



Dom Maklerski BDM S.A.

ENTER AIR

RAPORT ANALITYCZNY

Wydajemy zalecenie Kupuj dla akcji Enter Air, obniżając jednocześnie cenę docelową do 28,3 PLN/walor (poprzednio 37,1 PLN/akcję). Uważamy, że bieżąca wycena uwzględnia scenariusz negatywnej ścieżki wynikowej w najbliższych kwartałach z powodu COVID-19. Liczymy, że w '21 dojdzie do poprawy otoczenia i zdecydowanej odbudowy rezultatów grupy. Doceniamy model biznesowy spółki, który jest oparty na współpracy z dużymi biurami turystycznymi oraz ograniczeniu kosztów stałych. Głównym ryzykiem jest dla nas wpływ pandemii na płynność grupy, jednak wskazujemy na zmiany w harmonogramie wydatków inwestycyjnych i możliwe wpływy ze strony PFR.

Tegoroczna ścieżka wynikowa będzie pod dużą presją skutków pandemii COVID-19. Pomimo otwarcia granic i wznowienia lotów w poszczególnych krajach, ruch pasażerski, w tym turystyczny, był istotnie mniejszy niż w poprzednich latach.

Szacujemy, że w 3Q'20 spółka wypracowała 84 mln PLN przychodów oraz poniosła 14 mln PLN straty EBITDA MSSF 16 (wg MSR 17 = -59 mln PLN) oraz 37 mln PLN straty netto. Rezultaty całoroczne będą pod dużym peyoratywnym wpływem następstw pandemii koronawirusa. Szacujemy, że w '20 grupa osiągnie ok. 366 mln PLN przychodów i 13 mln PLN straty EBITDA MSSF 16 (wg MSR 17 = -161 mln PLN). Strata netto może być bliska 224 mln PLN. W '21 liczymy na odbudowę popytu na usługi spółki oraz tour-operatorów, dzięki czemu Enter Air znacząco poprawi rezultaty względem '20. Z bieżącej perspektywy estymujemy osiągnięcie ok. 1,21 mld PLN przychodów, 272 mln PLN EBITDA MSSF 16 (wg MSR 17 = 124 mln PLN) oraz 34 mln PLN zysku netto.

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 w wys. max. 400 mln PLN czy banków, ograniczono też wydatki inv.). Wśród potencjalnych zagrożeń dostrzegamy także spowolnienie otoczenia makro, silną koncentrację bazy klientów, konkurencję rynkową, zmiany cen paliw oraz czynniki kształtujące popyt turystyczny.

Warto zwrócić uwagę na podpisanie porozumienia z Boeingiem, które dotyczy m.in. zmiany harmonogramu dostaw nowych maszyn B737-8 MAX, potencjalnego domówienia dodatkowych maszyn w kolejnych latach oraz rozliczenia strat poniesionych w związku z „uziemieniem” części maszyn we wcześniejszych okresach.

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody [mln PLN]	954,9	1 296,1	1 614,7	365,7	1 205,2	1 390,6
EBITDA MSSF 16 [mln PLN]	-	-	341,7	-13,2	272,1	303,3
EBITDA MSR 17 [mln PLN]	90,1	159,3	203,4	-161,1	124,3	149,8
EBIT MSSF 16 [mln PLN]	-	-	168,5	-193,6	88,1	113,2
EBIT MSR 17 [mln PLN]	63,6	118,9	156,3	-205,5	80,4	106,3
Wynik netto [mln PLN]	58,4	66,3	85,0	-223,6	34,1	43,0
P/BV	1,4	1,1	1,0	2,6	2,1	1,6
P/E adj.	6,1	5,3	4,2	-	10,4	8,2
EV/EBITDA MSSF 16	-	-	4,0	-	5,7	5,5
EV/EBITDA MSR 17	7,3	5,2	4,6	-	8,1	7,4
EV/EBIT MSSF 16	-	-	8,1	-	17,7	14,8
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

KUPUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 28,3 PLN

22 PAŹDZIERNIKA 2020, 07:00 CEST

Wycena końcowa [PLN]	28,3
Potencjał do wzrostu / spadku	+40,3%
Koszt kapitału	10,2%
Cena rynkowa [PLN]	20,2
Kapitalizacja [mln PLN]	354,4
Ilość akcji [mln. szt.]	17,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	35,3
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	19,6
Stopa zwrotu za 3 mc	-34,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	-6,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	-61,4%
Akcjonariat (% głosów):	
ENT Investments Ltd	52,5%
NN PTE	10,4%
Investors TFI	8,1%
Generali OFE	7,1%
Pozostali	21,9%

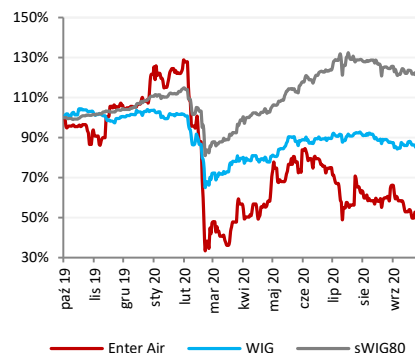
Adrian Górniak

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 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 2Q'20.....	8
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	9
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	11

