



Dom Maklerski BDM S.A.

## ENTER AIR

### RAPORT ANALITYCZNY

Wydajemy zalecenie Trzymaj dla akcji Enter Air, podwyższając jednocześnie cenę docelową do 41,8 PLN/walor (poprzednio 28,3 PLN/akcje; obniżyliśmy premię za ryzyko z 6% do 5%). Uważamy, że bieżąca wycena uwzględnia scenariusz odbudowy wyników względem 2020 roku. Spodziewamy się jednak, że tegoroczne rezultaty nie będą tak dobre jak prognozowaliśmy w poprzednim raporcie (spółka cały czas nie poinformowała o umowach z tour-operatorami), zwłaszcza w 1H'21. Z pozytywów wskazujemy na otrzymanie pożyczki od PFR w wys. 287 mln PLN. Głównym ryzykiem pozostaje kwestia wpływu COVID-19 na wyniki grupy i odbudowę ruchu turystycznego.

Początek roku był pod mocnym wpływem obostrzeń przez co zakładamy, że w 1Q'21 liczba wykonanych połączeń zmniejszyła się o ok. 70% r/r (1Q'20 nie był zbyt mocno obciążony negatywnymi skutkami pandemii). Mogło się to przełożyć na wypracowanie 71 mln PLN przychodów, ok. 17 mln PLN EBITDA MSSF 16 (wg MSR 17 = -13 mln PLN; model biznesowy grupy umożliwia w miarę elastyczne zarządzanie kosztami) oraz 24 mln PLN straty netto.

W modelu przyjmujemy, że całościowo rok 2021 przyniesie odbudowę popytu na usługi spółki oraz tour-operatorów (nie zakładamy jednak powrotu do liczby lotów z 2019 roku; oczekujemy, że prowadzone szczepienia pozwolą na osiągnięcie zadowalających wyników w 2H'21), dzięki czemu Enter Air znacząco poprawi rezultaty względem '20. Z bieżącej perspektywy estymujemy osiągnięcie ok. 1,04 mld PLN przychodów, 239 mln PLN EBITDA MSSF 16 (wg MSR 17 = 88 mln PLN) oraz 13 mln PLN zysku netto. Z kolei w '22 szacujemy ok. 1,3 mld PLN przychodów, ok. 289 mln PLN EBITDA MSSF 16 i 33 mln PLN wyniku netto. Pod kątem płynnościowym zwracamy uwagę na uzyskanie pożyczki od PFR w wys. 287 mln PLN.

Podstawowym ryzykiem dla naszych prognoz są następstwa COVID-19 i tempo odbudowy ruchu pasażerskiego/turystycznego w kolejnych okresach. Wśród potencjalnych zagrożeń dostrzegamy także spowolnienie otoczenia makro, silną koncentrację bazy klientów, konkurencję rynkową, zmiany cen paliw oraz czynniki kształtujące popyt turystyczny.

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023
Przychody [mln PLN]	1 296,1	1 614,7	470,5	1 037,6	1 294,2	1 407,0
EBITDA MSSF 16 [mln PLN]	-	341,7	23,9	238,5	289,3	313,5
EBITDA MSR 17 [mln PLN]	159,3	203,4	-126,4	88,2	120,6	134,8
EBIT MSSF 16 [mln PLN]	-	168,5	-150,5	80,3	127,8	141,1
EBIT MSR 17 [mln PLN]	118,9	156,3	-171,4	46,3	79,1	93,2
Wynik netto [mln PLN]	66,3	85,0	-154,1	12,6	32,8	41,6
P/BV	2,3	2,0	3,5	3,3	2,9	2,5
P/E adj.	10,9	8,5	-	57,1	22,0	17,4
EV/EBITDA MSSF 16	-	5,1	82,2	8,2	7,3	7,3
EV/EBITDA MSR 17	7,5	6,4	-	14,9	11,7	11,4
EV/EBIT MSSF 16	-	10,3	-	24,4	16,6	16,2
DPS	0,5	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0

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

## TRZYMAJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 41,8 PLN

13 MAJA 2021, 07:00 CEST

Wycena końcowa [PLN]	41,8
Potencjał do wzrostu / spadku	+1,6%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	41,2
Kapitalizacja [mln PLN]	721,9
Ilość akcji [mln. szt.]	17,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	44,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	26,2
Stopa zwrotu za 3 mc	+8,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	+61,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	+54,9%
Akcjonariat (% głosów):	
ENT Investments Ltd	52,5%
NN PTE	10,4%
Investors TFI	8,1%
Generali OFE	7,1%
Pozostali	21,9%

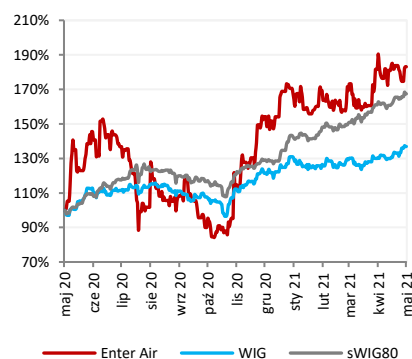
Adrian Górniak

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 .....	8
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI .....	11

ENTER AIR		Wskaźniki rynkowe					
Rekomendacja	Trzymaj	P/E	2018	2019	2020	2021P	2022P
Wycena końcowa [PLN]	41,8	P/BV	2,3	2,0	3,5	3,3	2,9
Potencjał do wzrostu / spadku	1,6%	EV/EBITDA MSSF 16	-	5,1	82,2	8,2	7,3
Cena rynkowa [PLN]	41,2	EV/EBITDA MSR 17	7,5	6,4	-	14,9	11,7
Ilość akcji [mln. szt.]	17,5	EV/EBIT MSSF 16	-	10,3	-	24,4	16,6
Kapitalizacja [mln PLN]	721,9	EV/EBIT MSR 17	10,0	8,3	-	28,3	17,9
		EV/S	0,9	1,1	4,2	1,9	1,6
		MC/S	0,6	0,4	1,5	0,7	0,6
		BVPS	18,1	20,6	11,8	12,5	14,3
		EPS	3,8	4,8	-8,8	0,7	1,9
		DPS (w danym roku)	0,5	0,7	0,0	0,0	0,0

