



Dom Maklerski BDM S.A.

ENTER AIR

RAPORT ANALITYCZNY

Wydajemy zalecenie Kupuj dla akcji Enter Air, wyznaczając jednocześnie cenę docelową na poziomie 41,6 PLN/walor (poprzednio 41,8 PLN/akcję; uwzględniliśmy zmiany w CAPEX, co zniwelowało negatywny wpływ obniżenia całorocznych prognoz). W ostatnich miesiącach kurs akcji grupy znajdował się pod presją i obecna wycena wydaje nam się atrakcyjna. Uważamy, że kolejne miesiące przyniosą odbudowę rynku turystycznego, co będzie wspierało wyniki grupy (zarówno w 2H'21, jak i w '22). Zwracamy uwagę na wzmocnienie pozycji gotówkowej (m.in. otrzymano pożyczkę od PFR w wys. 287 mln PLN), elastyczny model biznesowy i oczekiwany wzrost udziałów rynkowych. Głównym ryzykiem pozostaje kwestia wpływu COVID-19 na wyniki grupy i odbudowę ruchu turystycznego.

W 1H'21 doszło do częściowej odbudowy popytu i spodziewamy się, że kolejne miesiące '21 przyniosły dalsze zwiększenie ruchu turystycznego (potwierdzają to po części odczyty publikowane przez Ryan Air; [link](#)). Zakładamy, że grupa zrealizowała w 3Q'21 o 160% więcej połączeń niż przed rokiem i ponad 80% wartości z 3Q'19. Dlatego też oczekujemy istotnej poprawy rezultatów i wypracowania 601 mln PLN przychodów, ok. 174 mln PLN EBITDA MSSF 16 i 40 mln PLN zysku netto.

W dłuższej perspektywie oczekujemy kontynuacji odbudowy rynku i ruchu turystycznego, co powinno wspierać wyniki spółki także w kolejnych latach. W bieżącym roku estymujemy, że Enter Air osiągnie 1,17 mld PLN przychodów, ok. 214 mln PLN EBITDA MSSF 16 i poniesie 98 mln PLN straty netto (głównie z powodu bardzo słabego 1Q'21), a w '22 odpowiednio 1,37 mld PLN sprzedaży i 252 mln PLN EBITDA MSSF 16. W naszej ocenie, uzyskana przez grupę pożyczka płynnościowa od PFR (w wys. 287 mln PLN), zabezpiecza kontynuowanie działalności na wypadek kolejnych ograniczeń COVID-owych.

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	1 173,3	1 371,6	1 420,1
EBITDA MSSF 16 [mln PLN]	-	341,7	23,9	213,6	252,4	272,5
EBITDA MSR 17 [mln PLN]	159,3	203,4	-126,4	71,9	111,5	130,5
EBIT MSSF 16 [mln PLN]	-	168,5	-150,5	3,5	41,9	84,7
EBIT MSR 17 [mln PLN]	118,9	156,3	-171,4	-13,3	30,6	75,5
Wynik netto [mln PLN]	66,3	85,0	-154,1	-97,5	-24,8	11,6
P/BV	1,8	1,6	2,8	5,2	6,8	6,0
P/E adj.	8,6	6,7	-	-	-	49,4
EV/EBITDA MSSF 16	-	4,6	75,8	8,1	6,7	6,7
EV/EBITDA MSR 17	6,5	5,7	-	15,0	9,3	9,0
EV/EBIT MSSF 16	-	9,4	-	491,9	40,3	21,7
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

KUPUJ

(POPRZEDNIO: TRZYMAJ)

WYCENA 41,6 PLN

7 PAŹDZIERNIKA 2021, 07:00 CEST

Wycena końcowa [PLN]	41,6
Potencjał do wzrostu / spadku	+28,1%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	32,5
Kapitalizacja [mln PLN]	570,2
Ilość akcji [mln. szt.]	17,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	44,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	30,2
Stopa zwrotu za 3 mc	-9,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	-16,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	-18,0%
Akcjonariat (% głosów):	
ENT Investments Ltd	52,5%
NN PTE	10,4%
Investors TFI	8,1%
Generali OFE	7,1%
Pozostali	21,9%

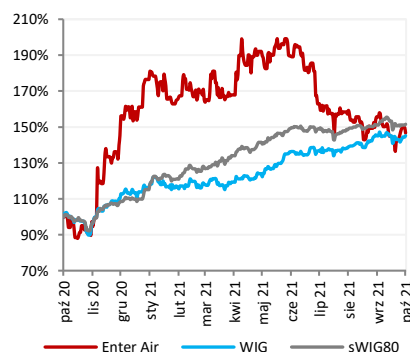
Adrian Górniak

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

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'21.....	8
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	9
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	11

ENTER AIR		Wskaźniki rynkowe					
Rekomendacja	Kupuj	P/E	2018	2019	2020	2021P	2022P
Wycena końcowa [PLN]	41,6	P/BV	8,6	6,7	-	-	-
Potencjał do wzrostu / spadku	28,1%	EV/EBITDA MSSF 16	1,8	1,6	2,8	5,2	6,8
Cena rynkowa [PLN]	32,5	EV/EBITDA MSR 17	-	4,6	75,8	8,1	6,7
Ilość akcji [mln. szt.]	17,5	EV/EBIT MSSF 16	6,5	5,7	-	15,0	9,3
Kapitalizacja [mln PLN]	570,2	EV/EBIT MSR 17	-	9,4	-	491,9	40,3
		EV/S	8,8	7,4	-	-	33,8
		MC/S	0,8	1,0	3,9	1,5	1,2
		BVPS	0,4	0,4	1,2	0,5	0,4
		EPS	18,1	20,6	11,8	6,2	4,8
		DPS (w danym roku)	3,8	4,8	-8,8	-5,6	-1,4
			0,5	0,7	0,0	0,0	0,0