ENTER AIR		Wskaźniki rynkowe					
Rekomendacja	Kupuj	P/E	2017	2018	2019	2020P	2021P
Wycena końcowa [PLN]	28,3	P/BV	6,1	5,3	4,2	-	10,4
Potencjał do wzrostu / spadku	40,3%	EV/EBITDA MSSF 16	1,4	1,1	1,0	2,6	2,1
Cena rynkowa [PLN]	20,2	EV/EBITDA MSR 17	-	-	4,0	-	5,7
Ilość akcji [mln. szt.]	17,5	EV/EBIT MSSF 16	7,3	5,2	4,6	-	8,1
Kapitalizacja [mln PLN]	354,4	EV/EBIT MSR 17	-	-	8,1	-	17,7
		EV/S	10,3	7,0	6,0	-	12,5
		MC/S	0,7	0,6	0,8	4,4	1,3
			0,4	0,3	0,2	1,0	0,3
		BVPS	14,9	18,1	20,6	7,9	9,8
		EPS	3,3	3,8	4,8	-	1,9
		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'20	2Q'20	3Q'20P	4Q'20P	Wyniki roczne [mln PLN]	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	185,2	447,8	710,5	271,1	207,1	20,6	83,5	54,5	Przychody	955	1296	1615	366	1205
Usługi lotnicze	176,7	434,2	689,4	259,6	199,9	20,4	81,0	52,2	Usługi lotnicze	914	1252	1560	354	1174
Sprzedaż pokładowa	8,5	13,6	21,1	11,5	7,3	0,1	2,5	2,3	Sprzedaż pokładowa	41	44	55	12	31
Zysk brutto ze sprzedaży	27,7	72,5	157,4	-45,5	9,5	-83,2	-58,3	-43,9	Zysk brutto ze sprzedaży	89	166	212	-176	119
SG&A	7,5	9,6	8,3	12,1	7,5	7,4	1,0	2,4	SG&A	25	34	38	18	30
PPO/PKO	0,0	-1,3	0,0	-4,8	0,0	0,7	-0,1	0,0	PPO/PKO	-1	-14	-6	1	-1
EBITDA MSSF 16	66,5	110,8	199,9	-35,4	45,4	-44,6	-13,9	-0,2	EBITDA MSSF 16	-	-	342	-13	272
EBITDA MSR 17	42,2	72,6	156,5	-68,0	15,9	-84,2	-58,8	-34,0	EBITDA MSR 17	90	159	203	-161	124
EBIT MSSF 16	20,2	61,7	149,0	-62,4	2,1	-90,0	-59,3	-46,4	EBIT MSSF 16	-	-	169	-194	88
EBIT MSR 17	26,4	54,1	138,0	-62,3	4,9	-95,3	-70,0	-45,1	EBIT MSR 17	64	119	156	-206	80
Zysk brutto	-11,0	66,8	70,4	-18,4	-94,7	-66,0	-45,0	-66,7	Zysk brutto	73	85	108	-272	42
Zysk netto	-9,0	54,0	59,5	-19,5	-77,0	-56,0	-36,5	-54,0	Zysk netto	58	66	85	-224	34

Wskaźniki	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20P	4Q'20P	Wskaźniki	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody zmiana r/r	46,4%	23,2%	24,0%	16,4%	11,8%	-95,4%	-88,3%	-79,9%	Przychody zmiana r/r	17,8%	35,7%	24,6%	-77,4%	229,5%
EBITDA MSR 17 zmiana r/r	552,0%	33,1%	76,3%	-	-62,4%	-	-	-	EBITDA MSR 17 zmiana r/r	-7,2%	76,8%	27,7%	-	-
Zysk netto zmiana r/r	123,8%	177,0%	-5,7%	-	751,9%	-	-	-	Zysk netto zmiana r/r	26,5%	13,5%	28,3%	-	-
Marża brutto na sprzedaży	15,0%	16,2%	22,1%	-	4,6%	-	-	-	Marża brutto na sprzedaży	9,3%	12,8%	13,1%	-	9,9%
Marża EBITDA MSR 17	22,8%	16,2%	22,0%	-	7,7%	-	-	-	Marża EBITDA MSR 17	9,4%	12,3%	12,6%	-	10,3%
Marża netto	-	12,1%	8,4%	-	-	-	-	-	Marża netto	6,1%	5,1%	5,3%	-	2,8%
									ROE	22,3%	20,8%	23,5%	-	19,8%
									ROA	6,8%	5,6%	4,9%	-	2,1%

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

Źródło: Bloomberg; *na dzień 21.10.2020

Bilans [mln PLN]	2017	2018	2019	2020P	2021P
Aktywa trwałe	697	984	1 518	1 478	1 455
Rzeczowe aktywa trwałe	529	828	973	959	927
Akt. Z tyt. pr. do użytku	0	0	416	466	473
Pozostałe aktywa trwałe	169	157	128	54	54
Aktywa obrotowe	160	209	212	70	130
Zapasy	4	5	6	1	5
Należności krótkoterminowe	64	73	96	22	71
Środki pieniężne	59	100	88	25	32
Pozostałe aktywa obrotowe	33	31	22	22	22
Aktywa razem	857	1 193	1 730	1 548	1 584
Kapitał własny	262	318	362	138	172
Udziały mniejszości	0	0	0	0	0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	596	875	1 368	1 410	1 412
Rezerwy na zobowiązania	12	8	3	7	7
Oprocentowane zobow. długotermin.	312	490	875	1 069	1 042
Zobowiązania długoterminowe inne	99	109	77	42	42
Oprocentowane zobow. krótkotermin.	50	82	230	193	193
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	89	129	121	68	97
Zobowiązania krótkoterminowe inne	33	57	62	31	31
Pasywa razem	857	1 193	1 730	1 548	1 584
Dług netto	303	472	1 017	1 238	1 204
Dług netto / Kapitał własny	1,2	1,5	2,8	9,0	7,0
Dług netto / EBITDA MSSF 16	-	-	3,0	-93,5	4,4

Rachunek przepływu [mln PLN]	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przepływy z działalności operacyjnej	67	210	326	81	240
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-29	-92	-11	-34	-12
Przepływy z działalności finansowej	-96	-77	-327	-111	-221
Przepływy pieniężne netto	-59	41	-12	-64	7

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.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Enter Air dokonaliśmy w oparciu o metodę DCF i metodę porównawczą (odpowiednio 100%/0% udziału w wycenie końcowej; zwracamy uwagę na dużą niepewność prognoz dla grupy porównawczej). Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 28,3 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 22,9 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 497 mln PLN, czyli **28,3 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	497,3	28,3	40,3%
B	Wycena porównawcza	401,3	22,9	13,2%
C = (100%*A + 0%*B)		497,3	28,3	40,3%

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 3%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 6% (poprzednio 5%, branża z dużą ekspozycją na negatywne skutki COVID-19). Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,2x.

Główne założenia modelu:

- Szacujemy, że przychody ze sprzedaży w '20 wyniosą 365,7 mln PLN (negatywny wpływ COVID-19), z kolei w '21 oczekujemy odbicia do 1,21 mld PLN obrotów.

Ścieżka wynikowa w podziale na segmenty [mln PLN]

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	954,9	1 296,1	1 614,7	365,7	1 205,2	1 390,6
Usługi lotnicze	914,0	1 251,9	1 559,9	353,5	1 173,9	1 354,4
Sprzedaż pokładowa	41,0	44,3	54,8	12,2	31,3	36,1
Wynik brutto ze sprzedaży	89,0	166,1	212,1	-175,9	118,9	149,0
Usługi lotnicze	78,6	157,8	203,1	-177,7	120,5	150,8
Sprzedaż pokładowa	10,4	8,3	9,0	1,9	-1,6	-1,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Na poziomie EBITDA spodziewamy się, że spółka poniesie w '20 ok. 13,2 mln PLN straty (wg MSSF 16; wg MSR 17 = -161,1 mln PLN). W '21 estymujemy wzrost wyniku do 272,1 mln PLN (wg MSSF 16; wg MSR 17 = 124,3 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 2020-29 (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- W modelu przyjmujemy, że spółka nie będzie wpłacała dywidendy.
- W inwestycjach kapitałowych uwzględniamy koszt nabycia udziałów w szwajcarskiej linii Chair Airlines (ok. 7,6 mln PLN).
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2029 roku na poziomie 1,0%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2029 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 22.10.2020 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Enter Air na poziomie 497 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 28,3 PLN.

