



Dom Maklerski BDM S.A.

ENTER AIR

RAPORT ANALITYCZNY

Wydajemy zalecenie Akumuluj dla akcji Enter Air, wyznaczając jednocześnie cenę docelową na poziomie 25,3 PLN/walor, czyli 11% powyżej obecnej ceny rynkowej. Spodziewamy się, że pomimo coraz cięższego otoczenia makro (m.in. inflacja, ceny paliwa, raty kredytów) ruch turystyczny będzie się odbudowywał. Istotnym impulsem popytowym dla wyjazdów zagranicznych jest luzowanie/ zniesienie obostrzeń pandemicznych, które przez ok. 2 lata znacząco utrudniały podróżowanie i zniechęcały potencjalnych turystów. Ponadto liczymy na poprawę użycia floty, co razem z odroczonego popytem przełoży się na większą liczbę lotów na fotel vs 2019 r. Prognozujemy jednak, że w związku z wyższymi kosztami, spółce nie uda się osiągnąć marżowości z dotychczas najlepszego roku, a spółka zakończy 2022r. z wynikiem EBITDA na poziomie 329,2 mln PLN.

Odbudowa popytu i poprawa użycia floty

Pierwsza połowa tego roku stała pod odbudową popytu (potwierdzają to po części odczyty publikowane przez Ryan Air; [link](#)), co w istotny sposób przełożyło się na wzrost liczby wykonywanych lotów w tym okresie (zarówno r/r jak i vs 2019r.). Ponadto w pandemii spółka miała problem z efektywnością wykorzystywanych zasobów, co związane było m.in. z kumulacją rejsów w czasie weekendów. Aktualnie użycie floty jest na znacznie lepszym poziomie, loty rozłożone są w całym tygodniu, a efektywność (liczba wylatanych godzin na samolot) przewyższa nawet tą z 2019r. W 2Q'22 spodziewamy się zbliżonej liczby wykonanych powietrznych operacji vs 2Q'19. Szacujemy, że w minionym kwartale udało się spółce wypracować 587,2 mln PLN przychodów, ok. 27,8 mln PLN EBITDA MSSF 16.

Dalsza perspektywa tego roku

W kolejnych okresach pomimo coraz cięższego otoczenia makro (m.in. inflacja, ceny paliwa, raty kredytów) spodziewamy się kontynuacji odbudowy ruchu turystycznego. Istotnym impulsem popytowym dla wyjazdów zagranicznych jest luzowanie/ zniesienie obostrzeń pandemicznych, które przez ok. 2 lata znacząco utrudniały podróżowanie i zniechęcały potencjalnych turystów. Mając powyższe na uwadze estymujemy, że w bieżącym roku spółka osiągnie 2,15 mld PLN przychodów oraz ok. 329,2 mln PLN EBITDA MSSF 16.

Ryzyka

Pomimo luzowania/ zniesienia obostrzeń pandemicznych w większości krajów, wciąż podstawowym ryzykiem dla naszych prognoz są potencjalne kolejne fale COVID-19 i ich następstwa. Ponadto wyżej wspomniane pogarszające się otoczenie makro i zmiany cen paliwa (przekładane na klienta) mogą w kolejnych okresach negatywnie wpłynąć na popyt na wyjazdy zagraniczne i odbudowę ruchu turystycznego. Zwracamy jednak uwagę, iż istotną „poduszką” bezpieczeństwa na wypadek zmaterializowania się, któregoś z wymienionych zagrożeń jest otrzymana przez Enter Air pożyczka płynnościowa od PFR w wysokości 287 mln PLN (na stałej stopie %).

...w tym braku pracowników na europejskich portach oraz strajki w liniach lotniczych

Istotnym zagrożeniem dla tegorocznych wyników spółek lotniczych są braki personelu i strajki w liniach lotniczych. Wielu europejskich przewoźników w związku z ograniczeniami przepustowości lotnisk zredukowało liczbę planowanych połączeń. Naszym zdaniem w przypadku Enter Air, istnieje niewielkie prawdopodobieństwo, iż ryzyko odwołania lotów przez linię się zmaterializuje i ograniczy się ono jedynie do opóźnień (kilku % w skali wszystkich rejsów). Zwracamy uwagę, na osiągnięte w ostatnich dniach porozumienie kontrolerów lotów z PAŻP.

