,2%	2,2%	1,7%	1,6%	1,4%
EBIT zmiana r/r	-189,4%	-195,9%	18,7%	7,3%	6,9%	4,5%	1,6%	0,9%	0,6%	0,3%
FCF zmiana r/r	-1713,3%	-88,0%	757,9%	1,0%	-212,6%	6,9%	4,7%	3,1%	2,6%	2,3%
Marża EBITDA	7,2%	24,7%	23,8%	23,2%	22,7%	22,4%	22,2%	22,0%	21,7%	21,4%
Marża EBIT	-30,4%	10,6%	10,9%	10,9%	11,0%	11,0%	10,9%	10,8%	10,7%	10,6%
Marża NOPLAT	37,6%	14,0%	12,9%	12,3%	11,7%	11,4%	11,3%	11,1%	11,0%	10,8%
CAPEX / Przychody	34,0%	24,2%	29,4%	28,3%	12,8%	12,2%	11,9%	11,6%	11,2%	10,9%
CAPEX / Amortyzacja	90,3%	172,4%	228,9%	231,2%	109,0%	107,5%	105,3%	103,8%	102,3%	100,7%
Zmiana KO / Przychody	2,8%	-0,5%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-1,3%	-0,8%	0,1%	1,3%	1,6%	2,9%	6,2%	7,9%	9,0%	10,1%

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

Kalkulacja WACC

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
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	28,3%	33,5%	34,3%	34,9%	38,6%	42,5%	46,4%	50,2%	54,1%	57,9%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	71,7%	66,5%	65,7%	65,1%	61,4%	57,5%	53,6%	49,8%	45,9%	42,1%
WACC	6,0%	6,3%	6,4%	6,4%	6,6%	6,8%	7,0%	7,2%	7,5%	7,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-1,50%	-1,00%	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%
beta	0,9	23,2	27,7	32,8	38,7	45,5	53,4	62,9	74,3	88,4
	1,0	19,5	23,6	28,2	33,5	39,7	46,8	55,2	65,3	77,5
	1,1	16,0	19,7	24,0	28,8	34,4	40,8	48,3	57,2	67,9
	1,2	12,7	16,2	20,1	24,5	29,5	35,3	42,0	50,0	59,4
	1,3	9,6	12,8	16,4	20,5	25,1	30,3	36,4	43,4	51,8
	1,4	6,7	9,7	13,0	16,7	20,9	25,7	31,2	37,5	45,0
	1,5	4,0	6,8	9,8	13,3	17,1	21,4	26,4	32,1	38,8

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%	30,7	36,0	42,0	49,1	57,3	67,2	79,0	93,7	112,2
	4,00%	20,9	25,2	30,0	35,5	41,9	49,4	58,2	68,7	81,7
	5,00%	12,7	16,2	20,1	24,5	29,5	35,3	42,0	50,0	59,4
	6,00%	5,6	8,5	11,7	15,3	19,4	23,9	29,2	35,3	42,4
	7,00%	-0,5	1,9	4,6	7,6	10,9	14,6	18,8	23,6	29,1
	8,00%	-5,8	-3,7	-1,5	0,9	3,7	6,7	10,1	14,0	18,3
	9,00%	-10,5	-8,7	-6,8	-4,8	-2,5	0,0	2,8	6,0	9,5

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%	79,0	74,8	70,8	67,2	63,7	60,5	57,5	54,6	51,9
	4,00%	61,4	57,0	53,0	49,4	46,0	42,8	39,9	37,1	34,6
	5,00%	47,0	42,7	38,8	35,3	32,1	29,1	26,3	23,8	21,4
	6,00%	35,1	31,0	27,3	23,9	20,9	18,1	15,6	13,3	11,1
	7,00%	25,0	21,2	17,7	14,6	11,8	9,2	6,9	4,7	2,7
	8,00%	16,5	12,8	9,6	6,7	4,1	1,8	-0,4	-2,3	-4,1
	9,00%	9,1	5,7	2,7	0,0	-2,4	-4,5	-6,5	-8,3	-9,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