Wyniki Q [mln PLN]	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21P	2Q'21P	3Q'21P	4Q'21P	Wyniki roczne [mln PLN]	2018	2019	2020	2021P	2022P
Przychody	207,1	20,6	189,3	53,6	70,8	221,3	532,1	213,4	Przychody	1 296	1 615	471	1 038	1 294
Usługi lotnicze	199,9	20,4	183,1	49,9	68,3	220,1	514,6	199,0	Usługi lotnicze	1 252	1 560	453	1 002	1 250
Sprzedaż pokładowa	7,3	0,1	6,2	3,6	2,5	1,2	17,4	14,4	Sprzedaż pokładowa	44	55	17	36	44
Zysk brutto ze sprzedaży	9,5	-83,2	27,2	-77,9	-19,7	43,8	130,4	-21,5	Zysk brutto ze sprzedaży	166	212	-124	133	194
SG&A	7,5	7,4	8,3	4,8	2,6	6,9	23,3	19,2	SG&A	34	38	28	52	65
PPO/PKO	0,0	0,7	-7,0	8,2	-0,1	-0,2	-0,4	-0,2	PPO/PKO	-14	-6	2	-1	-1
EBITDA MSSF 16	45,4	-44,6	50,2	-27,2	16,9	75,8	146,3	-0,5	EBITDA MSSF 16	-	342	24	238	289
EBITDA MSR 17	15,9	-84,2	5,3	-63,3	-12,7	36,2	101,3	-36,7	EBITDA MSR 17	159	203	-126	88	121
EBIT MSSF 16	2,1	-90,0	11,9	-74,5	-22,3	36,7	106,7	-40,8	EBIT MSSF 16	-	169	-151	80	128
EBIT MSR 17	4,9	-95,3	1,2	-82,2	-23,3	25,7	90,9	-47,0	EBIT MSR 17	119	156	-171	46	79
Zysk brutto	-94,7	-66,0	32,9	-60,2	-29,5	17,6	87,5	-60,0	Zysk brutto	85	108	-188	16	40
Zysk netto	-77,0	-56,0	34,9	-56,0	-23,9	14,3	70,9	-48,6	Zysk netto	66	85	-154	13	33

Wskaźniki	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21P	2Q'21P	3Q'21P	4Q'21P	Wskaźniki	2018	2019	2020	2021P	2022P
Przychody zmiana r/r	11,8%	-95,4%	-73,4%	-80,2%	-65,8%	976,5%	181,1%	298,4%	Przychody zmiana r/r	35,7%	24,6%	-70,9%	120,5%	24,7%
EBITDA MSSF 16 zmiana r/r	-31,7%	-	-74,9%	-	-62,9%	-	191,3%	-	EBITDA MSSF 16 zmiana r/r	76,8%	27,7%	-162,1%	-169,8%	36,8%
Zysk netto zmiana r/r	-	-	-41,3%	-	-	-	102,8%	-	Zysk netto zmiana r/r	13,5%	28,3%	-	-	159,2%
Marża brutto na sprzedaży	4,6%	-	14,4%	-	-	19,8%	24,5%	-	Marża brutto na sprzedaży	12,8%	13,1%	-	12,8%	15,0%
Marża EBITDA MSSF 16	21,9%	-	26,5%	-	23,8%	34,2%	27,5%	-	Marża EBITDA MSSF 16	12,3%	12,6%	-	8,5%	9,3%
Marża netto	-	-	18,5%	-	-	6,5%	13,3%	-	Marża netto	5,1%	5,3%	-	1,2%	2,5%
									ROE	20,8%	23,5%	-	5,8%	13,0%
									ROA	5,6%	4,9%	-	0,6%	1,5%

Konsensus [mln PLN]*	2021P	2022P
Przychody	-	-
EBITDA	-	-
EBIT	-	-
Zysk netto	-	-
marża EBITDA	-	-

Źródło: Bloomberg; \*na dzień 13.05.2021

Bilans [mln PLN]	2018	2019	2020	2021P	2022P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>984</b>	<b>1 518</b>	<b>1 575</b>	<b>1 578</b>	<b>1 779</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	828	973	934	902	1 054
Akt. Z tyt. pr. do użytku	0	416	523	557	605
Pozostałe aktywa trwałe	157	128	118	119	120
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>209</b>	<b>212</b>	<b>136</b>	<b>482</b>	<b>455</b>
Zapasy	5	6	4	9	11
Należności krótkoterminowe	73	96	41	91	113
Środki pieniężne	100	88	79	371	318
Pozostałe aktywa obrotowe	31	22	13	13	13
<b>Aktywa razem</b>	<b>1 193</b>	<b>1 730</b>	<b>1 711</b>	<b>2 060</b>	<b>2 234</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>318</b>	<b>362</b>	<b>206</b>	<b>219</b>	<b>252</b>
Udziały mniejszości	0	0	0	0	0
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>875</b>	<b>1 368</b>	<b>1 505</b>	<b>1 841</b>	<b>1 982</b>
Rezerwy na zobowiązania	8	3	2	2	2
Oprocentowane zobow. długotermin.	490	875	940	1 348	1 452
Zobowiązania długoterminowe inne	109	77	35	35	35
Oprocentowane zobow. krótkotermin.	82	230	382	263	263
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	129	121	111	158	196
Zobowiązania krótkoterminowe inne	57	62	35	35	35
<b>Pasywa razem</b>	<b>1 193</b>	<b>1 730</b>	<b>1 711</b>	<b>2 060</b>	<b>2 234</b>
<b>Dług netto</b>	<b>472</b>	<b>1 017</b>	<b>1 243</b>	<b>1 241</b>	<b>1 397</b>
Dług netto / Kapitał własny	1,5	2,8	6,0	5,7	5,6
Dług netto / EBITDA MSSF 16	-	3,0	52,0	5,2	4,8

Rachunek przepływu [mln PLN]	2018	2019	2020	2021P	2022P
Przepływy z działalności operacyjnej	210	326	73	229	294
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-92	-11	-21	-10	-193
Przepływy z działalności finansowej	-77	-327	-64	74	-153
Przepływy pieniężne netto	41	-12	-12	292	-52

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 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 41,8 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 39,4 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 733 mln PLN, czyli **41,8 PLN/akcję**.

### Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	733,4	41,8	1,6%
B	Wycena porównawcza	691,8	39,4	-4,2%
<b>C = (100%*A + 0%*B) Wycena końcowa</b>		<b>733,4</b>	<b>41,8</b>	<b>1,6%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA DCF

Wyceny akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10-letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopach zwrotu wolnych od ryzyka (na poziomie 3%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5% (poprzednio 6%; premię w wys. 5% stosowaliśmy we wcześniejszych rekomendacjach dla Enter Air; spółka uzyskała pożyczkę płynnościową w wys. 289 mln PLN, co naszym zdaniem obniża ryzyko upadłości). Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,2x.

### Główne założenia modelu:

- Szacujemy, że przychody ze sprzedaży w '21 wyniosą 1,04 mld PLN (negatywny wpływ COVID-19 gł. w 1H'21; w '20 wypracowano 470 mln PLN), z kolei w '22 oczekujemy dalszego odbicia do 1,3 mld PLN obrotów.

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

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Przychody</b>	<b>1 296,1</b>	<b>1 614,7</b>	<b>470,5</b>	<b>1 037,6</b>	<b>1 294,2</b>	<b>1 407,0</b>
Usługi lotnicze	1 251,9	1 559,9	453,3	1 002,0	1 249,9	1 358,8
Sprzedaż pokładowa	44,3	54,8	17,2	35,5	44,3	48,2
<b>Wynik brutto ze sprzedaży</b>	<b>166,1</b>	<b>212,1</b>	<b>-124,4</b>	<b>133,0</b>	<b>193,8</b>	<b>212,8</b>
Usługi lotnicze	157,8	203,1	-127,8	129,3	189,2	208,0
Sprzedaż pokładowa	8,3	9,0	3,4	3,7	4,5	4,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Na poziomie EBITDA spodziewamy się, że spółka poniesie w '21 ok. 239 mln PLN (wg MSSF 16; wg MSR 17 = 88 mln PLN). W '22 estymujemy wzrost wyniku do 289 mln PLN (wg MSSF 16; wg MSR 17 = 121 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 2021-30 (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- W modelu przyjmujemy, że spółka nie będzie wpłacała dywidendy.
- Uwzględniamy również wartość posiadanych udziałów (Enter Air posiada 49% akcji; ok. 26,0 mln PLN wg sprawozdania za 4Q'20) i pożyczki dla Chair Airlines (ok. 13,7 mln PLN).
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2030 roku na poziomie 1,0%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2030 roku.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2020 roku, uwzględniając leasingi związane z obowiązującym standardem MSSF 16.
- Do obliczeń przyjęliśmy 17,5 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 13.05.2021 roku.