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	1 614,7	470,5	1 120,3	2 149,1	2 283,7	2 232,7
EBITDA MSSF 16 [mln PLN]	341,7	23,9	208,8	329,2	377,3	386,9
EBIT MSSF 16 [mln PLN]	168,5	-150,5	-14,1	194,1	147,2	152,3
Wynik brutto [mln PLN]	107,8	-188,0	-141,1	5,7	69,5	81,2
Wynik netto [mln PLN]	85,0	-154,1	-117,1	4,5	56,3	65,8
Marża brutto ze sprzedaży	13,1%	-26,4%	4,7%	7,4%	8,6%	8,9%
Marża EBITDA MSSF 16	21,2%	5,1%	18,6%	15,3%	16,5%	17,3%
Marża EBIT MSSF 16	10,4%	-32,0%	-1,3%	5,2%	6,4%	6,8%
Marża zysku netto	5,3%	-32,8%	-10,5%	0,2%	2,5%	2,9%
P/BV	1,1	1,9	4,5	4,3	2,7	1,9
P/E	4,7	-	-	90,0	7,1	6,1
EV/EBITDA MSSF 16	4,2	68,8	8,6	5,2	4,3	3,8
EV/EBIT MSSF 16	8,4	-	-	8,9	10,9	9,8
DPS	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DY	3,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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.

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

AKUMULUJ

(POPZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 25,3 PLN

11 LIPCA 2022, 08:00 CET

Wycena końcowa [PLN]	25,3
Potencjał do wzrostu / spadku	11%
Koszt kapitału	7,6%
Cena rynkowa [PLN]	22,9
Kapitalizacja [mln PLN]	401,8
Ilość akcji [mln. szt.]	17,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	30,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	20,5
Stopa zwrotu za 3 mc	-21,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	-30,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	-35,5%
Struktura akcjonariatu:	
ENT Investments Ltd	51,5%
NN PTE	10,7%
Generali OFE	8,2%
Investors TFI	6,9%
Pozostali	22,7%

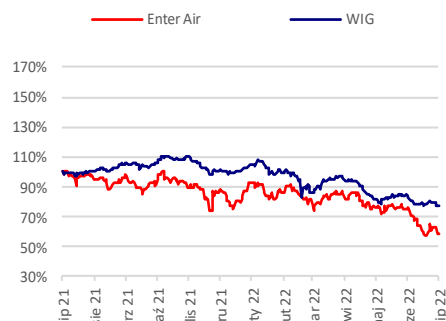
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



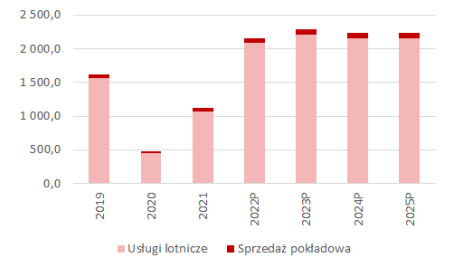
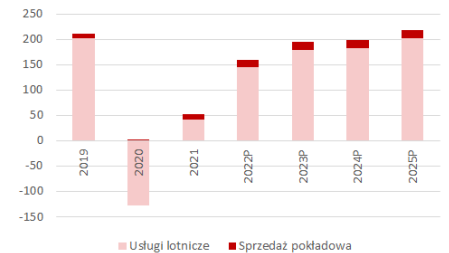
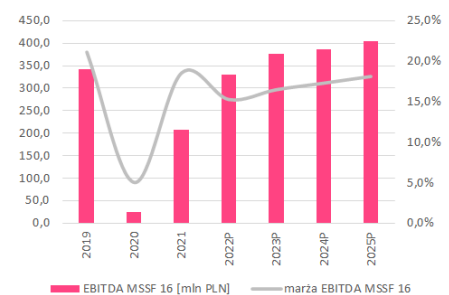
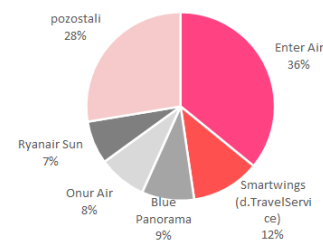
SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
WYNIKI ZA 1Q'22.....	8
PODSUMOWANIE KONFERENCJI WYNIKOWEJ ZA 1Q'22 (06.06.2022)	9
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	10
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	12