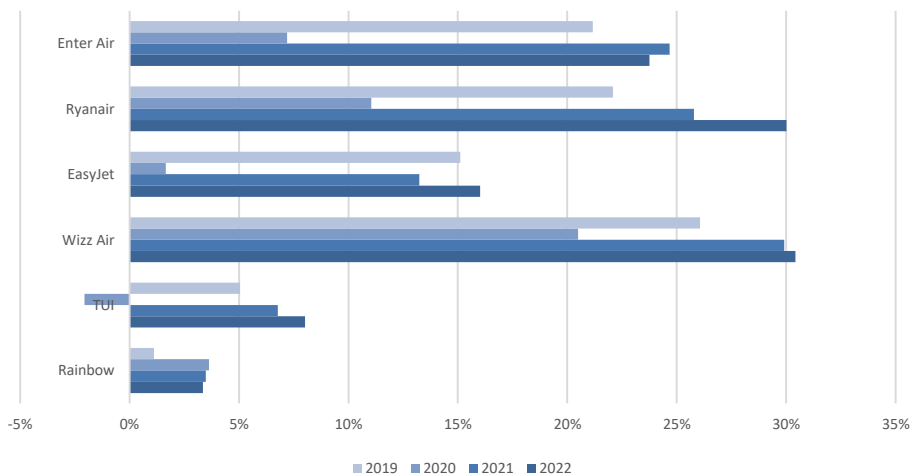
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o prognozy na lata 2021-22 dla wybranych spółek z branży lotniczej (nie uwzględniamy 2020 roku z racji rozwoju epidemii COVID; epidemię traktujemy jako pewnego rodzaju zdarzenie jednorazowe). W wycenie uwzględniliśmy przewoźników niskokosztowych (Ryanair, 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, tj. 50%). 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 **44,4 PLN**. W bieżącym raporcie zmniejszyliśmy wagę podejścia w wycenie końcowej do 20% (z 30% poprzednio), bowiem w naszej ocenie prognozy dla spółek porównywalnych są obecnie obciążone potencjalnym dużym błędem z racji dynamicznie zmieniających się uwarunkowań.

Wycena porównawcza [PLN]

	P/E			EV/EBITDA		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Ryanair	-	12,8	9,5	4,2	7,5	5,6
EasyJet	-	19,1	8,5	22,4	6,2	4,6
Wizz Air	-	10,3	9,4	-	3,6	3,9
TUI	-	19,4	8,0	-	6,0	4,3
Rainbow	7,5	6,8	6,4	5,9	5,5	5,2
Mediana	-8,2	12,8	8,5	4,2	6,0	4,6
Enter Air	-	7,0	6,4	47,3	5,2	5,1
Premia/dyskonto grupa	-	-45,4%	-24,6%	-	-13,8%	11,7%
Wycena wg wskaźnika	-	61,6	44,5	-	49,4	22,2
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%
Wycena wg wskaźników		53,1			35,8	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa [PLN]		44,4				

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie marż EBITDA [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI 4Q'19

W 4Q'19 grupa wypracowała 271 mln PLN przychodów, co oznacza wzrost o ok. 16% r/r. Strata brutto spółki wyniosła ok. 46 mln PLN. Na poziomie EBITDA Enter Air zaraportował -35 mln PLN. Strata netto była bliska 19 mln PLN. W obszarze usług lotniczych spółka osiągnęła 260 mln PLN obrotów, a w części sprzedaży pokładowej ok. 11 mln PLN. Cash flow z działalności operacyjnej wyniósł nieco ponad 20 mln PLN (vs 76 mln PLN przed rokiem). Zwracamy jednak uwagę, że wyniki przewoźnika są zniekształcone o blisko 71 mln PLN z tytułu zmiany sposobu ujęcia przeglądów technicznych jako komponentów aktywów, co dotyczy całego '19, a nie tylko 4Q'19 (oznacza to, że należy skorygować również 1-3Q'19).

W komentarzu zarządu Enter Air wskazał, że wysoka dynamika przychodów wynika przede wszystkim ze wzrostu skali działalności, także na rynkach zagranicznych.

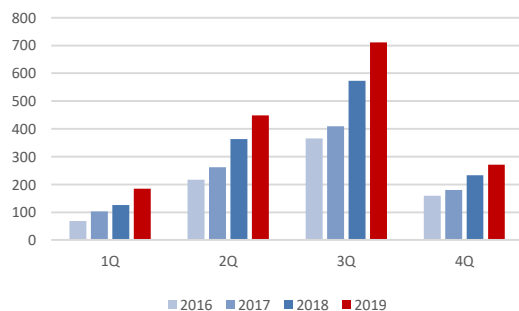
W maju '19 grupa nabyła 49% udziałów w szwajcarskim podmiocie Germania Flug AG. Enter Air zmienił nazwę firmy na Chair Airlines i zmienia jej model biznesowy na B2B. W poprzednich sprawozdaniach podano, że spółka nie planuje obecnie kolejnych akwizycji i zamierza zwiększać udziały w europejskim rynku poprzez posiadane aktywa.