**Metoda DCF dała wartość spółki Enter Air na poziomie 733 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 41,8 PLN.**

**Model DCF**

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 037,6	1 294,2	1 407,0	1 515,5	1 607,2	1 668,3	1 719,0	1 766,1	1 809,6	1 849,7
EBIT [mln PLN]	80,3	127,8	141,1	148,9	153,6	155,2	155,6	154,1	153,0	152,1
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	15,3	24,3	26,8	28,3	29,2	29,5	29,6	29,3	29,1	28,9
NOPLAT [mln PLN]	65,1	103,5	114,3	120,6	124,4	125,7	126,0	124,8	123,9	123,2
Amortyzacja, w tym: [mln PLN]	158,1	161,6	172,4	183,2	192,9	202,1	210,8	218,5	225,0	230,5
- prawo do użytkowania	116,3	120,0	130,8	141,2	150,8	159,9	168,1	175,1	181,1	185,8
CAPEX, w tym [mln PLN]	-160,7	-362,2	-382,2	-229,4	-236,1	-240,5	-243,5	-245,4	-247,2	-248,3
- opłaty leasingowe	-150,3	-168,7	-178,7	-185,8	-193,1	-197,5	-200,8	-202,5	-203,2	-203,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-7,0	12,8	4,3	3,8	2,6	0,8	0,1	-0,2	-0,5	-0,7
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
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]	55,6	-84,3	-91,2	78,1	83,8	88,0	93,5	97,7	101,3	104,6
DFCF [mln PLN]	53,9	-78,0	-80,4	65,6	66,8	66,7	67,2	66,4	65,2	63,6
Suma DFCF [mln PLN]	357,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 596,2									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 580,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 937,1									
Dług netto 2020 [mln PLN]*	1 243,5									
Udziały mniejszości [mln PLN]	0,0									
Udziały w Chair Airlines [mln PLN]	39,7									
Dywidenda [mln PLN]	0,0									
<b>Wartość kapitału własnego [mln PLN]</b>	<b>733,4</b>									
Ilość akcji [mln]	17,5									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>41,8</b>									

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

Przychody zmiana r/r	120,5%	24,7%	8,7%	7,7%	6,1%	3,8%	3,0%	2,7%	2,5%	2,2%
EBIT zmiana r/r	-153,4%	59,1%	10,4%	5,5%	3,2%	1,0%	0,3%	-1,0%	-0,7%	-0,6%
FCF zmiana r/r	-173,2%	-251,7%	8,1%	-185,7%	7,2%	5,1%	6,2%	4,4%	3,7%	3,2%
Marża EBITDA	23,0%	22,4%	22,3%	21,9%	21,6%	21,4%	21,3%	21,1%	20,9%	20,7%
Marża EBIT	7,7%	9,9%	10,0%	9,8%	9,6%	9,3%	9,1%	8,7%	8,5%	8,2%
Marża NOPLAT	15,2%	12,5%	12,3%	12,1%	12,0%	12,1%	12,3%	12,4%	12,4%	12,5%
CAPEX / Przychody	15,5%	28,0%	27,2%	15,1%	14,7%	14,4%	14,2%	13,9%	13,7%	13,4%
CAPEX / Amortyzacja	101,6%	224,2%	221,6%	125,2%	122,4%	119,0%	115,5%	112,3%	109,8%	107,8%
Zmiana KO / Przychody	0,7%	-1,0%	-0,3%	-0,2%	-0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	1,2%	-5,0%	-3,8%	-3,5%	-2,8%	-1,3%	-0,3%	0,4%	1,1%	1,8%

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

**Kalkulacja WACC**

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
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	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	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	21,8%	23,2%	24,1%	26,6%	29,2%	31,9%	33,9%	35,8%	37,7%	39,5%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Udział kapitału obcego	78,2%	76,8%	75,9%	73,4%	70,8%	68,1%	66,1%	64,2%	62,3%	60,5%
WACC	4,8%	4,9%	4,9%	5,1%	5,2%	5,4%	5,5%	5,6%	5,7%	5,8%

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	17,8	23,5	30,1	38,1	47,7	59,7	74,9	95,0	122,5
	1,0	14,8	20,1	26,2	33,6	42,4	53,2	66,8	84,5	108,3
	1,1	12,0	16,9	22,6	29,4	37,4	47,2	59,5	75,2	96,0
	1,2	9,3	13,9	19,2	25,4	32,8	41,8	52,9	66,9	85,2
	1,3	6,8	11,1	16,0	21,8	28,6	36,8	46,8	59,4	75,6
	1,4	4,4	8,4	13,0	18,4	24,7	32,2	41,3	52,6	67,0
	1,5	2,2	5,9	10,2	15,2	21,0	27,9	36,2	46,5	59,4

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%	23,7	30,2	37,9	47,2	58,7	73,1	92,0	117,5	154,1
	4,00%	16,0	21,4	27,8	35,3	44,5	55,7	70,0	88,5	113,7
	5,00%	9,3	13,9	19,2	25,4	32,8	41,8	52,9	66,9	85,2
	6,00%	3,5	7,4	11,9	17,1	23,2	30,4	39,2	50,1	63,9
	7,00%	-1,6	1,7	5,5	9,9	15,0	21,0	28,1	36,7	47,4
	8,00%	-6,2	-3,3	0,0	3,7	8,0	13,0	18,8	25,8	34,3
	9,00%	-10,2	-7,7	-4,9	-1,7	1,9	6,1	11,0	16,7	23,6

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%	85,5	81,1	77,0	73,1	69,5	66,1	62,9	59,8	56,9
	4,00%	68,6	64,0	59,7	55,7	52,0	48,6	45,4	42,4	39,6
	5,00%	54,6	50,0	45,7	41,8	38,2	34,9	31,8	29,0	26,3
	6,00%	42,9	38,3	34,2	30,4	27,0	23,8	21,0	18,3	15,8
	7,00%	32,9	28,5	24,5	21,0	17,7	14,8	12,1	9,6	7,3
	8,00%	24,3	20,1	16,4	13,0	9,9	7,2	4,6	2,3	0,2
	9,00%	16,9	12,9	9,3	6,1	3,3	0,7	-1,6	-3,8	-5,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