Model DCF

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	365,7	1 205,2	1 390,6	1 482,9	1 572,8	1 640,3	1 675,9	1 704,9	1 731,5	1 755,8
EBIT [mln PLN]	-193,6	88,1	113,2	128,7	139,1	142,1	142,4	142,3	142,0	142,3
Stopa podatkowa	18%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	-34,7	16,7	21,5	24,5	26,4	27,0	27,1	27,0	27,0	27,0
NOPLAT [mln PLN]	-158,9	71,4	91,7	104,3	112,7	115,1	115,3	115,2	115,0	115,2
Amortyzacja, w tym: [mln PLN]	180,4	183,9	190,1	192,5	195,8	199,4	203,1	205,8	207,3	207,9
- prawo do użytkowania	135,9	140,1	146,7	149,2	152,3	155,6	159,0	161,7	163,7	164,9
CAPEX, w tym [mln PLN]	-179,9	-159,9	-348,6	-364,4	-214,6	-217,1	-215,8	-213,8	-210,5	-207,3
- opłaty leasingowe	-147,8	-147,8	-153,5	-159,2	-163,0	-166,6	-167,5	-168,1	-167,6	-166,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	25,7	-23,9	1,3	-0,6	-0,9	-1,4	-1,9	-2,1	-2,2	-2,2
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-1,9	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]	-134,6	71,5	-65,5	-68,2	93,1	96,0	100,7	105,2	109,6	113,6
DFCF [mln PLN]	-133,3	67,4	-58,7	-58,1	75,2	73,5	72,9	71,8	70,4	68,5
Suma DFCF [mln PLN]	249,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 082,5									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 256,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 506,4									
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]	497,3									
Ilość akcji [mln]	17,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	28,3									

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

Przychody zmiana r/r	-77,4%	229,5%	15,4%	6,6%	6,1%	4,3%	2,2%	1,7%	1,6%	1,4%
EBIT zmiana r/r	-214,9%	-145,5%	28,4%	13,8%	8,1%	2,1%	0,2%	-0,1%	-0,2%	0,2%
FCF zmiana r/r	-1938,7%	-153,1%	-191,5%	4,2%	-236,5%	3,2%	4,9%	4,5%	4,1%	3,6%
Marża EBITDA	-3,6%	22,6%	21,8%	21,7%	21,3%	20,8%	20,6%	20,4%	20,2%	19,9%
Marża EBIT	-52,9%	7,3%	8,1%	8,7%	8,8%	8,7%	8,5%	8,3%	8,2%	8,1%
Marża NOPLAT	49,3%	15,3%	13,7%	13,0%	12,5%	12,2%	12,1%	12,1%	12,0%	11,8%
CAPEX / Przychody	49,2%	13,3%	25,1%	24,6%	13,6%	13,2%	12,9%	12,5%	12,2%	11,8%
CAPEX / Amortyzacja	99,7%	86,9%	183,3%	189,3%	109,6%	108,9%	106,3%	103,9%	101,6%	99,7%
Zmiana KO / Przychody	-7,0%	2,0%	-0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	2,1%	2,8%	-0,7%	0,6%	1,0%	2,0%	5,4%	7,1%	8,1%	9,3%

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	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Premia za ryzyko	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
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	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
Udział kapitału własnego	18,4%	22,0%	23,2%	24,2%	27,0%	29,8%	32,6%	36,2%	39,0%	43,3%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	3,7%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Udział kapitału obcego	81,6%	78,0%	76,8%	75,8%	73,0%	70,2%	67,4%	63,8%	61,0%	56,7%
WACC	4,9%	5,1%	5,2%	5,2%	5,4%	5,6%	5,8%	6,0%	6,2%	6,5%

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	13,2	17,7	22,9	29,0	36,2	45,0	55,9	69,8	88,0
	1,0	10,2	14,3	19,0	24,5	31,0	38,9	48,5	60,5	76,0
	1,1	7,3	11,1	15,4	20,4	26,3	33,4	41,9	52,4	65,7
	1,2	4,7	8,2	12,1	16,7	22,0	28,3	35,9	45,2	56,8
	1,3	2,2	5,4	9,1	13,2	18,1	23,8	30,6	38,8	49,0
	1,4	-0,1	2,8	6,2	10,0	14,5	19,6	25,7	33,1	42,0
	1,5	-2,3	0,4	3,5	7,1	11,1	15,8	21,3	27,9	35,8

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	4,00%	16,5	21,4	27,1	33,8	41,9	51,9	64,4	80,5	102,0
	5,00%	10,2	14,3	19,0	24,5	31,0	38,9	48,5	60,5	76,0
	6,00%	4,7	8,2	12,1	16,7	22,0	28,3	35,9	45,2	56,8
	7,00%	-0,1	2,8	6,2	10,0	14,5	19,6	25,7	33,1	42,0
	8,00%	-4,4	-1,8	1,1	4,3	8,0	12,3	17,3	23,2	30,3
	9,00%	-8,2	-5,9	-3,5	-0,7	2,5	6,1	10,2	15,1	20,8
	10,00%	-11,5	-9,6	-7,5	-5,1	-2,4	0,7	4,2	8,2	12,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta								
		0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7
premia za ryzyko	4,00%	64,4	59,9	55,7	51,9	48,4	45,1	42,0	39,2	36,5
	5,00%	51,2	46,7	42,6	38,9	35,5	32,3	29,4	26,8	24,3
	6,00%	40,2	35,8	31,9	28,3	25,1	22,1	19,4	16,9	14,6
	7,00%	30,9	26,7	23,0	19,6	16,6	13,8	11,3	9,0	6,9
	8,00%	23,0	19,0	15,5	12,3	9,5	6,9	4,5	2,4	0,5
	9,00%	16,2	12,4	9,0	6,1	3,4	1,0	-1,1	-3,1	-4,9
	10,00%	10,2	6,6	3,5	0,7	-1,8	-4,0	-6,0	-7,8	-9,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