Wyniki Q [mln PLN]	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21P	4Q'21P	Wyniki roczne [mln PLN]	2018	2019	2020	2021P	2022P
Przychody	207,1	20,6	189,3	53,6	85,0	222,7	600,5	265,1	Przychody	1 296	1 615	471	1 173	1 372
Usługi lotnicze	199,9	20,4	183,1	49,9	80,7	212,5	580,8	247,3	Usługi lotnicze	1 252	1 560	453	1 121	1 311
Sprzedaż pokładowa	7,3	0,1	6,2	3,6	4,3	10,2	19,7	17,9	Sprzedaż pokładowa	44	55	17	52	61
Zysk brutto ze sprzedaży	9,5	-83,2	27,2	-77,9	-60,2	-6,0	146,9	-16,8	Zysk brutto ze sprzedaży	166	212	-124	64	121
SG&A	7,5	7,4	8,3	4,8	8,8	8,0	26,3	23,8	SG&A	34	38	28	67	78
PPO/PKO	0,0	0,7	-7,0	8,2	1,5	5,6	-0,5	-0,2	PPO/PKO	-14	-6	2	6	-1
EBITDA MSSF 16	45,4	-44,6	50,2	-27,2	-17,7	44,9	173,5	12,8	EBITDA MSSF 16	-	342	24	214	252
EBITDA MSR 17	15,9	-84,2	5,3	-63,3	-47,2	8,1	131,8	-20,8	EBITDA MSR 17	159	203	-126	72	111
EBIT MSSF 16	2,1	-90,0	11,9	-74,5	-67,5	-8,4	120,2	-40,8	EBIT MSSF 16	-	169	-151	4	42
EBIT MSR 17	4,9	-95,3	1,2	-82,2	-65,9	-14,2	109,5	-42,7	EBIT MSR 17	119	156	-171	-13	31
Zysk brutto	-94,7	-66,0	32,9	-60,2	-142,1	25,4	48,9	-49,8	Zysk brutto	85	108	-188	-118	-31
Zysk netto	-77,0	-56,0	34,9	-56,0	-116,3	19,5	39,6	-40,3	Zysk netto	66	85	-154	-98	-25

Wskaźniki	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21P	4Q'21P	Wskaźniki	2018	2019	2020	2021P	2022P
Przychody zmiana r/r	11,8%	-95,4%	-73,4%	-80,2%	-59,0%	983,0%	217,3%	395,1%	Przychody zmiana r/r	35,7%	24,6%	-70,9%	149,4%	16,9%
EBITDA MSSF 16 zmiana r/r	-31,7%	-	-74,9%	-	-	-200,8%	245,5%	-147,2%	EBITDA MSSF 16 zmiana r/r	-	114,6%	-93,0%	793,3%	18,2%
Zysk netto zmiana r/r	-	-	-41,3%	-	-	-134,8%	13,3%	-	Zysk netto zmiana r/r	13,5%	28,3%	-	-	-
Marża brutto na sprzedaży	4,6%	-	14,4%	-	-	-	24,5%	-	Marża brutto na sprzedaży	12,8%	13,1%	-	5,5%	8,8%
Marża EBITDA MSSF 16	21,9%	-	26,5%	-	-	20,2%	28,9%	4,8%	Marża EBITDA MSSF 16	12,3%	12,6%	-	6,1%	8,1%
Marża netto	-	-	18,5%	-	-	8,8%	6,6%	-	Marża netto	5,1%	5,3%	-	-	-
									ROE	20,8%	23,5%	-74,8%	-89,7%	-29,6%
									ROA	5,6%	4,9%	-9,0%	-5,1%	-1,3%

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

Źródło: Bloomberg; *na dzień 06.10.2021

Bilans [mln PLN]	2018	2019	2020	2021P	2022P
Aktywa trwałe	984	1 518	1 575	1 466	1 416
Rzeczowe aktywa trwałe	828	973	934	813	751
Akt. Z tyt. pr. do użytku	0	416	523	512	523
Pozostałe aktywa trwałe	157	128	118	142	142
Aktywa obrotowe	209	212	136	455	424
Zapasy	5	6	4	10	12
Należności krótkoterminowe	73	96	41	102	120
Środki pieniężne	100	88	79	326	276
Pozostałe aktywa obrotowe	31	22	13	17	17
Aktywa razem	1 193	1 730	1 711	1 921	1 840
Kapitał własny	318	362	206	109	84
Udziały mniejszości	0	0	0	0	0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	875	1 368	1 505	1 813	1 757
Rezerwy na zobowiązania	8	3	2	30	30
Oprocentowane zobow. długoterm.	490	875	940	1 266	1 182
Zobowiązania długoterminowe inne	109	77	35	29	29
Oprocentowane zobow. krótkoterm.	82	230	382	212	212
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	129	121	111	179	207
Zobowiązania krótkoterminowe inne	57	62	35	96	96
Pasywa razem	1 193	1 730	1 711	1 921	1 840
Dług netto	472	1 017	1 243	1 153	1 118
Dług netto / Kapitał własny	1,5	2,8	6,0	10,6	13,3
Dług netto / EBITDA MSSF 16	-	3,0	52,0	5,4	4,4