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 614,7	470,5	1 120,3	2 149,1	2 283,7	2 232,7	2 230,5
Usługi lotnicze	1 559,9	453,3	1 070,0	2 088,3	2 206,5	2 157,2	2 155,1
Sprzedaż pokładowa	54,8	17,2	50,3	60,8	77,2	75,5	75,4
Zysk brutto ze sprzedaży	212,1	-124,4	52,1	159,6	195,4	199,5	218,3
SG&A	37,6	28,0	35,0	43,0	45,9	44,9	44,9
PPO/PKO	-6,0	1,9	-30,0	77,5	-2,3	-2,2	-2,2
EBITDA MSSF 16	341,7	23,9	208,2	329,2	377,3	386,9	405,1
EBIT MSSF 16	168,5	-150,5	-14,1	194,1	147,2	152,3	171,2
Zysk brutto	107,8	-188,0	-141,1	5,7	69,5	81,2	103,5
Zysk netto	85,0	-154,1	-117,1	4,5	56,3	65,8	83,8
Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	1 517,6	1 574,6	1 395,4	1 454,8	1 392,4	1 336,5	1 496,8
Rzeczowe aktywa trwałe	1 389,2	1 456,1	1 236,3	1 284,4	1 228,4	1 172,3	1 332,5
Pozostałe aktywa trwałe	128,5	118,5	159,1	170,4	164,0	164,1	164,3
Aktywa obrotowe	212,0	136,3	351,6	374,5	408,4	416,1	397,5
Zapasy	6,0	4,0	4,2	5,7	6,1	5,9	5,9
Należności krótkoterminowe	95,6	41,1	78,7	136,0	144,5	141,3	141,1
Środki pieniężne	88,5	78,8	268,7	232,8	257,7	268,9	250,4
Pozostałe aktywa obrotowe	21,9	12,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	1 729,7	1 710,9	1 747,0	1 829,3	1 800,7	1 752,6	1 894,2
Kapitał własny	361,6	206,2	89,0	94,4	150,7	216,5	300,3
Udziały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 368,1	1 504,7	1 658,0	1 734,9	1 650,0	1 536,1	1 593,9
Rezerwy na zobowiązania	2,8	2,0	2,0	10,8	10,8	10,8	10,8
Oprocentowane zobow. długoterm.	874,7	940,4	1 077,5	1 280,9	1 188,7	1 106,7	1 193,8
Zobowiązania długoterminowe inne	76,8	34,7	23,7	20,9	20,9	20,9	20,9
Oprocentowane zobow. krótkoterm.	230,4	381,8	386,1	277,6	277,6	248,5	219,3
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	120,9	111,0	139,2	117,8	125,2	122,4	122,3
Zobowiązania krótkoterminowe inne	62,4	34,7	29,4	26,9	26,9	26,9	26,9
Pasywa razem	1 729,7	1 710,9	1 747,0	1 829,3	1 800,7	1 752,6	1 894,2
Dług netto	1 016,7	1 243,5	1 389,3	1 325,7	1 208,6	1 086,3	1 162,7
Dług netto / Kapitał własny	2,8	6,0	15,6	14,0	8,0	5,0	3,9
Dług netto / EBITDA MSSF 16	3,0	52,0	6,7	4,0	3,2	2,8	2,9
Rachunek przepływu [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	325,8	73,2	225,5	248,0	364,7	372,1	385,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-11,0	-21,4	3,7	-20,7	-26,2	-39,0	-257,4
Przepływy z działalności finansowej	-326,7	-63,6	609,4	-280,7	-296,0	-321,9	-146,6
Przepływy pieniężne netto	-11,9	-11,8	189,0	-53,4	42,5	11,1	-18,5
Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S	0,2	0,9	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
P/E	4,7	-	-	90,0	7,1	6,1	4,8
P/BV	1,1	1,9	4,5	4,3	2,7	1,9	1,3
EV/EBITDA MSSF 16	4,2	68,8	8,6	5,2	4,3	3,8	3,9
EV/EBIT MSSF 16	8,4	-	-	8,9	10,9	9,8	9,1
EV/S	0,9	3,5	1,6	0,8	0,7	0,7	0,7
BVPS	12,4	14,9	18,1	20,6	11,8	5,1	5,4
EPS	2,6	3,3	3,8	4,8	-8,8	-6,7	0,3
DPS (w danym roku)	0,2	0,5	0,5	0,7	0,0	0,0	0,0
Wskaźniki	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	24,6%	-70,9%	138,1%	91,8%	6,3%	-2,2%	-0,1%
EBITDA MSSF 16 zmiana r/r	114,6%	-93,0%	770,8%	58,1%	14,6%	2,5%	4,7%
Zysk netto zmiana r/r	28,3%	-	-	-	-	16,9%	27,4%
Marża brutto na sprzedaży	13,1%	-26,4%	4,7%	7,4%	8,6%	8,9%	9,8%
Marża EBITDA MSSF 16	21,2%	5,1%	18,6%	15,3%	16,5%	17,3%	18,2%
Marża netto	5,3%	-32,8%	-10,5%	0,2%	2,5%	2,9%	3,8%
ROE	23,5%	-74,8%	-131,5%	4,7%	37,4%	30,4%	27,9%
ROA	4,9%	-9,0%	-6,7%	0,2%	3,1%	3,8%	4,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; wskaźniki obliczone przy cenie rynkowej 22,9 PLN.