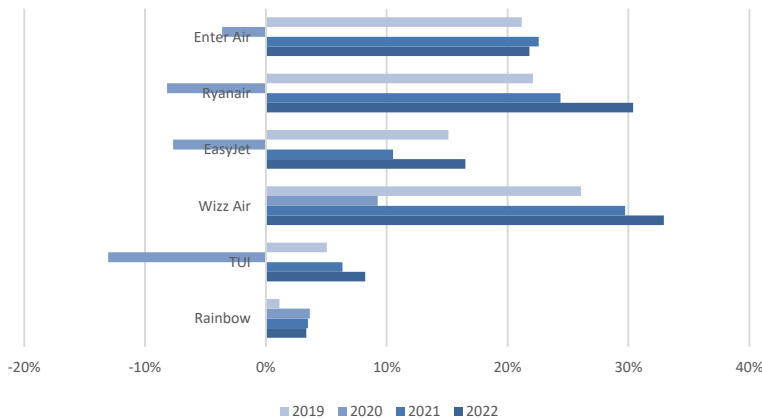
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o prognozy na rok 2021 dla wybranych spółek z branży lotniczej (nie uwzględniamy 2020 roku z racji rozwoju epidemii COVID; epidemię traktujemy jako pewnego rodzaju zdarzenie jednorazowe). W wycenie uwzględniliśmy przewoźników niskokosztowych (Ryanair, 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%). Ostateczna wycena Enter Air metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **22,9 PLN**. W bieżącym raporcie zmniejszyliśmy wagę podejścia w wycenie końcowej w wys. 0% (poprzednio 20%), bowiem w naszej ocenie prognozy dla spółek porównywalnych są obecnie obciążone potencjalnym dużym błędem z racji dynamicznie zmieniających się uwarunkowań (po ustabilizowaniu sytuacji w przyszłości zamierzamy powrócić do 20-30% wagi metody w wycenie końcowej).

Wycena porównawcza [PLN]

	P/E		EV/EBITDA	
	2020	2021	2020	2021
Ryanair	-	16,9	-	9,1
EasyJet	-	-	-	8,8
Wizz Air	-	12,5	-	5,8
TUI	-	-	-	5,8
Rainbow	-	6,8	-	5,5
Mediana	-	12,5	-	5,8
Enter Air	-	10,4	-	5,7
Premia/dyskonto grupa	-	-16,5%	-	-1,5%
Wycena wg wskaźnika	-	24,2	-	21,6
Waga roku	0%	100%	0%	100%
Wycena wg wskaźników	24,2		21,6	
Waga wskaźnika	50%		50%	
Wycena końcowa [PLN]	22,9			

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie marż EBITDA [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI 2Q'20

W 2Q'20 grupa wypracowała 21 mln PLN przychodów, co oznacza spadek o ok. 95% r/r. Wynik brutto spółki wyniósł ok. -83 mln PLN. Na poziomie EBITDA Enter Air zaraportował -45 mln PLN. Strata netto była bliska 56 mln PLN. Spadek wyników względem ubiegłego roku był spowodowany epidemią COVID-19 i wprowadzaniem lock-downami w poszczególnych krajach. W obszarze usług lotniczych spółka osiągnęła 20 mln PLN obrotów, a w części sprzedaży pokładowej ok. 1 mln PLN. Cash flow z działalności operacyjnej wyniósł -103 mln PLN (vs 149 mln PLN przed rokiem). Zauważamy, że istotnemu zwiększeniu względem 4Q'19 uległo zadłużenie netto (wg MSR 17 +111 mln PLN).

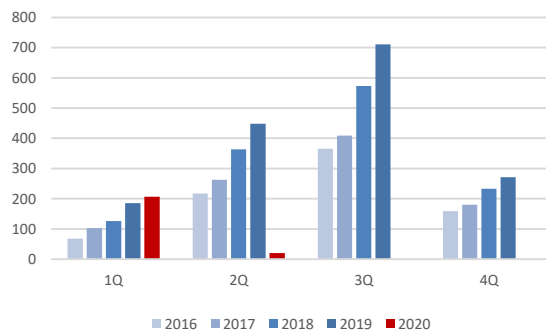
W maju'19 grupa nabyła 49% udziałów w szwajcarskim podmiocie Germania Flug AG. Enter Air zmienił nazwę firmy na Chair Airlines i zmienia jej model biznesowy na B2B. W poprzednich sprawozdaniach podano, że spółka nie planuje obecnie kolejnych akwizycji i zamierza zwiększać udziały w europejskim rynku poprzez posiadane aktywa. Linia posiada we flocie 3 samoloty (Airbus A319).

Wyniki za ostatnie kwartały [mln PLN]

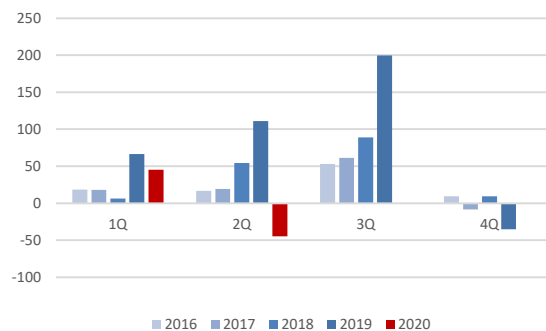
Wyniki Q [mln PLN]	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	2017	2018	2019
Przychody	126	363	573	233	185	448	711	271	207	21	955	1 296	1 615
Usługi lotnicze	121	352	556	224	177	434	689	260	200	20	914	1 252	1 560
Sprzedaż pokładowa	6	12	18	9	9	14	21	12	7	0	41	44	55
Zysk brutto ze sprzedaży	4	56	86	20	28	73	157	-46	10	-83	89	166	212
SG&A	6	8	7	12	8	10	8	12	7	7	25	34	38
PPO/PKO	0	-2	0	2	0	0	0	-6	0	1	-1	0	-7
EBITDA MSSF 16	6	55	89	9	66	111	200	-35	45	-45	90	159	342
EBIT MSSF 16	-2	46	78	-4	20	62	149	-62	2	-90	64	119	169
Zysk brutto	-5	23	82	-15	-11	67	70	-18	-95	-66	73	85	108
Zysk netto	-4	19	63	-12	-9	54	60	-19	-77	-56	58	66	85
Dług (gotówka) netto	387	350	259	472	1210	1132	1085	1017	1142	1231	303	472	1 017
Przychody zmiana r/r	23,2%	38,6%	40,0%	29,0%	46,4%	23,2%	24,0%	16,4%	11,8%	-	18,9%	37,3%	26,4%
Zysk netto zmiana r/r	-	269,0%	44,3%	-	552,0%	33,1%	76,3%	-	-	-	52,0%	16,7%	32,9%
Marża brutto na sprzedaży	3,4%	15,5%	14,9%	8,5%	-1190,4%	33,2%	90,1%	-	4,6%	-	9,3%	12,8%	13,1%
Marża EBITDA*	5,1%	15,0%	15,5%	4,1%	15,0%	16,2%	22,1%	-	21,9%	-	9,4%	12,3%	21,2%
Marża netto	-	5,4%	11,0%	-	35,9%	24,7%	28,1%	-	-	-	6,1%	5,1%	5,3%