Wyniki za ostatnie kwartały [mln PLN]

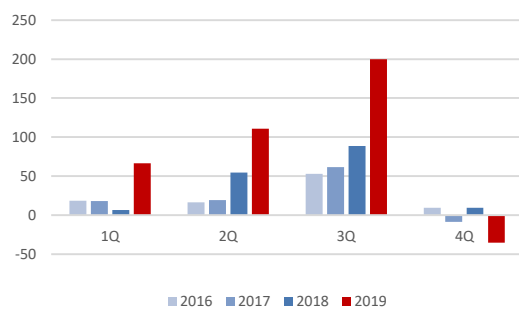
Wyniki Q [mln PLN]	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	2017	2018	2019
Przychody	103	262	409	181	126	363	573	233	185	448	711	271	955	1 296	1 615
Usługi lotnicze	97	259	385	173	121	352	556	224	177	434	689	260	914	1 252	1 560
Sprzedaż pokładowa	5	11	17	8	6	12	18	9	9	14	21	12	41	44	55
Zysk brutto ze sprzedaży	18	20	61	-10	4	56	86	20	28	73	157	-46	89	166	212
SG&A	6	7	7	5	6	8	7	12	8	10	8	12	25	34	38
PPO/PKO	0	0	0	-1	0	-2	0	2	0	0	0	-6	-1	0	-7
EBITDA MSSF 16	18	19	61	-9	6	55	89	9	66	111	200	-35	90	159	342
EBIT MSSF 16	12	13	54	-16	-2	46	78	-4	20	62	149	-62	64	119	169
EBIT MSR 17	12	13	54	-16	-2	46	78	-4	26	54	138	-62	64	119	156
Zysk brutto	20	12	52	-11	-5	23	82	-15	-11	67	70	-18	73	85	108
Zysk netto	17	8	42	-9	-4	19	63	-12	-9	54	60	-19	58	66	85
Dług (gotówka) netto	298	257	210	303	387	350	259	472	1210	1132	1085	1017	303	472	1 017
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%	16,4%	18,9%	37,3%	26,4%
Zysk netto zmiana r/r	71,6%	452,6%	28,3%	-	-	269,0%	44,3%	-	-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%	-	9,3%	12,8%	13,1%
Marża EBITDA*	17,4%	7,4%	15,0%	-	5,1%	15,0%	15,5%	4,1%	35,9%	24,7%	28,1%	-	9,4%	12,3%	21,2%
Marża netto	16,8%	3,1%	10,3%	-	-	5,4%	11,0%	-	-	12,1%	8,4%	-	6,1%	5,1%	5,3%

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

Przychody w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

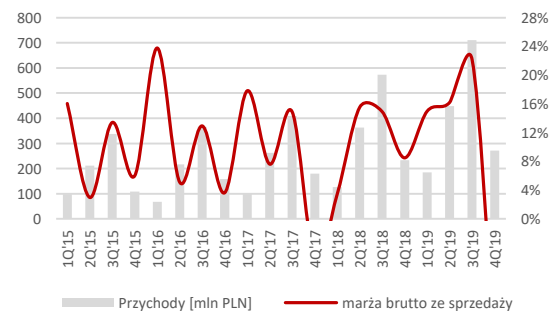


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka
EBITDA w ujęciu kwartalnym [mln PLN]*

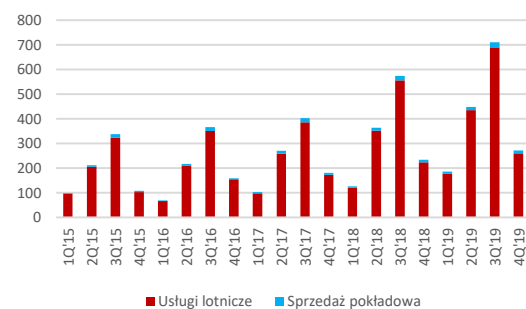


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *wg MSSF 16 od '19

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 KOLEJNE OKRESY

Od końca 1Q'20 na wyniki grupy wpływa (i będzie wpływał w kolejnych kwartałach) rozwój epidemii COVID-19 oraz działania podejmowane przez poszczególne państwa związane m.in. z zamykaniem granic (od połowy marca do końca maja loty pasażerskie praktycznie nie miały miejsca). Obecnie dociera do nas coraz więcej informacji o planowanych otwarciach granic powietrznych dla turystów z głównych destynacji turystycznych (m.in. Hiszpania, Grecja). W przypadku Polski, rząd zdecydował się otwarcie granic z krajami UE od 13 czerwca oraz zezwolenia na wznowienie lotów międzynarodowych od 16 czerwca. Zarząd grupy poinformował, że w celu zachowania płynności zdecydował się m.in. na ograniczenie inwestycji, redukcję kosztów wynagrodzeń czy renegocjację warunków umów leasingowych w celu zawieszenia płatności rat leasingowych. Wskazano, że banki finansujące zaoferowały pozyskanie dodatkowych linii kredytowych (max. ok. 250 mln PLN), a dodatkowo spółka może starać się o wsparcie PFR do kwoty 400 mln PLN. Władze przewoźnika przeprowadziły analizę scenariuszową i w żadnym z przypadków nie jest spodziewane zagrożenie kontynuacji działalności grupy. Enter Air wskazał na stabilną sytuację tour-operatorów, z którymi współpracuje i liczy na wznowienie lotów od czerwca/lipca bieżącego roku.