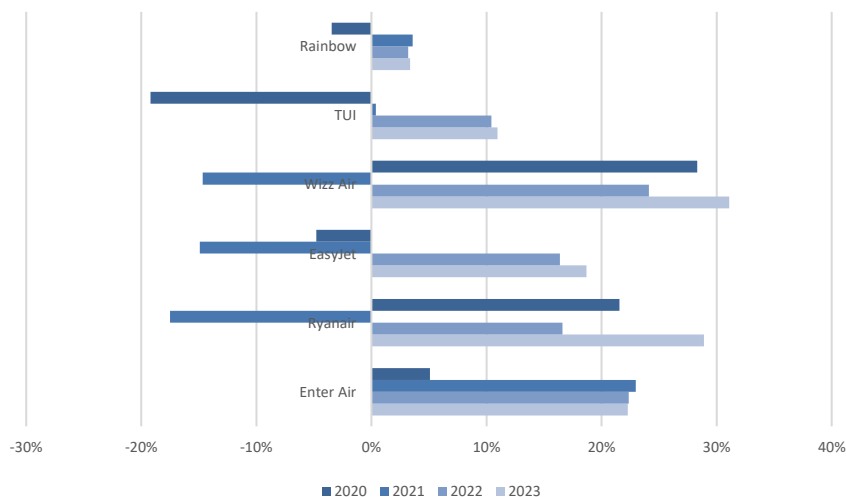
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o prognozy na lata 2022-23 dla wybranych spółek z branży lotniczej (nie uwzględniamy 2021 roku z racji trwającej epidemii COVID; epidemię traktujemy jako pewnego rodzaju zdarzenie jednorazowe). W wycenie uwzględniliśmy przewoźników niskokosztowych (Ryanair, 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 **39,4 PLN**. W bieżącym raporcie utrzymaliśmy wagę podejścia w wycenie końcowej w wys. 0%, bowiem w naszej ocenie prognozy dla spółek porównywalnych są cały czas 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	
	2022	2023	2022	2023
Ryanair	226,8	13,1	25,6	8,2
EasyJet	26,0	11,3	7,4	5,4
Wizz Air	959,7	10,3	13,3	6,0
TUI	14,5	10,0	5,7	5,0
Rainbow	18,6	14,4	8,7	7,4
<b>Mediana</b>	<b>26,0</b>	<b>11,3</b>	<b>8,7</b>	<b>6,0</b>
Enter Air	22,0	17,4	7,3	7,3
Premia/dyskonto grupa	-15,3%	53,1%	-16,0%	21,5%
<b>Wycena wg wskaźnika</b>	<b>48,6</b>	<b>26,9</b>	<b>64,2</b>	<b>18,1</b>
Waga roku	50%	50%	50%	50%
<b>Wycena wg wskaźników</b>	<b>37,7</b>		<b>41,1</b>	
Waga wskaźnika	50%		50%	
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>39,4</b>			

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### Porównanie marż EBITDA [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## WYNIKI 4Q'20

W 4Q'20 grupa wypracowała 54 mln PLN przychodów, co oznacza spadek o ok. 80% r/r. Wynik brutto spółki wyniósł ok. -78 mln PLN. Na poziomie EBITDA Enter Air zaraportował 27 mln PLN strata. Strata netto był bliska 56 mln PLN. Spadek wyników względem ubiegłego roku był spowodowany epidemią COVID-19 i wprowadzanymi lock-downami w poszczególnych krajach. W obszarze usług lotniczych spółka osiągnęła 50 mln PLN obrotów, a w części sprzedaży pokładowej ok. 4 mln PLN. Cash flow z działalności operacyjnej wyniósł 14 mln PLN (vs 20 mln PLN przed rokiem).

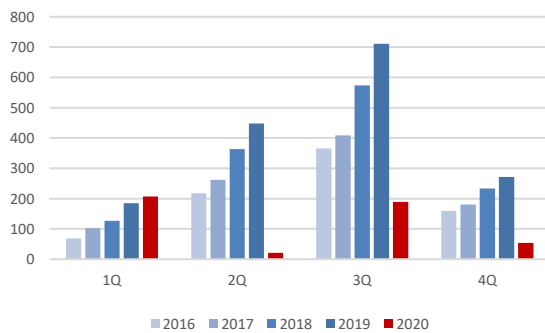
W maju'19 grupa nabyła 49% udziałów w szwajcarskim podmiocie Germania Flug AG. Enter Air zmienił nazwę firmy na Chair Airlines i zmienia jej model biznesowy na B2B. W poprzednich sprawozdaniach podano, że spółka nie planuje obecnie kolejnych akwizycji i zamierza zwiększać udziały w europejskim rynku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

### Wyniki za ostatnie kwartały [mln PLN]

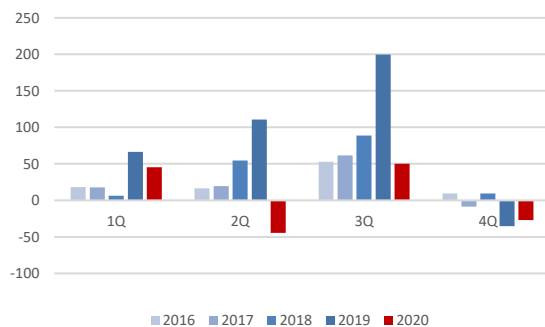
Wyniki Q [mln PLN]	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	2017	2018	2019	2020
<b>Przychody</b>	<b>126</b>	<b>363</b>	<b>573</b>	<b>233</b>	<b>185</b>	<b>448</b>	<b>711</b>	<b>271</b>	<b>207</b>	<b>21</b>	<b>189</b>	<b>54</b>	<b>955</b>	<b>1 296</b>	<b>1 615</b>	<b>471</b>
Usługi lotnicze	121	352	556	224	177	434	689	260	200	20	183	50	914	1 252	1 560	453
Sprzedaż pokładowa	6	12	18	9	9	14	21	12	7	0	6	4	41	44	55	17
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>4</b>	<b>56</b>	<b>86</b>	<b>20</b>	<b>28</b>	<b>73</b>	<b>157</b>	<b>-46</b>	<b>10</b>	<b>-83</b>	<b>27</b>	<b>-78</b>	<b>89</b>	<b>166</b>	<b>212</b>	<b>-124</b>
SG&A	6	8	7	12	8	10	8	12	7	7	8	5	25	34	38	28
PPO/PKO	0	-2	0	2	0	0	0	-6	0	1	-7	9	-1	0	-7	2
<b>EBITDA MSSF 16</b>	<b>6</b>	<b>55</b>	<b>89</b>	<b>9</b>	<b>66</b>	<b>111</b>	<b>200</b>	<b>-35</b>	<b>45</b>	<b>-45</b>	<b>50</b>	<b>-27</b>	<b>90</b>	<b>159</b>	<b>342</b>	<b>24</b>
EBIT MSSF 16	-2	46	78	-4	20	62	149	-62	2	-90	12	-75	64	119	169	-151
Zysk brutto	-5	23	82	-15	-11	67	70	-18	-95	-66	33	-60	73	85	108	-188
<b>Zysk netto</b>	<b>-4</b>	<b>19</b>	<b>63</b>	<b>-12</b>	<b>-9</b>	<b>54</b>	<b>60</b>	<b>-19</b>	<b>-77</b>	<b>-56</b>	<b>35</b>	<b>-56</b>	<b>58</b>	<b>66</b>	<b>85</b>	<b>-154</b>
<b>Dług (gotówka) netto</b>	<b>387</b>	<b>350</b>	<b>259</b>	<b>472</b>	<b>1210</b>	<b>1132</b>	<b>1085</b>	<b>1017</b>	<b>1142</b>	<b>1231</b>	<b>1227</b>	<b>1243</b>	<b>303</b>	<b>472</b>	<b>1 017</b>	<b>1 243</b>
Przychody zmiana r/r	23,2%	38,6%	40,0%	29,0%	46,4%	23,2%	24,0%	16,4%	11,8%	-95,4%	-	-80,2%	18,9%	37,3%	26,4%	-69,0%
Zysk netto zmiana r/r	-	142,6%	50,1%	-	-	177,0%	-5,7%	-	751,9%	-	-	187,5%	52,0%	16,7%	32,9%	-193,9%
Marża brutto na sprzedaży	3,4%	15,5%	14,9%	8,5%	-1190,4%	33,2%	90,1%	-	4,6%	-	14,4%	-	9,3%	12,8%	13,1%	-
Marża EBITDA*	5,1%	15,0%	15,5%	4,1%	15,0%	16,2%	22,1%	-	21,9%	-	26,5%	-	9,4%	12,3%	21,2%	5,1%
Marża netto	-	5,4%	11,0%	-	35,9%	24,7%	28,1%	-	-	-	18,5%	-	6,1%	5,1%	5,3%	-