Przychody wg segmentów [mln PLN]

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

EBITDA i marża EBITDA w okresie prognozy

Udział w rynku czarterowym w Polsce'20 [%]


Główne czynniki ryzyka: 1) COVID-19 i jego konsekwencje 2) Otoczenie makroekonomiczne 3) Koncentracja klientów 4) Konkurencja rynkowa 5) Katastrofy lotnicze 6) Wstrzymanie lotów Boeing 737 MAX8 7) Ataki terrorystyczne i konflikty militarne 8) Katastrofy naturalne i epidemie 9) Zmiany cen paliw 10) Sezonowość wyników 11) Ryzyko stóp procentowych

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 25,3 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 30,9 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 444,0 mln PLN, czyli **25,3 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	444,0	25,3	11%
B	Wycena porównawcza	542,7	30,9	31%
C = (100%*A + 0%*B)		Wycena końcowa	444,0	25,3
			11%	

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 7,0%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,2x.

Główne założenia modelu:

- Szacujemy, że w 2022 r. spółce uda się wypracować 2,15 mld PLN przychodów ze sprzedaży (wzrost rejsów vs 2019 r. na poziomie ok. 2%) oraz 329,2 mln PLN na poziomie EBITDA (wg MSSF 16).
- W latach 2023-2024 w związku z trudnym otoczeniem makro spodziewamy się stabilizacji r/r liczby wykonywanych operacji z rynku polskiego i delikatnego wzrostu zagranicy (naszym zdaniem zagraniczni klienci będą szukali tańszych rozwiązań).

Ścieżka wynikowa w podziale na segmenty [mln PLN]

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	1 614,7	470,5	1 120,3	2 149,1	2 283,7	2 232,7	2 230,5	2 298,4
Usługi lotnicze	1 559,9	453,3	1 070,0	2 088,3	2 206,5	2 157,2	2 155,1	2 220,7
Sprzedaż pokładowa	54,8	17,2	50,3	60,8	77,2	75,5	75,4	77,7
Wynik brutto ze sprzedaży	212,1	-124,4	52,1	159,6	195,4	199,5	218,3	187,7
Usługi lotnicze	203,1	-127,8	41,0	146,0	178,3	182,8	201,8	170,7
Sprzedaż pokładowa	9,0	3,4	11,0	13,5	17,1	16,7	16,6	17,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- 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 2023-31 (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- Dywidenda - istnieje możliwość, że jeżeli spółka osiągnie dochód w tym roku, to będzie mogła wystąpić do PFR o pozwolenie na wypłatę dywidendy. Celem przewoźnika jest powrót do normalności również w kwestii dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami. Aktualnie w naszym modelu przyjmujemy konserwatywny scenariusz, który zakłada, że spółka nie będzie wpłacała dywidendy.
- Uwzględniamy również wartość posiadanych udziałów (Enter Air posiada 49% akcji; ok. 19,0 mln PLN wg sprawozdania za 1Q'22) i pożyczki dla Chair Airlines (ok. 16,2 mln PLN).
- Chair Airlines – w naszym modelu zakładamy, iż spółka w kolejnych latach będzie generowała niewielki sześciocyfrowy wynik netto.
- Własny hangar – zakładamy, że zostanie sfinansowany przez dostawcę tego hangaru, na który wezmą leasing. Spodziewamy się, iż dzięki niemu spółka będzie w stanie w sezonie niskim dokonać przeglądu 1/5 swojej floty (aktualnie wszystkie outsourcowane), co przełoży się na niższe koszty z tego tytułu. Ponadto przez mniejszą usterkowość (precyzyjniejsze przeglądy) może się to przełożyć na wzrost efektywności wykorzystywanej floty.
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2031 roku na poziomie 1,0%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2031 roku.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2021 roku, uwzględniając leasingi związane z obowiązującym standardem MSSF 16.
- Do obliczeń przyjęliśmy 17,5 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 11.07.2022 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Enter Air na poziomie 444,0 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 25,3 PLN.