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

Przychody w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

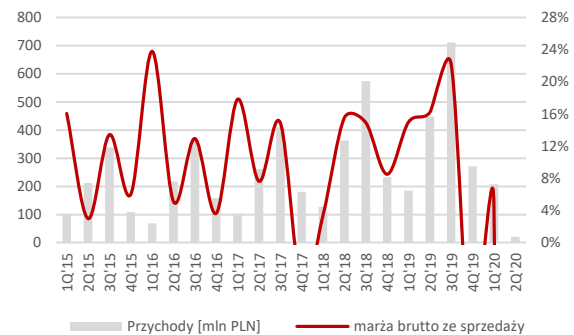


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka
EBITDA w ujęciu kwartalnym [mln PLN]*

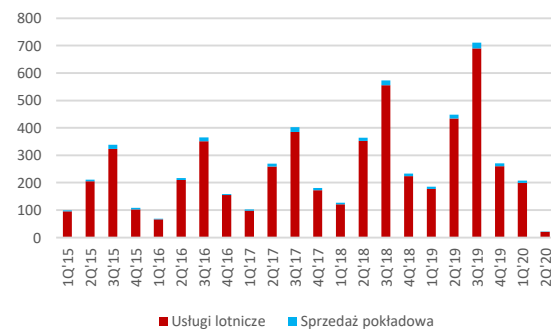


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *wg MSSF 16 od '19

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

Tak jak pisaliśmy w poprzednich raportach, tegoroczna ścieżka wynikowa będzie pod dużą presją skutków pandemii COVID-19. Pomimo otwarcia granic i wznowienia lotów w poszczególnych krajach, ruch pasażerski, w tym turystyczny, był istotnie mniejszy niż w poprzednich latach. Z bieżącej perspektywy wydaje się, że taka sytuacja może się utrzymać także na początku przyszłego roku (katalizatorem mogłoby być szybsze wynalezienie szczepionki, jednak 4Q¹-1Q to standardowo niski sezon w przypadku Enter Air).

Zarząd grupy poinformował, że w celu zachowania płynności zdecydował się m.in. na ograniczenie inwestycji, redukcję kosztów wynagrodzeń czy renowację warunków umów leasingowych w celu zawieszenia płatności rat leasingowych. Warto zwrócić uwagę na podpisanie porozumienia z Boeingiem, które dotyczy m.in. zmiany harmonogramu dostaw nowych maszyn B737-8 MAX, potencjalnego domówienia dodatkowych maszyn w kolejnych latach oraz rozliczenia strat poniesionych w związku z „uziemieniem” części maszyn we wcześniejszych okresach.

W sprawozdaniu finansowym podano, że banki finansujące zaoferowały pozyskanie dodatkowych linii kredytowych (max. ok. 250 mln PLN, przy gwarancji BGK), 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.

Szacujemy, że w 3Q²⁰ spółka wypracowała 84 mln PLN przychodów oraz poniosła 14 mln PLN straty EBITDA MSSF 16 (wg MSR 17 = -59 mln PLN) oraz 37 mln PLN straty netto. Rezultaty całoroczne będą pod dużym pejoratywnym wpływem następstw pandemii koronawirusa. Szacujemy, że w '20 grupa osiągnie ok. 366 mln PLN przychodów i 13 mln PLN straty EBITDA MSSF 16 (wg MSR 17 = -161 mln PLN). Strata netto może być bliska 224 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. 1,21 mld PLN przychodów, 272 mln PLN EBITDA MSSF 16 (wg MSR 17 = 124 mln PLN) oraz 34 mln PLN zysku netto.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20P	4Q'20P	1Q'21P	2Q'21P	3Q'21P	4Q'21P	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	185,2	447,8	710,5	271,1	207,1	20,6	83,5	54,5	94,4	322,0	571,6	217,3	1 614,7	365,7	1 205,2	1 390,6
<i>Usługi lotnicze</i>	176,7	434,2	689,4	259,6	199,9	20,4	81,0	52,2	91,1	320,2	554,6	208,0	1 559,9	353,5	1 173,9	1 354,4
<i>Sprzedaż pokładowa</i>	8,5	13,6	21,1	11,5	7,3	0,1	2,5	2,3	3,3	1,8	17,0	9,2	54,8	12,2	31,3	36,1
Wynik brutto ze sprzedaży	27,7	72,5	157,4	-45,5	9,5	-83,2	-58,3	-43,9	-24,9	61,1	113,2	-30,5	212,1	-175,9	118,9	149,0
<i>Usługi lotnicze</i>	25,5	69,4	153,6	-45,4	7,7	-82,9	-58,7	-43,9	-25,7	66,3	110,3	-30,3	203,1	-177,7	120,5	150,8
<i>Sprzedaż pokładowa</i>	2,2	3,2	3,7	-0,1	1,8	-0,3	0,4	0,0	0,8	-5,2	3,0	-0,1	9,0	1,9	-1,6	-1,8
EBITDA MSSF 16	66,5	110,8	199,9	-35,4	45,4	-44,6	-13,9	-0,2	17,7	96,3	151,9	6,2	341,7	-13,2	272,1	303,3
EBITDA MSR 17	42,2	72,6	156,5	-68,0	15,9	-84,2	-58,8	-34,0	-11,9	56,7	107,0	-27,6	203,4	-161,1	124,3	149,8
EBIT MSSF 16	20,2	61,7	149,0	-62,4	2,1	-90,0	-59,3	-46,4	-28,4	50,8	106,1	-40,3	168,5	-193,6	88,1	113,2
EBIT MSR 17	26,4	54,1	138,0	-62,3	4,9	-95,3	-70,0	-45,1	-23,0	45,7	96,1	-38,4	156,3	-205,5	80,4	106,3
Wynik brutto	-11,0	66,8	70,4	-18,4	-94,7	-66,0	-45,0	-66,7	-31,8	36,5	91,8	-54,5	107,8	-272,4	42,1	53,1
Wynik netto	-9,0	54,0	59,5	-19,5	-77,0	-56,0	-36,5	-54,0	-25,8	29,6	74,4	-44,1	85,0	-223,6	34,1	43,0
marża brutto ze sprzedaży	15,0%	16,2%	22,1%	-	4,6%	-	-	-	-	19,0%	19,8%	-	13,1%	-	9,9%	10,7%
marża EBITDA MSSF 16	35,9%	24,7%	28,1%	-	21,9%	-	-	-	18,7%	29,9%	26,6%	2,9%	21,2%	-	22,6%	21,8%
marża EBITDA MSR 17	22,8%	16,2%	22,0%	-	7,7%	-	-	-	-	17,6%	18,7%	-	12,6%	-	10,3%	10,8%
marża EBIT MSSF 16	10,9%	13,8%	21,0%	-	1,0%	-	-	-	-	15,8%	18,6%	-	10,4%	-	7,3%	8,1%
marża netto	-	12,1%	8,4%	-	-	-	-	-	-	9,2%	13,0%	-	5,3%	-	2,8%	3,1%