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

### Przychody w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

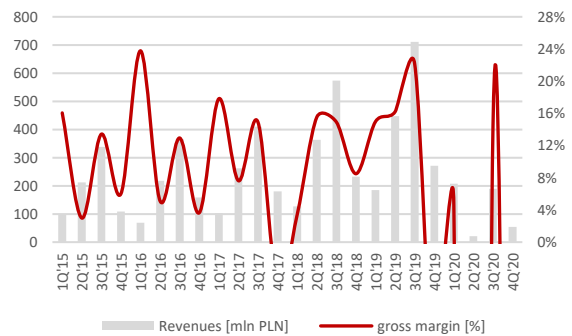


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka  
EBITDA w ujęciu kwartalnym [mln PLN]\*

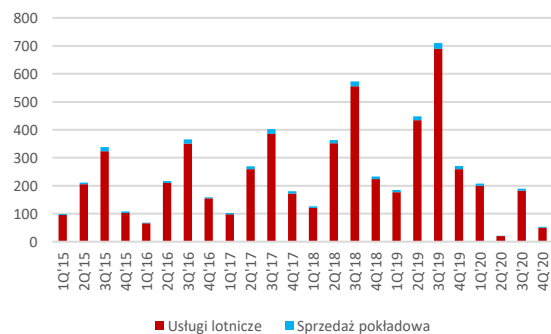


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*wg MSSF 16 od '19

### 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

Ubiegły rok przebiegł pod dyktando negatywnego wpływu COVID-19 na branżę lotniczo-turystyczną i na wyniki spółki. Władze Enter Air informowały, że w celu zachowania płynności zdecydowano się na m.in. ograniczenie inwestycji, redukcję wynagrodzeń czy renegocjację warunków umów leasingowych w celu zawieszenia płatności rat. Doszło także do podpisania 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.

Niestety także bieżący rok powinien być obciążony skutkami obostrzeń (zwłaszcza 1H'21), co spowolni w naszym odczuciu odbudowę wyników. Szacujemy, że w 1Q'21 liczba wykonanych połączeń zmniejszyła się o ok. 70% r/r (1Q'20 nie był zbyt mocno obciążony negatywnymi skutkami pandemii), co mogło przelożyć się na wypracowanie 71 mln PLN przychodów, ok. 17 mln PLN EBITDA MSSF 16 (wg MSR 17 = -13 mln PLN; model biznesowy grupy umożliwia w miarę elastyczne zarządzanie kosztami) oraz 24 mln PLN straty netto.

Kolejne kwartały '21 powinny przynieść poprawę rezultatów r/r, jednak zastrzegamy, że wiele zależy od tempa znoszenia obostrzeń i odbudowy ruchu turystycznego. W modelu przyjmujemy, że całociosowo rok 2021 przyniesie odbudowę popytu na usługi spółki oraz tour-operatorów (nie zakładamy jednak powrotu do liczby lotów z 2019 roku; oczekujemy, że prowadzone szczepienia pozwolą na osiągnięcie zadowalających wyników w 2H'21), dzięki czemu Enter Air znacząco poprawi rezultaty względem '20. Z bieżącej perspektywy estymujemy osiągnięcie ok. 1,04 mld PLN przychodów, 239 mln PLN EBITDA MSSF 16 (wg MSR 17 = 88 mln PLN) oraz 13 mln PLN zysku netto. Pod kątem płynnościowym, grupa otrzymała od PFR pożyczkę płynnościową w wys. 287 mln PLN, co w naszej ocenie pozwoli na bezpieczne kontynuowanie działalności.

### Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21P	2Q'21P	3Q'21P	4Q'21P	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	185,2	447,8	710,5	271,1	207,1	20,6	189,3	53,6	70,8	221,3	532,1	213,4	470,5	1 037,6	1 294,2	1 407,0
Usługi lotnicze	176,7	434,2	689,4	259,6	199,9	20,4	183,1	49,9	68,3	220,1	514,6	199,0	453,3	1 002,0	1 249,9	1 358,8
Sprzedaż pokładowa	8,5	13,6	21,1	11,5	7,3	0,1	6,2	3,6	2,5	1,2	17,4	14,4	17,2	35,5	44,3	48,2
Wynik brutto ze sprzedaży	27,7	72,5	157,4	-45,5	9,5	-83,2	27,2	-77,9	-19,7	43,8	130,4	-21,5	-124,4	133,0	193,8	212,8
Usługi lotnicze	25,5	69,4	153,6	-45,4	7,7	-82,9	26,5	-79,1	-20,3	47,4	128,3	-26,1	-127,8	129,3	189,2	208,0
Sprzedaż pokładowa	2,2	3,2	3,7	-0,1	1,8	-0,3	0,8	1,1	0,6	-3,6	2,1	4,6	3,4	3,7	4,5	4,9
EBITDA MSSF 16	66,5	110,8	199,9	-35,4	45,4	-44,6	50,2	-27,2	16,9	75,8	146,3	-0,5	23,9	238,5	289,3	313,5
EBITDA MSR 17	42,2	72,6	156,5	-68,0	15,9	-84,2	5,3	-63,3	-12,7	36,2	101,3	-36,7	-126,4	88,2	120,6	134,8
EBIT MSSF 16	20,2	61,7	149,0	-62,4	2,1	-90,0	11,9	-74,5	-22,3	36,7	106,7	-40,8	-150,5	80,3	127,8	141,1
EBIT MSR 17	26,4	54,1	138,0	-62,3	4,9	-95,3	1,2	-82,2	-23,3	25,7	90,9	-47,0	-171,4	46,3	79,1	93,2
Wynik brutto	-11,0	66,8	70,4	-18,4	-94,7	-66,0	32,9	-60,2	-29,5	17,6	87,5	-60,0	-188,0	15,6	40,4	51,3
Wynik netto	-9,0	54,0	59,5	-19,5	-77,0	-56,0	34,9	-56,0	-23,9	14,3	70,9	-48,6	-154,1	12,6	32,8	41,6
marża brutto ze sprzedaży	15,0%	16,2%	22,1%	-	4,6%	-	14,4%	-	-	19,8%	24,5%	-	-	12,8%	15,0%	15,1%
marża EBITDA MSSF 16	35,9%	24,7%	28,1%	-	21,9%	-	26,5%	-	23,8%	34,2%	27,5%	-	5,1%	23,0%	22,4%	22,3%
marża EBITDA MSR 17	22,8%	16,2%	22,0%	-	7,7%	-	2,8%	-	-	16,3%	19,0%	-	-	8,5%	9,3%	9,6%
marża EBIT MSSF 16	10,9%	13,8%	21,0%	-	1,0%	marża	6,3%	-	-	16,6%	20,1%	-	-	7,7%	9,9%	10,0%
marża netto	-	12,1%	8,4%	-	-	-	18,5%	-	-	6,5%	13,3%	-	-	1,2%	2,5%	3,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Prognoza ogólna na lata 2021-2030 [mln PLN]