Model DCF

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	2 149,1	2 283,7	2 232,7	2 230,5	2 298,4	2 335,4	2 388,2	2 497,3	2 610,0	2 672,8
EBIT [mln PLN]	112,3	147,2	152,3	171,2	139,2	158,3	153,2	198,1	176,2	206,1
Stopa podatkowa	21%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	24,0	28,0	28,9	32,5	26,4	30,1	29,1	37,6	33,5	39,2
NOPLAT [mln PLN]	88,3	119,3	123,4	138,7	112,7	128,3	124,1	160,5	142,7	166,9
Amortyzacja, w tym: [mln PLN]	216,9	230,1	234,6	233,9	279,3	274,3	270,1	263,6	320,7	302,4
CAPEX, w tym: [mln PLN]	-153,7	-174,1	-178,5	-394,0	-184,8	-188,7	-192,5	-374,4	-209,2	-213,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-80,2	-1,5	0,6	0,0	-0,8	-0,4	-0,6	-1,2	-1,3	-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
FCF [mln PLN]	71,2	173,8	180,0	-21,4	206,4	213,4	201,1	48,4	253,0	254,9
DFCF [mln PLN]	68,8	155,3	148,6	-16,3	144,6	137,2	118,4	26,0	124,0	113,6
Suma DFCF [mln PLN]	1 020,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1 746,1									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	777,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 798,1									
Dług netto 2021 [mln PLN]*	1 389,3									
Udziały w Chair Airlines [mln PLN]	35,2									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	444,0									
Ilość akcji [tys.]	17,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	25,3									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +3,0%

Przychody zmiana r/r	91,8%	6,3%	-2,2%	-0,1%	3,0%	1,6%	2,3%	4,6%	4,5%	2,4%
EBIT zmiana r/r	-	31,1%	3,5%	12,4%	-18,7%	13,8%	-3,2%	29,3%	-11,1%	16,9%
FCF zmiana r/r	-63,4%	143,9%	3,6%	-111,9%	-1065,5%	3,4%	-5,8%	-75,9%	422,5%	0,8%
Marża EBITDA	15,3%	16,5%	17,3%	18,2%	18,2%	18,5%	17,7%	18,5%	19,0%	19,0%
Marża EBIT	5,2%	6,4%	6,8%	7,7%	6,1%	6,8%	6,4%	7,9%	6,8%	7,7%
Marża NOPLAT	4,1%	5,2%	5,5%	6,2%	4,9%	5,5%	5,2%	6,4%	5,5%	6,2%
CAPEX / Przychody	7,2%	7,6%	8,0%	17,7%	8,0%	8,1%	8,1%	15,0%	8,0%	8,0%
CAPEX / Amortyzacja	70,9%	75,7%	76,1%	168,5%	66,2%	68,8%	71,3%	142,1%	65,2%	70,7%
Zmiana KO / Przychody	3,7%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	7,8%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%