Rachunek przepływu [mln PLN]	2018	2019	2020	2021P	2022P
Przepływy z działalności operacyjnej	210	326	73	286	268
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-92	-11	-21	-12	-19
Przepływy z działalności finansowej	-77	-327	-64	-25	-298
Przepływy pieniężne netto	41	-12	-12	249	-50

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 41,6 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 24,9 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 730 mln PLN, czyli **41,6 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	730,2	41,6	28,1%
B	Wycena porównawcza	437,2	24,9	-23,3%
C = (100%*A + 0%*B)		730,2	41,6	28,1%

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% (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 1,17 mld PLN (negatywny wpływ COVID-19 gł. w 1H'21; w '20 wypracowano 470 mln PLN), z kolei w '22 oczekujemy dalszego odbicia do 1,37 mld PLN obrotów.

Ścieżka wynikowa w podziale na segmenty [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	1 296,1	1 614,7	470,5	1 173,3	1 371,6	1 420,1
Usługi lotnicze	1 251,9	1 559,9	453,3	1 121,3	1 310,8	1 357,1
Sprzedaż pokładowa	44,3	54,8	17,2	52,0	60,8	63,0
Wynik brutto ze sprzedaży	166,1	212,1	-124,4	64,0	121,3	166,9
Usługi lotnicze	157,8	203,1	-127,8	52,6	108,1	153,3
Sprzedaż pokładowa	8,3	9,0	3,4	11,4	13,3	13,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Na poziomie EBITDA spodziewamy się, że spółka poniesie w '21 ok. 214 mln PLN (wg MSSF 16; wg MSR 17 = 72 mln PLN). W '22 estymujemy wzrost wyniku do 252 mln PLN (wg MSSF 16; wg MSR 17 = 112 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 07.10.2021 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Enter Air na poziomie 730 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 41,6 PLN.

Model DCF

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 173,3	1 371,6	1 420,1	1 503,5	1 584,9	1 645,1	1 695,1	1 741,5	1 784,4	1 823,9
EBIT [mln PLN]	3,5	41,9	84,7	119,5	139,3	148,9	152,7	152,5	152,5	152,2
Stopa podatkowa	17%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	0,6	8,0	16,1	22,7	26,5	28,3	29,0	29,0	29,0	28,9
NOPLAT [mln PLN]	2,9	33,9	68,6	96,8	112,8	120,6	123,7	123,6	123,5	123,2
Amortyzacja, w tym: [mln PLN]	210,1	210,5	187,8	187,5	199,5	201,6	206,0	210,7	214,9	218,6
- prawo do użytkowania	124,9	129,6	132,8	135,2	137,7	140,8	144,7	148,6	151,8	154,3
CAPEX, w tym [mln PLN]	-152,9	-159,8	-349,0	-361,7	-193,0	-202,5	-209,4	-213,8	-217,4	-220,6
- opłaty leasingowe	-141,7	-140,9	-142,0	-145,1	-149,9	-156,1	-159,9	-161,3	-161,8	-162,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	0,8	9,4	0,7	2,4	2,1	0,8	0,1	-0,2	-0,5	-0,7
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-0,9	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]	60,0	94,0	-91,8	-74,9	121,5	120,5	120,5	120,2	120,5	120,4
DFCF [mln PLN]	59,3	88,6	-82,4	-64,1	98,7	92,8	87,8	82,8	78,2	73,5
Suma DFCF [mln PLN]	515,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 325,4									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 418,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 933,9									
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									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	730,2									
Ilość akcji [mln]	17,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	41,6									