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody	1 296,1	1 614,7	470,5	1 037,6	1 294,2	1 407,0	1 515,5	1 607,2	1 668,3	1 719,0	1 766,1	1 809,6	1 849,7
Usługi lotnicze	1 251,9	1 559,9	453,3	1 002,0	1 249,9	1 358,8	1 463,7	1 552,2	1 611,2	1 660,2	1 705,6	1 747,6	1 786,3
Sprzedaż pokładowa	44,3	54,8	17,2	35,5	44,3	48,2	51,9	55,0	57,1	58,9	60,5	62,0	63,3
Wynik brutto ze sprzedaży	166,1	212,1	-124,4	133,0	193,8	212,8	226,2	235,6	240,3	242,4	243,3	244,4	245,5
Usługi lotnicze	157,8	203,1	-127,8	129,3	189,2	208,0	221,0	230,1	234,6	236,7	237,4	238,5	239,5
Sprzedaż pokładowa	8,3	9,0	3,4	3,7	4,5	4,9	5,2	5,5	5,6	5,7	5,8	5,9	6,0
EBITDA MSSF 16	159,3	341,7	23,9	238,5	289,3	313,5	332,1	346,5	357,3	366,4	372,6	378,0	382,5
EBITDA MSR 17	159,3	203,4	-126,4	88,2	120,6	134,8	146,3	153,5	159,8	165,6	170,1	174,8	179,1
EBIT MSSF 16	118,9	168,5	-150,5	80,3	127,8	141,1	148,9	153,6	155,2	155,6	154,1	153,0	152,1
EBIT MSR 17	118,9	156,3	-171,4	46,3	79,1	93,2	104,3	111,4	117,6	122,8	126,7	130,9	134,5
Wynik brutto	84,6	107,8	-188,0	15,6	40,4	51,3	60,2	69,7	76,1	79,3	78,4	78,3	78,5
Wynik netto	66,3	85,0	-154,1	12,6	32,8	41,6	48,7	56,4	61,7	64,2	63,5	63,4	63,6
marża brutto ze sprzedaży	12,8%	13,1%	-	12,8%	15,0%	15,1%	14,9%	14,7%	14,4%	14,1%	13,8%	13,5%	13,3%
marża EBITDA MSSF 16	12,3%	21,2%	5,1%	23,0%	22,4%	22,3%	21,9%	21,6%	21,4%	21,3%	21,1%	20,9%	20,7%
marża EBITDA MSR 17	12,3%	12,6%	-	8,5%	9,3%	9,6%	9,7%	9,5%	9,6%	9,6%	9,6%	9,7%	9,7%
marża EBIT MSSF 16	9,2%	10,4%	-	7,7%	9,9%	10,0%	9,8%	9,6%	9,3%	9,1%	8,7%	8,5%	8,2%
marża netto	5,1%	5,3%	-	1,2%	2,5%	3,0%	3,2%	3,5%	3,7%	3,7%	3,6%	3,5%	3,4%

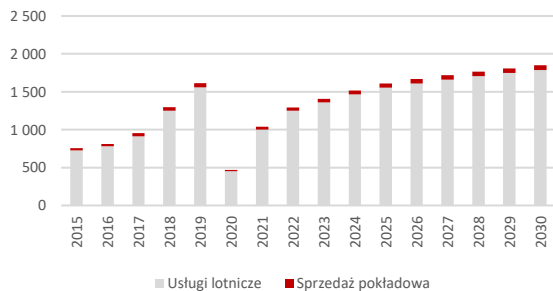
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 22.10.2020 [mln PLN]

	2021P			2022P			2023P		
	stara	nowa	zmiana	stara	nowa	zmiana	stara	nowa	zmiana
Przychody	1 205,2	1 037,6	-13,9%	1 390,6	1 294,2	-6,9%	1 482,9	1 407,0	-5,1%
Usługi lotnicze	1 173,9	1 002,0	-14,6%	1 354,4	1 249,9	-7,7%	1 444,4	1 358,8	-5,9%
Sprzedaż pokładowa	31,3	35,5	13,5%	36,1	44,3	22,8%	38,5	48,2	25,1%
Wynik brutto ze sprzedaży	118,9	133,0	11,9%	149,0	193,8	30,0%	166,9	212,8	27,5%
Usługi lotnicze	120,5	129,3	7,3%	150,8	189,2	25,5%	168,9	208,0	23,1%
Sprzedaż pokładowa	-1,6	3,7	-	-1,8	4,5	-	-2,0	4,9	-
EBITDA MSSF 16	272,1	238,5	-12,4%	303,3	289,3	-4,6%	321,3	313,5	-2,4%
EBITDA MSR 17	124,3	88,2	-29,1%	149,8	120,6	-19,5%	162,0	134,8	-16,8%
EBIT MSSF 16	88,1	80,3	-8,8%	113,2	127,8	12,9%	128,7	141,1	9,6%
EBIT MSR 17	80,4	46,3	-42,4%	106,3	79,1	-25,6%	118,8	93,2	-21,6%
Wynik brutto	42,1	15,6	-62,9%	53,1	40,4	-23,8%	64,1	51,3	-20,0%
Wynik netto	34,1	12,6	-62,9%	43,0	32,8	-23,8%	51,9	41,6	-19,9%
Marża brutto ze sprzedaży	9,9%	12,8%		10,7%	15,0%		11,3%	15,1%	
Marża EBITDA MSSF 16	22,6%	23,0%		21,8%	22,4%		21,7%	22,3%	
Marża EBITDA MSR 17	10,3%	8,5%		10,8%	9,3%		10,9%	9,6%	
Marża EBIT MSSF 16	7,3%	7,7%		8,1%	9,9%		8,7%	10,0%	
Marża zysku netto	2,8%	1,2%		3,1%	2,5%		3,5%	3,0%	

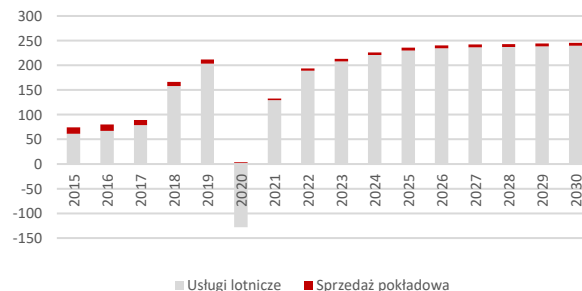
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody w podziale na segmenty [mln PLN]