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

Kalkulacja WACC

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
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	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Udział kapitału własnego	14,8%	18,6%	22,7%	25,4%	29,5%	33,8%	38,7%	41,7%	46,7%	51,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,7%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
Udział kapitału obcego	85,2%	81,4%	77,3%	74,6%	70,5%	66,2%	61,3%	58,3%	53,3%	49,0%
WACC	7,6%	8,0%	8,3%	8,4%	8,7%	9,0%	9,2%	9,4%	9,7%	10,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
beta	0,9	19,9	22,0	24,3	26,8	29,6	32,7	36,2	40,2	44,9
	1,0	18,2	20,1	22,2	24,6	27,2	30,1	33,4	37,1	41,3
	1,1	16,5	18,3	20,3	22,5	24,9	27,6	30,7	34,1	38,0
	1,2	14,8	16,5	18,4	20,5	22,8	25,3	28,1	31,3	35,0
	1,3	13,2	14,9	16,6	18,6	20,7	23,1	25,8	28,7	32,1
	1,4	11,7	13,3	14,9	16,8	18,8	21,0	23,5	26,3	29,4
	1,5	10,3	11,7	13,3	15,0	16,9	19,0	21,3	23,9	26,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
premia za ryzyko	3%	23,4	25,7	28,2	31,0	34,2	37,8	41,8	46,5	51,9
	4%	18,9	20,8	23,0	25,4	28,1	31,1	34,5	38,3	42,7
	5%	14,8	16,5	18,4	20,5	22,8	25,3	28,1	31,3	35,0
	6%	11,1	12,6	14,3	16,1	18,0	20,2	22,6	25,3	28,3
	7%	7,8	9,1	10,6	12,1	13,8	15,7	17,8	20,0	22,6
	8%	4,8	5,9	7,2	8,6	10,0	11,7	13,4	15,4	17,6
	9%	2,0	3,0	4,1	5,3	6,6	8,0	9,6	11,3	13,1

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%	41,2	40,0	38,9	37,8	36,7	35,7	34,7	33,8	32,9
	4%	35,0	33,6	32,3	31,1	29,9	28,8	27,8	26,7	25,8
	5%	29,4	28,0	26,6	25,3	24,1	22,9	21,8	20,8	19,8
	6%	24,4	22,9	21,5	20,2	19,0	17,8	16,7	15,7	14,7
	7%	20,0	18,4	17,0	15,7	14,5	13,3	12,2	11,2	10,3
	8%	15,9	14,4	13,0	11,7	10,5	9,3	8,3	7,3	6,4
	9%	12,2	10,7	9,3	8,0	6,9	5,8	4,8	3,8	3,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

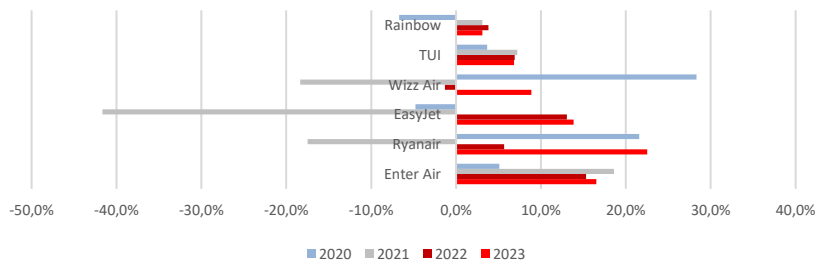
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o prognozy na lata 2022-24 dla wybranych spółek z branży lotniczej. W wycenie uwzględniliśmy przewoźników niskokosztowych (Ryanair, EasyJet, Wizz Air) oraz tour-operatorów (TUI, Rainbow – główni klienci grupy, dodatkowo TUI jest właścicielem linii lotniczej TUI Fly). . Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). Ostateczna wycena Enter Air metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **30,9 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]

	P/E			EV/EBITDA		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Ryanair	-	11,7	10,6	54,0	6,6	5,9
EasyJet	555,1	9,6	6,9	4,7	3,0	2,8
Wizz Air	-	-	6,2	-	13,2	4,4
TUI	30,6	5,3	4,6	4,0	2,7	2,3
Rainbow	7,7	8,9	7,7	5,7	6,2	5,6
Mediana	30,6	9,2	6,9	5,2	6,2	4,4
Enter Air	90,0	7,1	6,1	5,2	4,3	3,8
Premia/dyskonto dla Enter Air	293,9%	77,2%	88,1%	100,7%	68,5%	87,6%
Wycena wg wskaźnika	7,8	29,6	26,0	22,2	65,1	34,9
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		21,1			40,7	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]						30,9