Wpływ rozwoju epidemii COVID-19 w 1Q'20 nie powinien istotnie odbić się na rezultatach Enter Air (sprawozdanie zostanie opublikowane 15 lipca br.). Oczekujemy, że rezultaty grupy będą solidne. Spółka podała w komunikacie bieżącym, że do 12 marca zwiększyła liczbę wykonanych operacji o 28% r/r. Prognozujemy, że przychody przewoźnika będą bliskie 180,8 mln PLN, co powinno pozwolić na wygenerowanie 61,0 mln PLN EBITDA MSSF 16 (wg MSR 17 = 36,7 mln PLN; zwracamy uwagę, że stawka przewozowa jest oparta m.in. o cenę paliwa lotniczego, która była istotnie niższa niż przed rokiem). Wynik netto powinien wynieść -36,2 mln PLN, co w naszej symulacji jest efektem negatywnych różnic kursowych (prognozujemy -47 mln PLN w tej pozycji, po oczyszczeniu ok. 1,6 mln PLN zysku).

Rezultaty całoroczne będą pod dużym pejoratywnym wpływem następstw pandemii koronawirusa. Szacujemy, że w '20 grupa osiągnie ok. 495,4 mln PLN przychodów i 35,6 mln PLN EBITDA MSSF 16 (wg MSR 17 = -102,7 mln PLN). Strata netto może być bliska 162,7 mln PLN. Zakładamy, że największą stratę na poziomie EBITDA spółka poniesie w 2Q'20, kiedy praktycznie nie realizowała połączeń (przyjęliśmy spadek liczby lotów o 99% r/r). W perspektywie 3Q'20 przyjęliśmy konserwatywne założenia dot. wolumenów wykonywanych operacji (-80% r/r) i uważamy, że istnieje tu pole do pozytywnych zaskoczeń (ww. otwarcie granic przez polski rząd od połowy czerwca może spowodować, że tour-operatorzy zrealizują większą od zakładanych przez nas liczbę połączeń).

Liczymy, że rok 2021 przyniesie odbudowę popytu na usługi spółki oraz tour-operatorów, dzięki czemu Enter Air znacząco poprawi rezultaty względem '20. Z bieżącej perspektywy estymujemy osiągnięcie ok. 1,36 mld PLN przychodów, 335,7 mln PLN EBITDA MSSF 16 (wg MSR 17 = 194,5 mln PLN) oraz 84,1 mln PLN zysku netto. Przyjmujemy, że w okresie 2021-23 flota grupy zwiększy się o 3 maszyny, a w dłuższej perspektywie powrót do wypłaty dywidend.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