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

Przychody zmiana r/r	149,4%	16,9%	3,5%	5,9%	5,4%	3,8%	3,0%	2,7%	2,5%	2,2%
EBIT zmiana r/r	-102,3%	1095,1%	102,3%	41,2%	16,5%	6,9%	2,5%	-0,1%	0,0%	-0,2%
FCF zmiana r/r	-179,0%	56,7%	-197,7%	-18,4%	-262,1%	-0,8%	0,0%	-0,2%	0,2%	0,0%
Marża EBITDA	18,2%	18,4%	19,2%	20,4%	21,4%	21,3%	21,2%	20,9%	20,6%	20,3%
Marża EBIT	0,3%	3,1%	6,0%	7,9%	8,8%	9,1%	9,0%	8,8%	8,5%	8,3%
Marża NOPLAT	17,9%	15,3%	13,2%	12,5%	12,6%	12,3%	12,2%	12,1%	12,0%	12,0%
CAPEX / Przychody	13,0%	11,6%	24,6%	24,1%	12,2%	12,3%	12,4%	12,3%	12,2%	12,1%
CAPEX / Amortyzacja	72,8%	75,9%	185,8%	192,9%	96,7%	100,5%	101,6%	101,5%	101,2%	101,0%
Zmiana KO / Przychody	-0,1%	-0,7%	-0,1%	-0,2%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-0,1%	-4,7%	-1,5%	-2,9%	-2,6%	-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	23,0%	24,2%	24,2%	25,7%	29,7%	34,1%	37,9%	41,9%	45,9%	50,0%
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	77,0%	75,8%	75,8%	74,3%	70,3%	65,9%	62,1%	58,1%	54,1%	50,0%
WACC	4,9%	4,9%	4,9%	5,0%	5,2%	5,5%	5,7%	5,9%	6,1%	6,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-1,50%	-1,00%	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%
beta	0,9	23,7	28,7	34,6	41,6	49,9	60,1	72,7	88,9	110,3
	1,0	20,4	25,0	30,4	36,7	44,2	53,3	64,4	78,5	96,8
	1,1	17,3	21,6	26,5	32,3	39,0	47,2	57,1	69,4	85,2
	1,2	14,4	18,4	22,9	28,2	34,3	41,6	50,4	61,3	75,0
	1,3	11,7	15,4	19,5	24,4	30,0	36,6	44,5	54,1	66,2
	1,4	9,2	12,6	16,4	20,8	26,0	32,0	39,1	47,7	58,3
	1,5	6,8	9,9	13,5	17,6	22,3	27,7	34,2	41,9	51,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-1,50%	-1,00%	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%
premia za ryzyko	3,00%	30,2	36,1	43,1	51,5	61,7	74,3	90,5	111,8	141,2
	4,00%	21,6	26,5	32,0	38,6	46,4	55,9	67,6	82,5	102,0
	5,00%	14,4	18,4	22,9	28,2	34,3	41,6	50,4	61,3	75,0
	6,00%	8,2	11,5	15,2	19,5	24,5	30,2	37,1	45,3	55,4
	7,00%	2,8	5,6	8,7	12,2	16,3	20,9	26,4	32,8	40,5
	8,00%	-1,9	0,5	3,1	6,0	9,4	13,2	17,6	22,7	28,7
	9,00%	-6,0	-4,0	-1,8	0,7	3,5	6,7	10,3	14,4	19,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta								
		0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7
premia za ryzyko	3,00%	88,1	83,1	78,6	74,3	70,4	66,7	63,3	60,1	57,0
	4,00%	69,7	64,6	60,1	55,9	52,1	48,5	45,2	42,2	39,4
	5,00%	54,9	50,0	45,6	41,6	38,0	34,7	31,6	28,8	26,2
	6,00%	42,8	38,1	34,0	30,2	26,9	23,8	21,0	18,4	16,1
	7,00%	32,7	28,3	24,4	20,9	17,8	15,0	12,4	10,1	7,9
	8,00%	24,2	20,1	16,4	13,2	10,3	7,7	5,4	3,3	1,3
	9,00%	16,9	13,0	9,7	6,7	4,0	1,6	-0,5	-2,5	-4,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

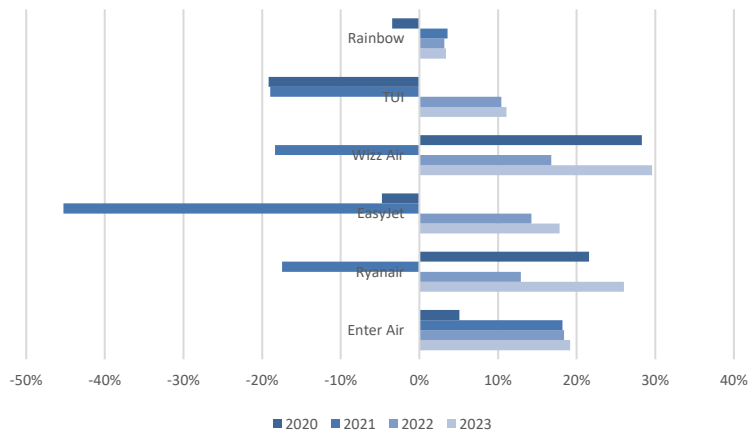
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o prognozy na lata 2022-23 dla wybranych spółek z branży lotniczej (nie uwzględniamy 2021 roku z racji trwającej epidemii COVID; epidemię traktujemy jako pewnego rodzaju zdarzenie jednorazowe). W wycenie uwzględniliśmy przewoźników niskokosztowych (Ryanair, EasyJet, Wizz Air) oraz tour-operatorów (TUI, Rainbow – główni klienci grupy, dodatkowo TUI jest właścicielem linii lotniczej TUI Fly). Analizę oparliśmy na wskaźniku EV/EBITDA (poprzednio prezentowaliśmy też analizę opartą o P/E; obecne prognozy dla wyniku netto wykazują ujemne wartości, co utrudnia analizę tym mnożnikiem). Ostateczna wycena Enter Air metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **24,9 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]

	EV/EBITDA	
	2022P	2023P
Ryanair	31,7	8,6
EasyJet	6,2	3,8
Wizz Air	21,7	6,5
TUI	5,3	4,5
Rainbow	6,7	5,7
Mediana	6,7	5,7
Enter Air	6,7	6,7
Premia/dyskonto grupa	-0,4%	17,4%
Wycena wg wskaźnika	32,9	17,0
Waga roku	50%	50%
Wycena wg wskaźników	24,9	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie marż EBITDA [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI 2Q'21

W 2Q'21 grupa wypracowała 223 mln PLN przychodów, co oznacza wzrost o ok. 983 r/r. Wynik brutto spółki wyniósł ok. -6 mln PLN. Na poziomie EBITDA Enter Air zaraportował 45 mln PLN zysku. Wynik netto był bliski 19 mln PLN. Wzrost wyników względem ubiegłego roku był spowodowany znoszeniem obostrzeń w poszczególnych krajach, a także pozytywnymi różnicami kursowymi (53 mln PLN). W obszarze usług lotniczych spółka osiągnęła 212 mln PLN obrotów, a w części sprzedaży pokładowej ok. 10 mln PLN. Cash flow z działalności operacyjnej wyniósł 67 mln PLN (vs -103 mln PLN przed rokiem).