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	365,7	1 205,2	1 390,6	1 482,9	1 572,8	1 640,3	1 675,9	1 704,9	1 731,5	1 755,8
<i>Usługi lotnicze</i>	914,0	1 251,9	1 559,9	353,5	1 173,9	1 354,4	1 444,4	1 531,9	1 597,7	1 632,3	1 660,6	1 686,5	1 710,2
<i>Sprzedaż pokładowa</i>	41,0	44,3	54,8	12,2	31,3	36,1	38,5	40,9	42,6	43,5	44,3	45,0	45,6
Wynik brutto ze sprzedaży	89,0	166,1	212,1	-175,9	118,9	149,0	166,9	179,6	184,3	185,5	186,1	186,5	187,4
<i>Usługi lotnicze</i>	78,6	157,8	203,1	-177,7	120,5	150,8	168,9	181,7	186,6	187,9	188,6	189,1	190,1
<i>Sprzedaż pokładowa</i>	10,4	8,3	9,0	1,9	-1,6	-1,8	-2,0	-2,2	-2,3	-2,4	-2,5	-2,6	-2,6
EBITDA MSSF 16	90,1	159,3	341,7	-13,2	272,1	303,3	321,3	335,0	341,5	345,4	348,1	349,3	350,2
EBITDA MSR 17	90,1	159,3	203,4	-161,1	124,3	149,8	162,0	172,0	174,9	177,9	180,0	181,7	183,7
EBIT MSSF 16	63,6	118,9	168,5	-193,6	88,1	113,2	128,7	139,1	142,1	142,4	142,3	142,0	142,3
EBIT MSR 17	63,6	118,9	156,3	-205,5	80,4	106,3	118,8	128,5	131,2	133,9	135,9	138,1	140,8
Wynik brutto	73,0	84,6	107,8	-272,4	42,1	53,1	64,1	72,8	77,3	79,2	83,0	86,3	89,9
Wynik netto	58,4	66,3	85,0	-223,6	34,1	43,0	51,9	59,0	62,6	64,1	67,2	69,9	72,8
marża brutto ze sprzedaży	9,3%	12,8%	13,1%	-	9,9%	10,7%	11,3%	11,4%	11,2%	11,1%	10,9%	10,8%	10,7%
marża EBITDA MSSF 16	9,4%	12,3%	21,2%	-	22,6%	21,8%	21,7%	21,3%	20,8%	20,6%	20,4%	20,2%	19,9%
marża EBITDA MSR 17	9,4%	12,3%	12,6%	-	10,3%	10,8%	10,9%	10,9%	10,7%	10,6%	10,6%	10,5%	10,5%
marża EBIT MSSF 16	6,7%	9,2%	10,4%	-	7,3%	8,1%	8,7%	8,8%	8,7%	8,5%	8,3%	8,2%	8,1%
marża netto	6,1%	5,1%	5,3%	-	2,8%	3,1%	3,5%	3,7%	3,8%	3,8%	3,9%	4,0%	4,1%

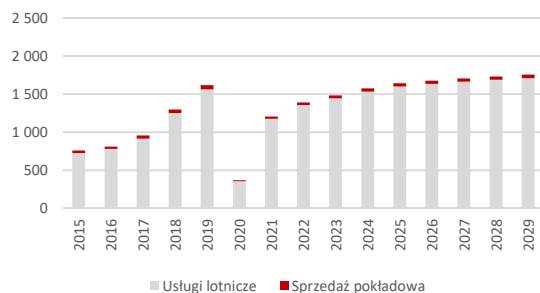
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 12.06.2020 [mln PLN]

	2020P			2021P			2022P		
	stara	nowa	zmiana	stara	nowa	zmiana	stara	nowa	zmiana
Przychody	495,4	365,7	-26,2%	1 360,6	1 205,2	-11,4%	1 572,2	1 390,6	-11,6%
Usługi lotnicze	475,8	353,5	-25,7%	1 313,3	1 173,9	-10,6%	1 517,6	1 354,4	-10,8%
Sprzedaż pokładowa	19,6	12,2	-37,9%	47,2	31,3	-33,7%	54,6	36,1	-33,8%
Wynik brutto ze sprzedaży	-133,8	-175,9	-	178,1	118,9	-33,2%	210,6	149,0	-29,3%
Usługi lotnicze	-136,7	-177,7	-	170,1	120,5	-29,2%	201,4	150,8	-25,1%
Sprzedaż pokładowa	3,0	1,9	-38,0%	8,0	-1,6	-	9,2	-1,8	-
EBITDA MSSF 16	35,6	-13,2	-	335,7	272,1	-18,9%	373,5	303,3	-18,8%
EBITDA MSR 17	-102,7	-161,1	-	194,5	124,3	-36,1%	226,7	149,8	-33,9%
EBIT MSSF 16	-150,7	-193,6	-	144,5	88,1	-39,0%	171,5	113,2	-34,0%
EBIT MSR 17	-158,5	-205,5	-	136,2	80,4	-40,9%	164,0	106,3	-35,2%
Wynik brutto	-200,9	-272,4	-	103,8	42,1	-59,5%	112,9	53,1	-52,9%
Wynik netto	-162,7	-223,6	-	84,1	34,1	-59,5%	91,5	43,0	-53,0%
Marża brutto ze sprzedaży	-	-	-	13,1%	9,9%	-	13,4%	10,7%	-
Marża EBITDA MSSF 16	7,2%	-	-	24,7%	22,6%	-	23,8%	21,8%	-
Marża EBITDA MSR 17	-	-	-	14,3%	10,3%	-	14,4%	10,8%	-
Marża EBIT MSSF 16	-	-	-	10,6%	7,3%	-	10,9%	8,1%	-
Marża zysku netto	-	-	-	6,2%	2,8%	-	5,8%	3,1%	-