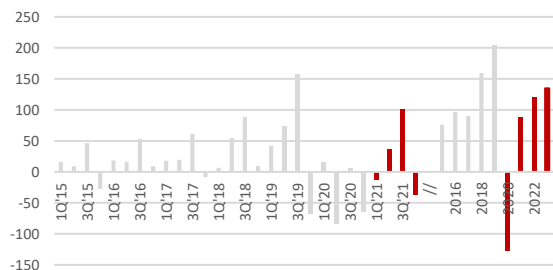
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



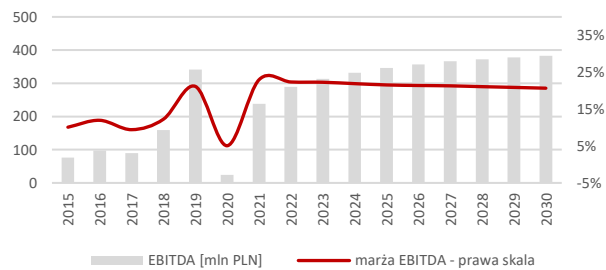
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA w kolejnych okresach [mln PLN]\*



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

Marża EBITDA w okresie prognozy\*



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

## DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>1 517,6</b>	<b>1 574,6</b>	<b>1 577,7</b>	<b>1 779,0</b>	<b>1 989,5</b>	<b>2 036,5</b>	<b>2 080,6</b>	<b>2 119,9</b>	<b>2 153,4</b>	<b>2 181,3</b>	<b>2 204,3</b>	<b>2 223,1</b>
RzAT	972,8	933,5	902,0	1 054,0	1 215,8	1 217,4	1 218,4	1 219,3	1 219,2	1 218,8	1 218,8	1 219,1
Aktywo z tyt.pr. do użytkowania	416,4	522,6	556,6	605,2	653,1	697,7	740,0	777,6	810,3	837,7	859,8	877,3
Aktywo z tyt. pod. odr.	0,0	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	128,5	118,5	119,1	119,8	120,6	121,4	122,2	123,0	123,9	124,8	125,7	126,7
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>212,0</b>	<b>136,3</b>	<b>482,5</b>	<b>454,5</b>	<b>402,5</b>	<b>366,6</b>	<b>336,2</b>	<b>306,4</b>	<b>336,2</b>	<b>365,2</b>	<b>392,8</b>	<b>419,7</b>
Zapasy	6,0	4,0	8,7	10,9	11,8	12,7	13,5	14,0	14,4	14,8	15,2	15,5
Należności z tyt. dostaw	95,6	41,1	90,5	112,9	122,7	132,2	140,2	145,6	150,0	154,1	157,9	161,4
Środki pieniężne	88,5	78,8	370,7	318,2	255,4	209,1	170,0	134,4	159,4	183,8	207,2	230,3
Pozostałe aktywa obrotowe	21,9	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5
<b>Kapitał własny</b>	<b>361,6</b>	<b>206,2</b>	<b>218,8</b>	<b>251,6</b>	<b>293,1</b>	<b>341,8</b>	<b>398,3</b>	<b>459,9</b>	<b>524,1</b>	<b>587,7</b>	<b>651,1</b>	<b>714,7</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>953,4</b>	<b>975,2</b>	<b>1 383,1</b>	<b>1 486,4</b>	<b>1 588,2</b>	<b>1 549,6</b>	<b>1 508,7</b>	<b>1 463,1</b>	<b>1 470,4</b>	<b>1 472,4</b>	<b>1 469,2</b>	<b>1 461,3</b>
Zobowiązania finansowe	874,7	940,4	1 348,4	1 451,7	1 553,5	1 514,9	1 474,0	1 428,3	1 435,7	1 437,7	1 434,4	1 426,6
Pozostałe zob. długoterminowe	78,7	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>414,7</b>	<b>529,6</b>	<b>458,2</b>	<b>495,6</b>	<b>510,6</b>	<b>511,6</b>	<b>509,9</b>	<b>503,4</b>	<b>495,2</b>	<b>486,4</b>	<b>476,9</b>	<b>466,8</b>
Zobowiązania finansowe	230,4	381,8	263,2	263,2	263,2	250,0	236,9	223,7	210,6	197,4	184,2	171,1
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	120,9	111,0	158,3	195,6	210,7	224,9	236,2	242,9	247,9	252,2	255,9	259,0
Pozostałe zob. krótkoterminowe	63,3	36,8	36,8	36,8	36,8	36,8	36,8	36,8	36,8	36,8	36,8	36,8
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>
Przychody ze sprzedaży	1 614,7	470,5	1 037,6	1 294,2	1 407,0	1 515,5	1 607,2	1 668,3	1 719,0	1 766,1	1 809,6	1 849,7
Koszty wytworzenia	1 402,5	594,9	904,6	1 100,5	1 194,1	1 289,4	1 371,7	1 428,1	1 476,6	1 522,8	1 565,2	1 604,2
Wynik brutto ze sprzedaży	212,1	-124,4	133,0	193,8	212,8	226,2	235,6	240,3	242,4	243,3	244,4	245,5
Koszty SG&A	37,6	28,0	51,9	64,7	70,3	75,8	80,4	83,4	85,9	88,3	90,5	92,5
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-6,0	1,9	-0,8	-1,3	-1,4	-1,5	-1,6	-1,7	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
EBITDA MSSF 16	341,7	23,9	238,5	289,3	313,5	332,1	346,5	357,3	366,4	372,6	378,0	382,5
EBITDA MSR 17	203,4	-126,4	88,2	120,6	134,8	146,3	153,5	159,8	165,6	170,1	174,8	179,1
EBIT MSSF 16	168,5	-150,5	80,3	127,8	141,1	148,9	153,6	155,2	155,6	154,1	153,0	152,1
Saldo finansowe	-74,9	-40,3	-65,3	-88,0	-90,5	-89,5	-84,8	-79,9	-77,2	-76,5	-75,6	-74,5
Wynik brutto	107,8	-188,0	15,6	40,4	51,3	60,2	69,7	76,1	79,3	78,4	78,3	78,5
Wynik netto	85,0	-154,1	12,6	32,8	41,6	48,7	56,4	61,7	64,2	63,5	63,4	63,6
<b>Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>
CF operacyjny	325,8	73,2	228,5	294,4	308,1	324,4	335,9	343,6	351,5	357,5	362,7	366,9
CF inwestycyjny	-11,0	-21,4	-10,4	-193,5	-203,5	-43,6	-43,1	-43,0	-42,6	-42,9	-44,0	-44,9
CF finansowy	-326,7	-63,6	73,8	-153,5	-167,4	-327,0	-332,0	-336,2	-283,8	-290,2	-295,2	-298,9
CF netto	-11,9	-11,8	291,9	-52,5	-62,8	-46,3	-39,1	-35,6	-25,0	24,4	23,5	23,0
Środki pieniężne na początek okresu	100,4	88,5	78,8	370,7	318,2	255,4	209,1	170,0	134,4	159,4	183,8	207,2
Środki pieniężne na koniec okresu	88,5	78,8	370,7	318,2	255,4	209,1	170,0	134,4	159,4	183,8	207,2	230,3
<b>Dynamiki / marże / wskaźniki</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>
Przychody zmiana r/r	24,6%	-70,9%	120,5%	24,7%	8,7%	7,7%	6,1%	3,8%	3,0%	2,7%	2,5%	2,2%
EBITDA MSSF 16 zmiana r/r	-	-93,0%	897,3%	21,3%	8,4%	5,9%	4,4%	3,1%	2,6%	1,7%	1,5%	1,2%
Wynik netto zmiana r/r	28,3%	-281,3%	-108,2%	159,2%	26,8%	17,3%	15,8%	9,3%	4,1%	-1,0%	-0,2%	0,3%
Marża brutto na sprzedaży	13,1%	-26,4%	12,8%	15,0%	15,1%	14,9%	14,7%	14,4%	14,1%	13,8%	13,5%	13,3%
Marża EBITDA MSSF 16	21,2%	5,1%	23,0%	22,4%	22,3%	21,9%	21,6%	21,4%	21,3%	21,1%	20,9%	20,7%
Marża EBITDA MSR 17	12,6%	-26,9%	8,5%	9,3%	9,6%	9,7%	9,5%	9,6%	9,6%	9,6%	9,7%	9,7%
Marża netto	5,3%	-32,8%	1,2%	2,5%	3,0%	3,2%	3,5%	3,7%	3,7%	3,6%	3,5%	3,4%
ROE	23,5%	-74,8%	5,8%	13,0%	14,2%	14,3%	14,2%	13,4%	12,2%	10,8%	9,7%	8,9%
ROA	4,9%	-9,0%	0,6%	1,5%	1,7%	2,0%	2,3%	2,5%	2,6%	2,5%	2,4%	2,4%
Odsetki/EBIT	45,5%	-37,3%	84,6%	70,1%	65,1%	60,8%	55,7%	51,9%	50,0%	50,1%	49,9%	49,5%
Dług netto MSSF 16 [mln PLN]	1 016,7	1 243,5	1 240,9	1 396,6	1 561,3	1 555,8	1 540,8	1 517,7	1 486,8	1 451,3	1 411,4	1 367,3
Dług netto MSR 17 [mln PLN]	580,1	624,3	587,7	694,8	811,6	761,5	704,3	643,5	580,0	517,1	455,0	393,4
Dług netto/Kapitał własny	281,2%	603,1%	567,1%	555,2%	532,6%	455,1%	386,9%	330,0%	283,7%	247,0%	216,8%	191,3%
Dług netto/EBITDA MSSF 16	297,5%	5 200,4%	520,4%	482,7%	498,0%	468,5%	444,6%	424,8%	405,8%	389,5%	373,3%	357,5%
EV [mln PLN]	1 738,6	1 965,4	1 962,8	2 118,6	2 283,2	2 277,7	2 262,8	2 239,6	2 208,8	2 173,2	2 133,3	2 089,3
Dług/EV	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8
CAPEX/Przychody	5,2%	0,0%	1,0%	1,6%	2,3%	2,9%	2,7%	2,6%	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%
CAPEX/Amortyzacja	128,1%	97,4%	101,6%	224,2%	221,6%	125,2%	122,4%	119,0%	115,5%	112,3%	109,8%	107,8%
Amortyzacja/Przychody	2,9%	9,6%	4,0%	3,2%	3,0%	2,8%	2,6%	2,5%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%
Zmiana KO/Przychody	-1,9%	9,9%	-0,7%	1,0%	0,3%	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	-9,9%	-4,1%	-1,2%	5,0%	3,8%	3,5%	2,8%	1,3%	0,3%	-0,4%	-1,1%	-1,8%
MC/S	0,4	1,5	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/E	8,5	-4,7	57,1	22,0	17,4	14,8	12,8	11,7	11,2	11,4	11,4	11,4
P/BV	2,0	3,5	3,3	2,9	2,5	2,1	1,8	1,6	1,4	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA MSSF 16	5,1	82,2	8,2	7,3	7,3	6,9	6,5	6,3	6,0	5,8	5,6	5,5
EV/EBITDA MSR 17	6,4	-10,7	14,9	11,7	11,4	10,1	9,3	8,5	7,9	7,3	6,7	6,2
EV/EBIT MSSF 16	10,3	-13,1	24,4	16,6	16,2	15,3	14,7	14,4	14,2	14,1	13,9	13,7
EV/EBIT MSR 17	8,3	-7,9	28,3	17,9	16,5	14,2	12,8	11,6	10,6	9,8	9,0	8,3
EV/S	1,1	4,2	1,9	1,6	1,6	1,5	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1
<b>Dywidenda [mln PLN]</b>	<b>12,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
DPS	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidend	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Payout ratio	18,5%	0,0%	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 41,2 PLN.