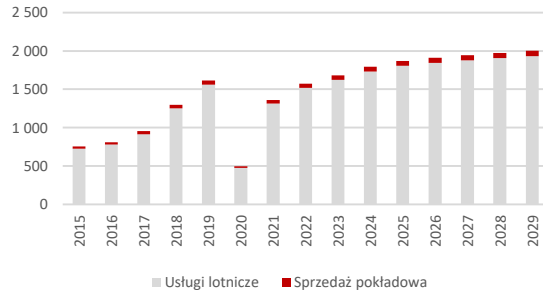
	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20P	2Q'20P	3Q'20P	4Q'20P	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	126,5	363,5	573,2	233,0	185,2	447,8	710,5	271,1	180,8	10,1	141,6	162,9	1 614,7	495,4	1 360,6	1 572,2
Usługi lotnicze	120,8	351,8	555,6	223,7	176,7	434,2	689,4	259,6	172,5	9,8	137,1	156,4	1 559,9	475,8	1 313,3	1 517,6
Sprzedaż pokładowa	5,7	11,7	17,6	9,3	8,5	13,6	21,1	11,5	8,3	0,3	4,5	6,4	54,8	19,6	47,2	54,6
Wynik brutto ze sprzedaży	4,3	56,4	85,6	19,8	27,7	72,5	157,4	-45,5	22,3	-86,6	-46,7	-22,8	212,1	-133,8	178,1	210,6
Usługi lotnicze	3,2	54,1	81,7	18,8	25,5	69,4	153,6	-45,4	20,1	-86,7	-47,4	-22,7	203,1	-136,7	170,1	201,4
Sprzedaż pokładowa	1,1	2,3	3,9	1,0	2,2	3,2	3,7	-0,1	2,2	0,1	0,8	-0,1	9,0	3,0	8,0	9,2
EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	66,5	110,8	199,9	-35,4	61,0	-40,7	-1,9	17,1	341,7	35,6	335,7	373,5
EBITDA MSR 17	6,5	54,6	88,8	9,4	42,2	72,6	156,5	-68,0	36,7	-78,9	-45,2	-15,4	203,4	-102,7	194,5	226,7
EBIT MSSF 16	-	-	-	-	20,2	61,7	149,0	-62,4	14,8	-86,9	-48,4	-30,2	168,5	-150,7	144,5	171,5
EBIT MSR 17	-1,9	46,3	78,4	-3,9	26,4	54,1	138,0	-62,3	23,2	-93,0	-59,3	-29,4	156,3	-158,5	136,2	164,0
Wynik brutto	-5,1	22,9	81,6	-14,8	-11,0	66,8	70,4	-18,4	-44,7	-50,3	-61,9	-44,0	107,8	-200,9	103,8	112,9
Wynik netto	-4,0	19,5	63,2	-12,3	-9,0	54,0	59,5	-19,5	-36,2	-40,7	-50,2	-35,7	85,0	-162,7	84,1	91,5
marża brutto ze sprzedaży	3,4%	15,5%	14,9%	8,5%	15,0%	16,2%	22,1%	-	12,3%	-	-	-	13,1%	-	13,1%	13,4%
marża EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	35,9%	24,7%	28,1%	-	33,7%	-	-	10,5%	21,2%	7,2%	24,7%	23,8%
marża EBITDA MSR 17	5,1%	15,0%	15,5%	4,1%	22,8%	16,2%	22,0%	-	20,3%	-	-	-	12,6%	-	14,3%	14,4%
marża EBIT MSSF 16	-	-	-	-	10,9%	13,8%	21,0%	-	8,2%	-	-	-	10,4%	-	10,6%	10,9%
marża netto	-	5,4%	11,0%	-	-	12,1%	8,4%	-	-	-	-	-	5,3%	-	6,2%	5,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

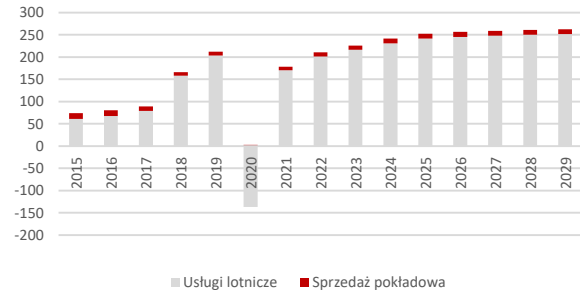
Prognoza ogólna na lata 2020-2029 [mln PLN]

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody	954,9	1 296,1	1 614,7	495,4	1 360,6	1 572,2	1 682,2	1 795,0	1 870,4	1 910,9	1 944,0	1 974,4	2 002,1
Usługi lotnicze	914,0	1 251,9	1 559,9	475,8	1 313,3	1 517,6	1 623,8	1 732,6	1 805,5	1 844,6	1 876,5	1 905,8	1 932,6
Sprzedaż pokładowa	41,0	44,3	54,8	19,6	47,2	54,6	58,4	62,3	64,9	66,4	67,5	68,6	69,5
Wynik brutto ze sprzedaży	89,0	166,1	212,1	-133,8	178,1	210,6	225,8	241,3	252,1	256,3	259,1	261,2	262,4
Usługi lotnicze	78,6	157,8	203,1	-136,7	170,1	201,4	216,1	231,0	241,3	245,4	248,1	250,1	251,2
Sprzedaż pokładowa	10,4	8,3	9,0	3,0	8,0	9,2	9,8	10,4	10,7	10,9	11,0	11,1	11,2
EBITDA MSSF 16	90,1	159,3	341,7	35,6	335,7	373,5	390,2	406,8	418,5	424,0	427,4	428,9	429,2
EBITDA MSR 17	90,1	159,3	203,4	-102,7	194,5	226,7	240,1	254,6	265,8	271,5	274,1	275,7	276,7
EBIT MSSF 16	63,6	118,9	168,5	-150,7	144,5	171,5	184,0	196,7	205,5	208,7	210,7	212,1	212,6
EBIT MSR 17	63,6	118,9	156,3	-158,5	136,2	164,0	176,0	189,2	199,9	205,2	207,5	210,0	211,9
Wynik brutto	73,0	84,6	107,8	-200,9	103,8	112,9	118,6	129,7	142,3	149,3	155,2	160,5	165,1
Wynik netto	58,4	66,3	85,0	-162,7	84,1	91,5	96,1	105,1	115,2	121,0	125,7	130,0	133,7
marża brutto ze sprzedaży	9,3%	12,8%	13,1%	-	13,1%	13,4%	13,4%	13,4%	13,5%	13,4%	13,3%	13,2%	13,1%
marża EBITDA MSSF 16	9,4%	12,3%	21,2%	7,2%	24,7%	23,8%	23,2%	22,7%	22,4%	22,2%	22,0%	21,7%	21,4%
marża EBITDA MSR 17	9,4%	12,3%	12,6%	-	14,3%	14,4%	14,3%	14,2%	14,2%	14,2%	14,1%	14,0%	13,8%
marża EBIT MSSF 16	6,7%	9,2%	10,4%	-	10,6%	10,9%	10,9%	11,0%	11,0%	10,9%	10,8%	10,7%	10,6%
marża netto	6,1%	5,1%	5,3%	-	6,2%	5,8%	5,7%	5,9%	6,2%	6,3%	6,5%	6,6%	6,7%