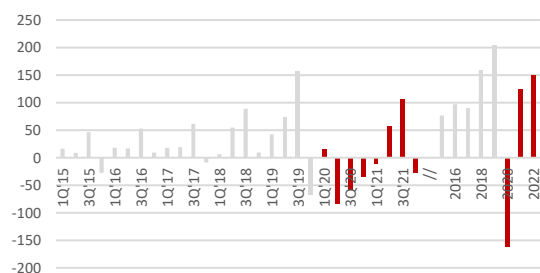
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody w podziale na segmenty [mln PLN]



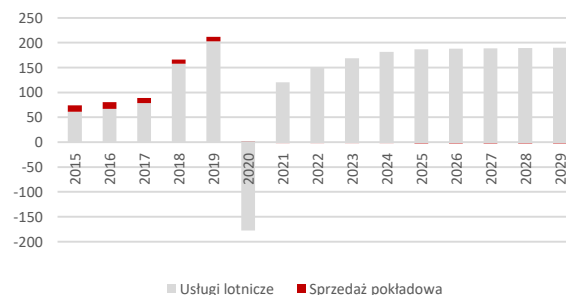
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA w kolejnych okresach [mln PLN]*



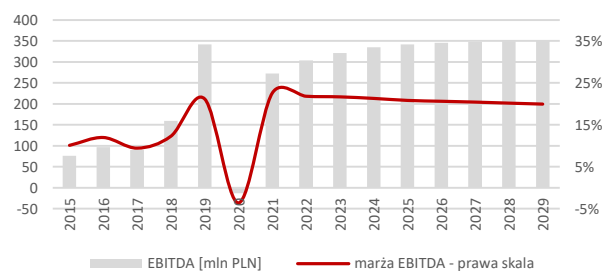
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *dane wg MSR 17