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**

**Krzysztof Tkocz**

Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (+48) 516 086 705  
e-mail: [krzysztof.tkocz@bdm.pl](mailto:krzysztof.tkocz@bdm.pl)  
[gry komputerowe](#)

**Adrian Górniak**

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

**Michał Fidelus**

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

**Leszek Mackiewicz**

Dyrektor Wydziału  
tel. (+48) 501 238 443  
e-mail: [leszek.mackiewicz@bdm.pl](mailto:leszek.mackiewicz@bdm.pl)  
[strategia, chemia, przemysł, energetyka](#)

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**

**Tomasz Ilczyszyn**

Dyrektor Wydziału  
tel. (022) 62-20-854  
e-mail: [tomasz.ilczyszyn@bdm.pl](mailto:tomasz.ilczyszyn@bdm.pl)

**Maciej Fink-Finowicki**

tel. (022) 62-20-855  
e-mail: [maciej.fink-finowicki@bdm.pl](mailto:maciej.fink-finowicki@bdm.pl)

**Historia rekomendacji na temat spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Trzymaj	41,8	Kupuj	28,3	13.05.2021*	07:00 CEST	41,2	62 214
Kupuj	28,3	Akumuluj	37,1	22.10.2020*	07:00 CEST	20,2	47 912
Akumuluj	37,1	Kupuj	52,2	12.06.2020*	08:00 CEST	33,6	51 487
Kupuj	52,2	Kupuj	48,4	11.12.2019*	10:40 CEST	44,4	55 530
Kupuj	48,4	Akumuluj	41,0	09.10.2019*	14:35 CEST	37,5	56 233
Akumuluj	41,0	---	---	26.07.2019*	13:57 CEST	36,2	60 151

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

**Objaśnienia używanej terminologii:**

EBIT - wynik na działalności operacyjnej  
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację  
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
 WACC - średni ważony koszt kapitału  
 CAGR - średnioroczny wzrost  
 EPS - zysk netto na 1 akcję  
 DPS - dywidenda na 1 akcję  
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto  
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży  
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację  
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej  
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży  
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto  
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej  
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję  
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych  
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów  
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów  
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży  
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży  
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

**System rekomendacji:**

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);  
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);  
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);  
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (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'21\*:**

, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:

	liczba	%	liczba	%
Kupuj	2	33%	0	0%
Akumuluj	2	33%	0	0%
Trzymaj	1	17%	0	0%
Redukuj	1	17%	1	100%
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](http://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 badanie inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

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

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

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

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

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

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

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że 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 obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahanom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualności i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukowac ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i 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 13.05.2021 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 rekomendacje 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 zbliżne 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 12.05.2021 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.