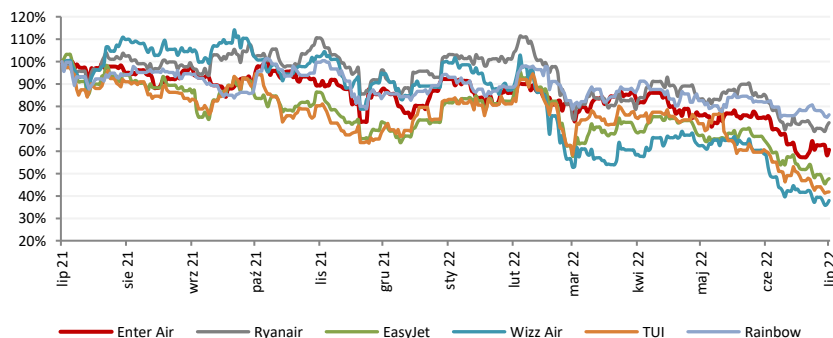
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie marża EBITDA [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów od lipca 2021 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI ZA 1Q'22

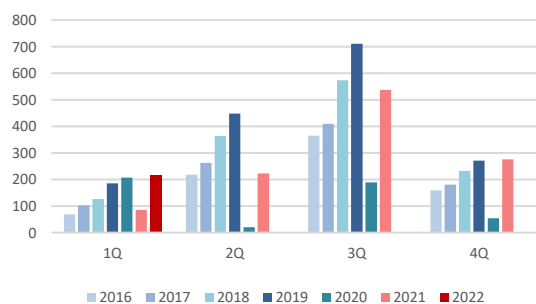
Na przestrzeni 1Q'22 spółka wypracowała 215,1 mln PLN **przychodów** (+153,1% r/r), a liczba wykonanych lotów zwiększyła się bardzo istotnie (zdecydowany wzrost przychodów r/r związany był z ustępującą pandemią Covid-19, a zakontraktowanie w 2022 roku sugeruje, że Polacy chętnie po zniesieniu restrykcji wracają do planowania wakacji za granicą). W obszarze usług lotniczych spółka osiągnęła 206,8 mln PLN obrotów (+156,1% r/r), a w części sprzedaży pokładowej 8,4 mln PLN (+94,2% r/r). W omawianym okresie **koszt własny sprzedaży** urosł o 65,3% r/r do poziomu 237,3 mln PLN, a głównym czynnikiem wpływającym na wyższy poziom kosztów w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego jest przede wszystkim wzrost kosztów zużycia materiałów i energii (+245,1% r/r) w związku z większą ilością wykonanych operacji lotniczych. **Wynik brutto** spółki wyniósł -22,2 mln PLN (vs -60,2 mln PLN w 1Q'21), co jest poziomem niższym od naszych oczekiwań. W omawianym okresie spółka zanotowała 36,6 mln PLN pozostałych przychodów operacyjnych, które dotyczyły rozwiązania odpisu aktualizującego środki trwałe. Natomiast pozostałe koszty operacyjne sięgnęły 40,9 mln PLN i mają związek jedynie ze stratą na sprzedaży samolotu (Boeing 737-800) w styczniu 2022 roku. Na poziomie **EBITDA MSSF16** Enter Air zaraportował 18,1 mln PLN zysku (vs 17,7 mln PLN straty w 1Q'21) – różnica vs nasze prognozy wynikała m.in. ze znacznie niższej amortyzacji (54,3 mln PLN vs 63,2 mln PLN BDM). Różnice kursowe w 1Q'22 obciążły wynik o 29,1 mln PLN, a wynik rozliczenia jednostek wycenianych metodą praw własności wyniósł -6,4 mln PLN (kwota dotyczy udziału ENT w wyniku jednostki stowarzyszonej - Chair Airlines AG, co było niższym poziomem od naszych oczekiwań i co odebraliśmy negatywnie). W omawianym okresie spółka wypracowała **wynik netto** na poziomie -68,7 mln PLN. Straty uzyskiwane w pierwszym kwartale są naturalnym zjawiskiem wynikającym z sezonowości działalności Enter Air (wynika ze stałych kosztów amortyzacji oraz niższych wpływów ze sprzedaży w okresie zimowym przy jednoczesnym szczycie nakładów na obsługę techniczną w ramach przygotowań do nadchodzącego sezonu letniego). **Cash flow z działalności operacyjnej** wyniósł -35,3 mln PLN (vs -50,6 mln PLN przed rokiem). Na koniec marca'22 grupa miała 202,1 mln PLN środków pieniężnych. W sezonie letnim spółka będzie wykorzystywała całą dostępną flotę 25 samolotów (23 samoloty Boeing 737-800 oraz 2 maszyny 737 MAX 8) oraz z uwagi na duży popyt ze strony touroperatorów i zapytania istotnie przekraczające możliwości przewozowe, także dwie dodatkowe maszyny wynajęte na zasadzie wet-lease. **Na chwilę obecną nie zanotowano spadku popytu na wyjazdy wakacyjne pomimo wzrostu cen ropy, oraz wahań kursów walut wywołanych konfliktem w Ukrainie.**