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBITDA w okresie prognozy*



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *MSSF 16 od '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	1 478,1	1 454,8	1 614,2	1 787,0	1 806,6	1 825,2	1 838,9	1 847,9	1 852,2	1 852,7
RzAT	827,5	972,8	958,8	927,0	1 078,6	1 240,5	1 248,6	1 255,4	1 259,6	1 261,2	1 260,5	1 258,4
Aktywo z tyt. pr. do użytkowania	0,0	416,4	465,7	473,4	480,2	490,2	500,9	511,8	520,2	526,7	530,6	532,1
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	53,6	54,4	55,3	56,2	57,1	58,1	59,1	60,1	61,1	62,1
Aktywa obrotowe	209,1	212,0	69,9	129,6	131,0	122,3	137,0	154,8	174,0	146,8	179,5	144,5
Zapasy	4,9	6,0	1,4	4,5	5,2	5,5	5,9	6,1	6,3	6,4	6,5	6,6
Należności z tyt. dostaw	73,2	95,6	21,7	71,4	82,3	87,8	93,1	97,1	99,2	101,0	102,5	104,0
Środki pieniężne	100,4	88,5	24,8	31,7	21,3	6,9	15,9	29,4	46,4	17,3	48,4	11,9
Pozostałe aktywa obrotowe	30,5	21,9	22,1	22,1	22,1	22,1	22,1	22,1	22,1	22,1	22,1	22,1
Kapitał własny	318,3	361,6	138,0	172,1	215,1	267,0	326,0	388,6	452,7	519,9	589,9	662,7
Zobowiązania długoterminowe	600,5	953,4	1 111,3	1 084,7	1 199,0	1 315,8	1 296,0	1 276,6	1 254,7	1 230,8	1 204,3	1 175,5
Zobowiązania finansowe	490,3	874,7	1 069,0	1 042,5	1 156,8	1 273,5	1 253,8	1 234,4	1 212,5	1 188,5	1 162,1	1 133,3
Pozostałe zob. długoterminowe	110,3	78,7	42,2	42,2	42,2	42,2	42,2	42,2	42,2	42,2	42,2	42,2
Zobowiązania krótkoterminowe	274,4	414,7	298,7	327,7	331,0	326,5	321,6	314,8	305,5	244,0	237,5	159,0
Zobowiązania finansowe	82,4	230,4	193,5	193,5	183,8	174,1	164,5	154,8	145,1	83,8	77,8	0,0
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	128,9	120,9	68,0	97,0	109,9	115,2	120,0	122,8	123,2	122,9	122,5	121,7
Pozostałe zob. krótkoterminowe	63,2	63,3	37,2	37,2	37,2	37,2	37,2	37,2	37,2	37,2	37,2	37,2
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	365,7	1 205,2	1 390,6	1 482,9	1 572,8	1 640,3	1 675,9	1 704,9	1 731,5	1 755,8
Koszty wytworzenia	1 130,0	1 402,5	541,6	1 086,3	1 241,6	1 316,0	1 393,2	1 456,1	1 490,4	1 518,8	1 545,0	1 568,4
Wynik brutto ze sprzedaży	166,1	212,1	-175,9	118,9	149,0	166,9	179,6	184,3	185,5	186,1	186,5	187,4
Koszty SG&A	33,6	37,6	18,3	29,8	34,4	36,7	38,9	40,6	41,4	42,2	42,8	43,4
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-13,6	-6,0	0,6	-1,0	-1,4	-1,5	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7	-1,8
EBITDA MSSF 16	-	341,7	-13,2	272,1	303,3	321,3	335,0	341,5	345,4	348,1	349,3	350,2
EBITDA MSR 17	159,3	203,4	-161,1	124,3	149,8	162,0	172,0	174,9	177,9	180,0	181,7	183,7
EBIT MSSF 16	-	168,5	-193,6	88,1	113,2	128,7	139,1	142,1	142,4	142,3	142,0	142,3
Saldo finansowe	-34,3	-74,9	-70,8	-46,9	-60,9	-65,6	-67,3	-65,8	-64,2	-60,3	-56,7	-53,4
Wynik brutto	84,6	107,8	-272,4	42,1	53,1	72,8	77,3	79,2	79,2	83,0	86,3	89,9
Wynik netto	66,3	85,0	-223,6	34,1	43,0	51,9	59,0	62,6	64,1	67,2	69,9	72,8
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
CF operacyjny	210,1	325,8	81,3	240,2	294,5	308,5	320,3	325,4	328,5	330,3	330,7	330,8
CF inwestycyjny	-92,2	-11,0	-34,0	-12,1	-195,1	-205,2	-51,6	-50,5	-48,3	-45,7	-42,9	-40,9
CF finansowy	-76,6	-326,7	-111,0	-221,3	-109,8	-117,8	-259,6	-261,4	-263,3	-313,6	-256,7	-326,5
CF netto	41,2	-11,9	-63,7	6,9	-10,4	-14,4	9,0	13,5	17,0	-29,1	31,1	-36,6
Środki pieniężne na początek okresu	58,9	100,4	88,5	24,8	31,7	21,3	6,9	15,9	29,4	46,4	17,3	48,4
Środki pieniężne na koniec okresu	100,4	88,5	24,8	31,7	21,3	6,9	15,9	29,4	46,4	17,3	48,4	11,9
Dynamiki / marże / wskaźniki	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody zmiana r/r	35,7%	24,6%	-77,4%	229,5%	15,4%	6,6%	6,1%	4,3%	2,2%	1,7%	1,6%	1,4%
EBITDA MSSF 16 zmiana r/r	-	-	-103,9%	-215,5%	11,5%	5,9%	4,3%	2,0%	1,1%	0,8%	0,3%	0,3%
Wynik netto zmiana r/r	13,5%	28,3%	-363,0%	-115,2%	26,3%	20,6%	13,6%	6,2%	2,4%	4,8%	4,1%	4,1%
Marża brutto na sprzedaży	12,8%	13,1%	-48,1%	9,9%	10,7%	11,3%	11,4%	11,2%	11,1%	10,9%	10,8%	10,7%
Marża EBITDA MSSF 16	-	21,2%	-3,6%	22,6%	21,8%	21,7%	21,3%	20,8%	20,6%	20,4%	20,2%	19,9%
Marża EBITDA MSR 17	12,3%	12,6%	-44,0%	10,3%	10,8%	10,9%	10,7%	10,6%	10,6%	10,6%	10,5%	10,5%
Marża netto	5,1%	5,3%	-61,1%	2,8%	3,1%	3,5%	3,7%	3,8%	3,8%	3,9%	4,0%	4,1%
ROE	20,8%	23,5%	-162,0%	19,8%	20,0%	19,4%	18,1%	16,1%	14,2%	12,9%	11,9%	11,0%
ROA	5,6%	4,9%	-14,4%	2,1%	2,5%	2,7%	3,0%	3,2%	3,2%	3,4%	3,4%	3,6%
Odsetki/EBIT	29,2%	45,5%	-37,4%	53,3%	54,0%	51,0%	48,4%	46,3%	45,2%	42,5%	40,0%	37,7%
Dług netto MSSF 16 [mln PLN]	472,3	1016,7	1237,7	1204,3	1319,3	1440,8	1402,3	1359,7	1311,2	1255,0	1191,5	1121,4
Dług netto MSR 17 [mln PLN]	472,3	580,1	688,6	647,5	755,6	867,1	818,1	764,5	707,5	644,9	577,5	505,9
Dług netto/Kapitał własny	148,3%	281,2%	896,7%	699,8%	613,3%	539,6%	430,2%	349,9%	289,6%	241,4%	202,0%	169,2%
Dług netto/EBITDA MSSF 16	296,5%	297,5%	-9349,8%	442,6%	435,0%	448,5%	418,7%	398,2%	379,6%	360,5%	341,1%	320,3%
EV [mln PLN]	826,6	1 371,1	1 592,1	1 558,7	1 673,7	1 795,2	1 756,7	1 714,1	1 665,6	1 609,4	1 545,9	1 475,8
Dług/EV	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
CAPEX/Przychody	7,1%	5,2%	0,4%	1,0%	1,6%	2,3%	3,3%	3,1%	2,9%	2,7%	2,5%	2,3%
CAPEX/Amortyzacja	229,2%	128,1%	99,7%	86,9%	183,3%	189,3%	109,6%	108,9%	106,3%	103,9%	101,6%	99,7%
Amortyzacja/Przychody	3,1%	2,9%	12,1%	3,6%	3,1%	2,9%	2,8%	2,7%	2,6%	2,6%	2,5%	2,4%
Zmiana KO/Przychody	2,3%	-1,9%	7,0%	-2,0%	0,1%	0,0%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	8,7%	-9,9%	-2,1%	-2,8%	0,7%	-0,6%	-1,0%	-2,0%	-5,4%	-7,1%	-8,1%	-9,3%
MC/S	0,3	0,2	1,0	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
P/E	5,3	4,2	-	10,4	8,2	6,8	6,0	5,7	5,5	5,3	5,1	4,9
P/BV	1,1	1,0	2,6	2,1	1,6	1,3	1,1	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA MSSF 16	-	4,0	-	5,7	5,5	5,6	5,2	5,0	4,8	4,6	4,4	4,2
EV/EBITDA MSR 17	5,2	4,6	-	8,1	7,4	7,5	6,8	6,4	6,0	5,6	5,1	4,7
EV/EBIT MSSF 16	-	8,1	-	17,7	14,8	13,9	12,6	12,1	11,7	11,3	10,9	10,4
EV/EBIT MSR 17	7,0	6,0	-	12,5	10,4	10,3	9,1	8,5	7,9	7,4	6,7	6,1
EV/S	0,6	0,8	4,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8
Dywidenda [mln PLN]	9,6	12,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DPS	0,5	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dyield	2,7%	3,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Payout ratio	16,5%	18,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 20,2 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
Kupuj	28,3	Akumuluj	37,1	22.10.2020*	07:00 CEST	20,2	47 912
Akumuluj	37,1	Kupuj	52,2	12.06.2020*	08:00 CEST	33,6	51 487
Kupuj	52,2	Kupuj	48,4	11.12.2019*	10:40 CEST	44,4	55 530
Kupuj	48,4	Akumuluj	41,0	09.10.2019*	14:35 CEST	37,5	56 233
Akumuluj	41,0	---	---	26.07.2019*	13:57 CEST	36,2	60 151

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

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 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'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	60%	0	0%
Akumuluj	1	20%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	20%	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/gowpa>). 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 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 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 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 wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfela inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący 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 portfela 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 22.10.2020 roku (07:00 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 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 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 rekomendację okazały się nieaktualne, 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 zbliżone 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 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 21.10.2020 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 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 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 zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.