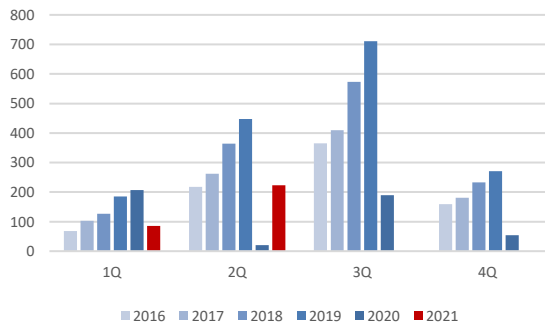
W maju '19 grupa nabyła 49% udziałów w szwajcarskim podmiocie Germania Flug AG. Enter Air zmienił nazwę firmy na Chair Airlines i zmienia jej model biznesowy na B2B. W poprzednich sprawozdaniach podano, że spółka nie planuje obecnie kolejnych akwizycji i zamierza zwiększać udziały w europejskim rynku poprzez posiadane aktywa. Linia posiada we flocie 3 samoloty (Airbus A319). Z ostatnich wypowiedzi zarządu Enter Air wynika, że do końca '22 ChAir powinien osiągnąć rentowność.

Wyniki za ostatnie kwartały [mln PLN]

Wyniki Q [mln PLN]	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	2018	2019	2020
Przychody	185	448	711	271	207	21	189	54	85	223	1 296	1 615	471
Usługi lotnicze	177	434	689	260	200	20	183	50	81	212	1 252	1 560	453
Sprzedaż pokładowa	9	14	21	12	7	0	6	4	4	10	44	55	17
Zysk brutto ze sprzedaży	28	73	157	-46	10	-83	27	-78	-60	-6	166	212	-124
SG&A	8	10	8	12	7	7	8	5	9	8	34	38	28
PPO/PKO	0	0	0	-6	0	1	-7	9	1	6	0	-7	2
EBITDA MSSF 16	66	111	200	-35	45	-45	50	-27	-18	45	159	342	24
EBIT MSSF 16	20	62	149	-62	2	-90	12	-75	-67	-8	119	169	-151
Zysk brutto	-11	67	70	-18	-95	-66	33	-60	-142	25	85	108	-188
Zysk netto	-9	54	60	-19	-77	-56	35	-56	-116	19	66	85	-154
Dług (gotówka) netto	1210	1132	1085	1017	1142	1231	1227	1243	1380	1258	472	1 017	1 243
Przychody zmiana r/r	46,4%	23,2%	24,0%	16,4%	11,8%	-95,4%	-73,4%	-80,2%	-59,0%	983,0%	37,3%	26,4%	-69,0%
Zysk netto zmiana r/r	-	177,0%	-5,7%	-	751,9%	-203,8%	-41,3%	187,5%	50,9%	-134,8%	16,7%	32,9%	-193,9%
Marża brutto na sprzedaży	-1190,4%	33,2%	90,1%	-	4,6%	-	14,4%	-	-	-	12,8%	13,1%	-
Marża EBITDA*	15,0%	16,2%	22,1%	-	21,9%	-	26,5%	-	-	20,2%	12,3%	21,2%	5,1%
Marża netto	35,9%	24,7%	28,1%	-	-	-	18,5%	-	-	8,8%	5,1%	5,3%	-

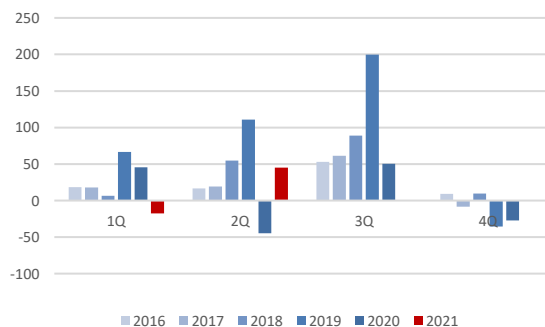
Źródło: BDM S.A., spółka, PAP; *od '19 wg MSSF 16

Przychody w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



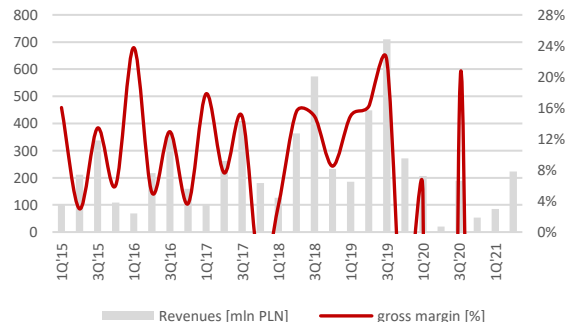
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA w ujęciu kwartalnym [mln PLN]*