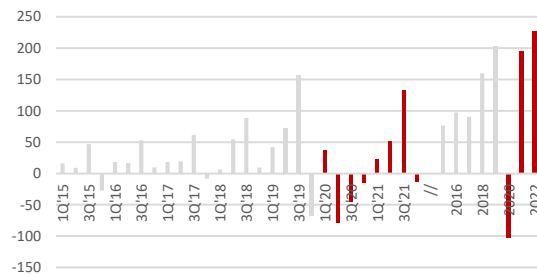
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody w podziale na segmenty [mln PLN]


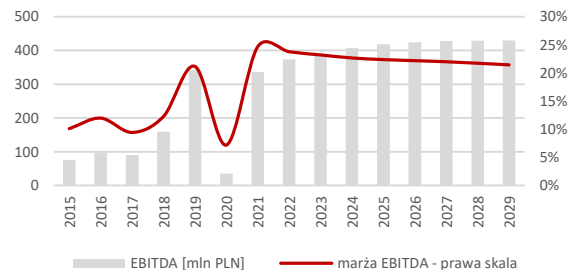
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Bilans [mln PLN]												
Aktywa trwałe	984,2	1 517,6	1 501,6	1 642,0	1 904,6	2 177,3	2 198,5	2 216,8	2 230,5	2 241,0	2 248,4	2 252,4
RzAT	827,5	972,8	946,9	1 077,1	1 330,0	1 592,7	1 604,1	1 614,6	1 622,4	1 627,4	1 630,3	1 631,2
Aktywo z tyt. pr. do użytkowania	0,0	416,4	424,2	432,6	440,1	448,0	455,5	461,1	464,7	467,9	469,9	470,7
Aktywo z tyt. pod. odr.	27,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa trwałe	129,7	128,5	130,5	132,4	134,4	136,6	138,8	141,1	143,4	145,7	148,1	150,5
Aktywa obrotowe	209,1	212,0	120,0	162,8	162,6	148,3	149,0	156,6	168,5	186,5	209,8	238,0
Zapasy	4,9	6,0	1,8	5,1	5,9	6,3	6,7	7,0	7,1	7,3	7,4	7,5
Należności z tyt. dostaw	73,2	95,6	29,3	80,6	93,1	99,6	106,3	110,8	113,2	115,1	116,9	118,6
Środki pieniężne	100,4	88,5	66,9	55,2	41,7	20,5	14,1	16,9	26,3	42,2	63,6	90,1
Pozostałe aktywa obrotowe	30,5	21,9	21,9	21,9	21,9	21,9	21,9	21,9	21,9	21,9	21,9	21,9
Kapitał własny	318,3	361,6	198,9	282,9	374,4	470,5	561,2	660,6	764,3	871,9	983,0	1 097,2
Zobowiązania długoterminowe	600,5	953,4	1 012,5	1 099,9	1 274,0	1 447,2	1 389,3	1 329,5	1 267,6	1 205,4	1 142,1	1 077,4
Zobowiązania finansowe	490,3	874,7	933,9	1 021,2	1 195,3	1 368,5	1 310,6	1 250,8	1 189,0	1 126,7	1 063,4	998,7
Pozostałe zob. długoterminowe	110,3	78,7	78,7	78,7	78,7	78,7	78,7	78,7	78,7	78,7	78,7	78,7
Zobowiązania krótkoterminowe	274,4	414,7	410,2	421,9	418,8	407,9	397,0	383,2	367,0	350,2	333,1	315,8
Zobowiązania finansowe	82,4	230,4	229,0	179,0	162,7	146,4	130,1	113,9	97,6	81,3	65,1	48,8
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	128,9	120,9	36,4	98,1	111,2	116,6	122,0	124,5	124,5	124,0	123,2	122,1
Pozostałe zob. krótkoterminowe	63,2	63,3	144,9	144,9	144,9	144,9	144,9	144,9	144,9	144,9	144,9	144,9
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ze sprzedaży	1 296,1	1 614,7	495,4	1 360,6	1 572,2	1 682,2	1 795,0	1 870,4	1 910,9	1 944,0	1 974,4	2 002,1
Koszty wytworzenia	1 130,0	1 402,5	629,2	1 182,5	1 361,5	1 456,3	1 553,6	1 618,4	1 654,6	1 685,0	1 713,2	1 739,6
Wynik brutto ze sprzedaży	166,1	212,1	-133,8	178,1	210,6	225,8	241,3	252,1	256,3	259,1	261,2	262,4
Koszty SG&A	33,6	37,6	16,5	32,5	37,6	40,2	42,9	44,7	45,7	46,4	47,2	47,8
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-13,6	-6,0	-0,4	-1,1	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9	-1,9	-1,9	-2,0	-2,0
EBITDA MSSF 16	-	341,7	35,6	335,7	373,5	390,2	406,8	418,5	424,0	427,4	428,9	429,2
EBITDA MSR 17	159,3	203,4	-102,7	194,5	226,7	240,1	254,6	265,8	271,5	274,1	275,7	276,7
EBIT MSSF 16	-	168,5	-150,7	144,5	171,5	184,0	196,7	205,5	208,7	210,7	212,1	212,6