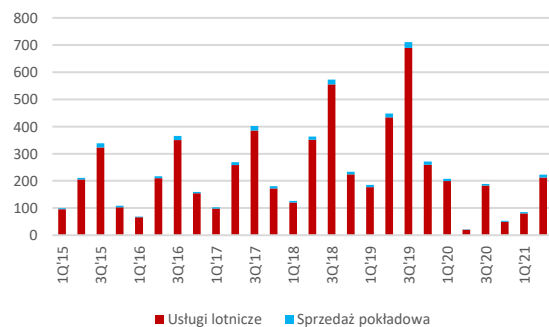
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *wg MSSF 16 od '19

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 poprzednim raporcie analitycznym, poprzednie kwartały, praktycznie od 1Q'20, były obciążone mniejszym lub większym negatywnym wpływem rozwoju pandemii COVID-19. Rozwój pandemii oraz wprowadzanie obostrzeń przełożyły się na wyraźny spadek liczby lotów oraz mniejsze obłożenie. W odpowiedzi na zaistniałą sytuację, grupa zdecydowała się na ograniczenie inwestycji, redukcję wynagrodzeń oraz renegocjacje warunków umów leasingowych (w tym zawieszenie płatności rat). Dodatkowo, zarząd spółki zawarł porozumienie z Boeingiem ws. zmiany harmonogramu dostaw nowych B737-8 MAX, potencjalnego domówienia dodatkowych maszyn w kolejnych latach oraz rozliczenia strat poniesionych w związku z „uziemiением” części maszyn we wcześniejszych okresach.

Okres 2Q'21 przyniósł stopniową odbudowę popytu i zakładamy, że wraz ze znoszeniem restrykcji, trend ten będzie kontynuowany (przykładowo poprawę sugerują odczyty publikowane przez Ryan Air, wg których liczba pasażerów w 3Q'21 wyniosła ok. 80% stanu z 3Q'19; zastrzegamy, że spółki mają różne modele biznesowe).

Prognozujemy, że w zakończonym kwartale Enter Air zrealizował ponad 80% lotów w relacji do 3Q'19 oraz o ok. 160% więcej niż w 3Q'20. Dlatego też oczekujemy zdecydowanego wzrostu wyników. Szacujemy, że przychody zwiększyły się do 601 mln PLN (przed rokiem 189 mln PLN), w tym 581 mln PLN z tyt. zrealizowanych usług lotniczych. Na poziomie EBITDA MSSF 16 spodziewamy się 174 mln PLN, a zysk netto powinien wzrosnąć do niemal 40 mln PLN (w 3Q'20 = 35 mln PLN; zakładamy, że negatywne różnice kursowe obciążą wynik w wys. 54 mln PLN).

Przyjmujemy, że odbudowa rezultatów będzie widoczna także w 4Q'21 oraz w '22. Oczekujemy, że kolejne lata przyniosą postępującą odbudowę ruchu turystycznego oraz obłożenia maszyn. Estymujemy, że w '21 Enter Air wypracuje 1,17 mld PLN przychodów, ok. 214 mln PLN EBITDA MSSF 16 i poniesie 98 mln PLN straty netto (głównie z powodu bardzo słabego 1Q'21). W '22 liczymy na wzrost sprzedaży do 1,37 mld PLN i EBITDA MSSF 16 do 252 mln PLN (w modelu przesunęliśmy dostawy nowych Boeingów na '23, co po części wpłynęło na przyszłoroczne prognozy). W naszej ocenie głównym czynnikiem ryzyka pozostaje wpływ COVID-19 na prowadzoną działalność oraz kształtowanie cen paliw (zwracamy jednak uwagę, że model biznesowy grupy zakłada oparcie stawki lotu o koszt paliwa, co pozwala niwelować w dużej mierze negatywne wahania). Pod kątem płynnościowym, grupa otrzymała od PFR pożyczkę płynnościową w wys. 287 mln PLN, co w naszej ocenie powinno pozwolić 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'21	2Q'21	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	85,0	222,7	600,5	265,1	470,5	1 173,3	1 371,6	1 420,1
Usługi lotnicze	176,7	434,2	689,4	259,6	199,9	20,4	183,1	49,9	80,7	212,5	580,8	247,3	453,3	1 121,3	1 310,8	1 357,1
Sprzedaż pokładowa	8,5	13,6	21,1	11,5	7,3	0,1	6,2	3,6	4,3	10,2	19,7	17,9	17,2	52,0	60,8	63,0
Wynik brutto ze sprzedaży	27,7	72,5	157,4	-45,5	9,5	-83,2	27,2	-77,9	-60,2	-6,0	146,9	-16,8	-124,4	64,0	121,3	166,9
Usługi lotnicze	25,5	69,4	153,6	-45,4	7,7	-82,9	26,5	-79,1	-61,0	-8,5	144,5	-22,4	-127,8	52,6	108,1	153,3
Sprzedaż pokładowa	2,2	3,2	3,7	-0,1	1,8	-0,3	0,8	1,1	0,9	2,5	2,4	5,7	3,4	11,4	13,3	13,7
EBITDA MSSF 16	66,5	110,8	199,9	-35,4	45,4	-44,6	50,2	-27,2	-17,7	44,9	173,5	12,8	23,9	213,6	252,4	272,5
EBITDA MSR 17	42,2	72,6	156,5	-68,0	15,9	-84,2	5,3	-63,3	-47,2	8,1	131,8	-20,8	-126,4	71,9	111,5	130,5
EBIT MSSF 16	20,2	61,7	149,0	-62,4	2,1	-90,0	11,9	-74,5	-67,5	-8,4	120,2	-40,8	-150,5	3,5	41,9	84,7
EBIT MSR 17	26,4	54,1	138,0	-62,3	4,9	-95,3	1,2	-82,2	-65,9	-14,2	109,5	-42,7	-171,4	-13,3	30,6	75,5
Wynik brutto	-11,0	66,8	70,4	-18,4	-94,7	-66,0	32,9	-60,2	-142,1	25,4	48,9	-49,8	-188,0	-117,6	-30,6	14,3
Wynik netto	-9,0	54,0	59,5	-19,5	-77,0	-56,0	34,9	-56,0	-116,3	19,5	39,6	-40,3	-154,1	-97,5	-24,8	11,6
marża brutto ze sprzedaży	15,0%	16,2%	22,1%	-	4,6%	-	14,4%	-	-	-	24,5%	-	-	5,5%	8,8%	11,8%
marża EBITDA MSSF 16	35,9%	24,7%	28,1%	-	21,9%	-	26,5%	-	-	20,2%	28,9%	4,8%	5,1%	18,2%	18,4%	19,2%
marża EBITDA MSR 17	22,8%	16,2%	22,0%	-	7,7%	-	2,8%	-	-	3,7%	21,9%	-	-	6,1%	8,1%	9,2%
marża EBIT MSSF 16	10,9%	13,8%	21,0%	-	1,0%	-	6,3%	-	-	-	20,0%	-	-	0,3%	3,1%	6,0%
marża netto	-	12,1%	8,4%	-	-	-	18,5%	-	-	8,8%	6,6%	-	-	-	-	0,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza ogólna na lata 2021-2030 [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody	1 296,1	1 614,7	470,5	1 173,3	1 371,6	1 420,1	1 503,5	1 584,9	1 645,1	1 695,1	1 741,5	1 784,4	1 823,9
Usługi lotnicze	1 251,9	1 559,9	453,3	1 121,3	1 310,8	1 357,1	1 436,9	1 514,6	1 572,2	1 620,0	1 664,3	1 705,3	1 743,1
Sprzedaż pokładowa	44,3	54,8	17,2	52,0	60,8	63,0	66,7	70,3	72,9	75,2	77,2	79,1	80,9
Wynik brutto ze sprzedaży	166,1	212,1	-124,4	64,0	121,3	166,9	206,6	231,1	244,2	250,0	252,6	255,0	256,9
Usługi lotnicze	157,8	203,1	-127,8	52,6	108,1	153,3	192,2	216,0	228,6	234,0	236,2	238,3	239,9
Sprzedaż pokładowa	8,3	9,0	3,4	11,4	13,3	13,7	14,4	15,1	15,6	16,0	16,4	16,7	17,0
EBITDA MSSF 16	159,3	341,7	23,9	213,6	252,4	272,5	307,0	338,8	350,5	358,7	363,2	367,4	370,7
EBITDA MSR 17	159,3	203,4	-126,4	71,9	111,5	130,5	161,9	188,9	194,3	198,8	202,0	205,5	208,7
EBIT MSSF 16	118,9	168,5	-150,5	3,5	41,9	84,7	119,5	139,3	148,9	152,7	152,5	152,5	152,2
EBIT MSR 17	118,9	156,3	-171,4	-13,3	30,6	75,5	109,6	127,1	133,6	137,4	139,8	142,5	144,5
Wynik brutto	84,6	107,8	-188,0	-117,6	-30,6	14,3	48,3	71,0	87,2	95,6	98,9	102,7	106,3
Wynik netto	66,3	85,0	-154,1	-97,5	-24,8	11,6	39,1	57,5	70,6	77,4	80,1	83,2	86,1
marża brutto ze sprzedaży	12,8%	13,1%	-	5,5%	8,8%	11,8%	13,7%	14,6%	14,8%	14,7%	14,5%	14,3%	14,1%
marża EBITDA MSSF 16	12,3%	21,2%	5,1%	18,2%	18,4%	19,2%	20,4%	21,4%	21,3%	21,2%	20,9%	20,6%	20,3%
marża EBITDA MSR 17	12,3%	12,6%	-	6,1%	8,1%	9,2%	10,8%	11,9%	11,8%	11,7%	11,6%	11,5%	11,4%
marża EBIT MSSF 16	9,2%	10,4%	-	0,3%	3,1%	6,0%	7,9%	8,8%	9,1%	9,0%	8,8%	8,5%	8,3%
marża netto	5,1%	5,3%	-	-	-	0,8%	2,6%	3,6%	4,3%	4,6%	4,6%	4,7%	4,7%

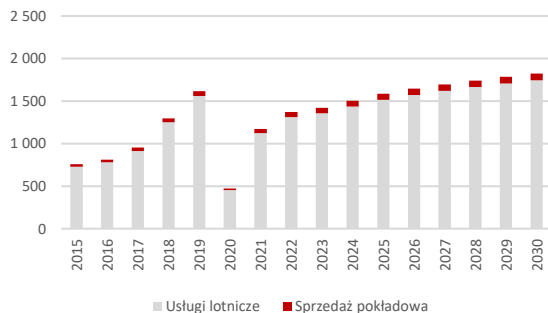
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 13.05.2020 [mln PLN]