Saldo finansowe	-34,3	-74,9	-52,2	-42,6	-60,7	-67,5	-69,1	-65,5	-61,7	-57,9	-53,9	-50,0
Wynik brutto	84,6	107,8	-200,9	103,8	112,9	118,6	129,7	142,3	149,3	155,2	160,5	165,1
Wynik netto	66,3	85,0	-162,7	84,1	91,5	96,1	105,1	115,2	121,0	125,7	130,0	133,7
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
CF operacyjny	210,1	325,8	141,3	323,2	351,8	366,2	380,3	389,2	393,1	395,3	395,7	395,0
CF inwestycyjny	-92,2	-11,0	-30,0	-188,5	-315,7	-326,7	-76,8	-76,3	-74,1	-71,5	-68,7	-65,7
CF finansowy	-76,6	-326,7	-132,9	-146,4	-49,7	-60,6	-309,9	-310,1	-309,6	-307,8	-305,6	-302,9
CF netto	41,2	-11,9	-21,5	-11,7	-13,5	-21,2	-6,4	2,9	9,3	16,0	21,4	26,4
Środki pieniężne na początek okresu	58,9	100,4	88,5	66,9	55,2	41,7	20,5	14,1	16,9	26,3	42,2	63,6
Środki pieniężne na koniec okresu	100,4	88,5	66,9	55,2	41,7	20,5	14,1	16,9	26,3	42,2	63,6	90,1
Dynamiki / marże / wskaźniki	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody zmiana r/r	35,7%	24,6%	-69,3%	174,6%	15,6%	7,0%	6,7%	4,2%	2,2%	1,7%	1,6%	1,4%
EBITDA MSSF 16 zmiana r/r	-	-	-89,6%	842,1%	11,3%	4,5%	4,2%	2,9%	1,3%	0,8%	0,4%	0,1%
Wynik netto zmiana r/r	13,5%	28,3%	-291,5%	-151,7%	8,8%	5,0%	9,3%	9,7%	5,0%	3,9%	3,4%	2,8%
Marża brutto na sprzedaży	12,8%	13,1%	-27,0%	13,1%	13,4%	13,4%	13,4%	13,5%	13,4%	13,3%	13,2%	13,1%
Marża EBITDA MSSF 16	-	21,2%	7,2%	24,7%	23,8%	23,2%	22,7%	22,4%	22,2%	22,0%	21,7%	21,4%
Marża EBITDA MSR 17	12,3%	12,6%	-20,7%	14,3%	14,4%	14,3%	14,2%	14,2%	14,2%	14,1%	14,0%	13,8%
Marża netto	5,1%	5,3%	-32,8%	6,2%	5,8%	5,7%	5,9%	6,2%	6,3%	6,5%	6,6%	6,7%
ROE	20,8%	23,5%	-81,8%	29,7%	24,4%	20,4%	18,7%	17,4%	15,8%	14,4%	13,2%	12,2%
ROA	5,6%	4,9%	-10,0%	4,7%	4,4%	4,1%	4,5%	4,9%	5,0%	5,2%	5,3%	5,4%
Odsetki/EBIT	29,2%	45,5%	-35,1%	29,8%	35,5%	36,8%	35,2%	31,9%	29,6%	27,5%	25,5%	23,6%
Dług netto MSSF 16 [mln PLN]	472,3	1016,7	1095,9	1145,0	1316,3	1494,5	1426,7	1347,7	1260,3	1165,9	1064,8	957,5
Dług netto MSR 17 [mln PLN]	472,3	580,1	671,7	712,4	876,2	1046,4	971,2	886,6	795,6	698,0	594,9	486,8
Dług netto/Kapitał własny	148,3%	281,2%	551,0%	404,7%	351,6%	317,6%	254,2%	204,0%	164,9%	133,7%	108,3%	87,3%
Dług netto/EBITDA MSSF 16	296,5%	297,5%	3075,9%	341,1%	352,4%	383,0%	350,8%	322,1%	297,3%	272,8%	248,3%	223,1%
EV [mln PLN]	1 061,7	1 606,1	1 685,4	1 734,5	1 905,8	2 083,9	2 016,2	1 937,2	1 849,8	1 755,3	1 654,3	1 546,9
Dług/EV	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
CAPEX/Przychody	7,1%	5,2%	1,0%	1,0%	1,6%	2,3%	4,3%	4,1%	3,9%	3,7%	3,5%	3,3%
CAPEX/Amortyzacja	229,2%	128,1%	90,3%	172,4%	228,9%	231,2%	109,0%	107,5%	105,3%	103,8%	102,3%	100,7%
Amortyzacja/Przychody	3,1%	2,9%	11,3%	4,3%	4,0%	3,8%	3,6%	3,5%	3,5%	3,4%	3,3%	3,2%
Zmiana KO/Przychody	2,3%	-1,9%	-2,8%	0,5%	0,0%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	8,7%	-9,9%	1,3%	0,8%	-0,1%	-1,3%	-1,6%	-2,9%	-6,2%	-7,9%	-9,0%	-10,1%
MC/S	0,5	0,4	1,2	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P/E	8,9	6,9	-3,6	7,0	6,4	6,1	5,6	5,1	4,9	4,7	4,5	4,4