	2021P			2022P			2023P		
	stara	nowa	zmiana	stara	nowa	zmiana	stara	nowa	zmiana
Przychody	1 037,6	1 173,3	13,1%	1 294,2	1 371,6	6,0%	1 407,0	1 420,1	0,9%
Usługi lotnicze	1 002,0	1 121,3	11,9%	1 249,9	1 310,8	4,9%	1 358,8	1 357,1	-0,1%
Sprzedaż pokładowa	35,5	52,0	46,5%	44,3	60,8	37,3%	48,2	63,0	30,6%
Wynik brutto ze sprzedaży	133,0	64,0	-51,9%	193,8	121,3	-37,4%	212,8	166,9	-21,5%
Usługi lotnicze	129,3	52,6	-59,3%	189,2	108,1	-42,9%	208,0	153,3	-26,3%
Sprzedaż pokładowa	3,7	11,4	207,8%	4,5	13,3	-	4,9	13,7	-
EBITDA MSSF 16	238,5	213,6	-10,4%	289,3	252,4	-12,8%	313,5	272,5	-13,1%
EBITDA MSR 17	88,2	71,9	-18,4%	120,6	111,5	-7,6%	134,8	130,5	-3,2%
EBIT MSSF 16	80,3	3,5	-95,6%	127,8	41,9	-67,3%	141,1	84,7	-40,0%
EBIT MSR 17	46,3	-13,3	-	79,1	30,6	-61,3%	93,2	75,5	-19,0%
Wynik brutto	15,6	-117,6	-	40,4	-30,6	-	51,3	14,3	-72,2%
Wynik netto	12,6	-97,5	-	32,8	-24,8	-	41,6	11,6	-72,2%
Marża brutto ze sprzedaży	12,8%	5,5%	-	15,0%	8,8%	-	15,1%	11,8%	-
Marża EBITDA MSSF 16	23,0%	18,2%	-	22,4%	18,4%	-	22,3%	19,2%	-
Marża EBITDA MSR 17	8,5%	6,1%	-	9,3%	8,1%	-	9,6%	9,2%	-
Marża EBIT MSSF 16	7,7%	0,3%	-	9,9%	3,1%	-	10,0%	6,0%	-
Marża zysku netto	1,2%	-	-	2,5%	-	-	3,0%	0,8%	-

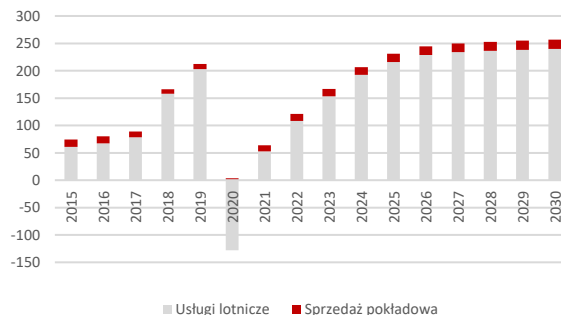
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody w podziale na segmenty [mln PLN]



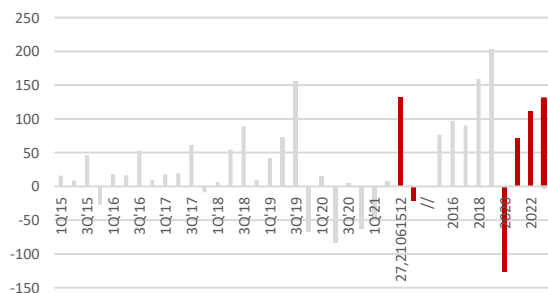
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



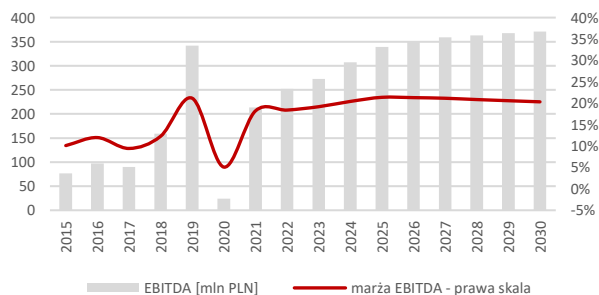
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA w kolejnych okresach [mln PLN]*



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

Marża EBITDA w okresie prognozy*



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

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Krzysztof Tkocz**

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

Michał Fidelus

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

Adrian Górniak

Analityk rynku akcji
tel. (+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

Piotr Komorowski

tel. (022) 62-20-851
e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	41,6	Trzymaj	41,8	07.10.2021*	07:00 CEST	32,5	71 789
Trzymaj	41,8	Kupuj	28,3	13.05.2021*	07:00 CEST	41,2	62 214
Kupuj	28,3	Akumuluj	37,1	22.10.2020*	07:00 CEST	20,2	47 912
Akumuluj	37,1	Kupuj	52,2	12.06.2020*	08:00 CEST	33,6	51 487
Kupuj	52,2	Kupuj	48,4	11.12.2019*	10:40 CEST	44,4	55 530
Kupuj	48,4	Akumuluj	41,0	09.10.2019*	14:35 CEST	37,5	56 233
Akumuluj	41,0	---	---	26.07.2019*	13:57 CEST	36,2	60 151

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

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych), kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'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	1	100%	3	100%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

Nota prawna:

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

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

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

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

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

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

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

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie 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 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 portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty 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 07.10.2021 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 niedokładne, niewyzerowane 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 opinii analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim 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 06.10.2021 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 nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane *
- Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

*BDM jest stroną „UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUG PRZYGOTOWANIA RAPORTÓW ANALITYCZNYCH” zawartej z GPW.

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