P/BV	1,9	1,6	3,0	2,1	1,6	1,3	1,1	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA MSSF 16	-	4,7	47,3	5,2	5,1	5,3	5,0	4,6	4,4	4,1	3,9	3,6
EV/EBITDA MSR 17	6,7	5,8	-12,3	6,7	6,5	6,8	6,1	5,6	5,1	4,7	4,3	3,9
EV/EBIT MSSF 16	-	9,5	-11,2	12,0	11,1	11,3	10,3	9,4	8,9	8,3	7,8	7,3
EV/EBIT MSR 17	8,9	7,5	-8,0	9,6	8,9	9,3	8,2	7,4	6,8	6,2	5,6	5,1
EV/S	0,8	1,0	3,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8
Dywidenda [mln PLN]	9,6	12,3	0,0	0,0	0,0	0,0	14,4	15,8	17,3	18,1	18,9	19,5
DPS	0,5	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1
Dyield	1,6%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,4%	2,7%	2,9%	3,1%	3,2%	3,3%
Payout ratio	16,5%	18,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 33,6 PLN.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Krystian Brymora**

Dyrektor Wydziału
tel. (+48) 501 238 443
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl
strategia, chemia, przemysł, energetyka

Michał Fidelus

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

Adrian Górniak

Analityk rynku akcji
tel. (+48) 668 516 977
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel, media

Krzysztof Tkocz

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (+48) 516 086 705
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
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

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprecentowane 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 (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.

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 2Q'20*:		, 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	3 18%	2	67%
Akumuluj	3 18%	0	0%
Trzymaj	2 12%	0	0%
Redukuj	7 41%	1	33%
Sprzedaj	2 12%	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 otrzymują niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiejkolwiek 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 uwzględnił indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

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

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi 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 obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazując 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 przynosząc negatywny 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 jakkolwiek 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 12.06.2020 roku (08:00 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 wycytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanimi 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 12.06.2020 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 jakiejkolwiek 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 powiązanimi 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.