Wyniki za ostatnie kwartały [mln PLN]

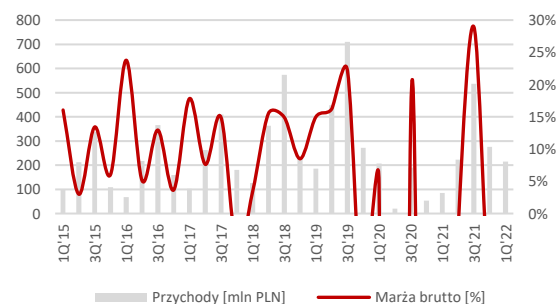
	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22
Przychody	126,5	363,5	573,2	233,0	185,2	447,8	710,5	271,1	207,1	20,6	189,3	53,6	85,0	222,7	536,9	275,7	215,1
Usługi lotnicze	120,8	351,8	555,6	223,7	176,7	434,2	689,4	259,6	199,9	20,4	183,1	49,9	80,7	212,5	515,2	261,6	206,8
Sprzedaż pokładowa	5,7	11,7	17,6	9,3	8,5	13,6	21,1	11,5	7,3	0,1	6,2	3,6	4,3	10,2	21,6	14,2	8,4
Wynik brutto ze sprzedaży	4,3	56,4	85,6	19,8	27,7	72,5	157,4	-45,5	9,5	-83,2	27,2	-77,9	-60,2	-6,0	155,5	-37,2	-22,2
Usługi lotnicze	3,2	54,1	81,7	18,8	25,5	69,4	153,6	-45,4	7,7	-82,9	26,5	-79,1	-61,0	-8,5	150,8	-40,3	-24,2
Sprzedaż pokładowa	1,1	2,3	3,9	1,0	2,2	3,2	3,7	-0,1	1,8	-0,3	0,8	1,1	0,9	2,5	4,7	3,0	2,0
EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	66,5	110,8	199,9	-35,4	45,4	-44,6	50,2	-27,2	-17,7	44,9	206,1	-24,5	18,1
EBIT MSSF 16	-	-	-	-	20,2	61,7	149,0	-62,4	2,1	-90,0	11,9	-74,5	-67,5	-8,4	146,5	-84,7	-36,2
Wynik brutto	-5,1	22,9	81,6	-14,8	-11,0	66,8	70,4	-18,4	-94,7	-66,0	32,9	-60,2	-142,1	25,4	92,5	-116,9	-82,2
Wynik netto	-4,0	19,5	63,2	-12,3	-9,0	54,0	59,5	-19,5	-77,0	-56,0	34,9	-56,0	-116,3	19,5	75,6	-96,0	-68,7
marża brutto ze sprzedaży	3,4%	15,5%	14,9%	8,5%	15,0%	16,2%	22,1%	-16,8%	4,6%	-404,8%	14,4%	-145,5%	-70,8%	-2,7%	29,0%	-13,5%	-10,3%
marża EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	35,9%	24,7%	28,1%	-13,1%	21,9%	-216,8%	26,5%	-50,7%	-20,8%	20,2%	38,4%	-8,9%	8,4%
marża EBIT MSSF 16	-	-	-	-	10,9%	13,8%	21,0%	-23,0%	1,0%	-437,6%	6,3%	-139,1%	-79,4%	-3,8%	27,3%	-30,7%	-16,8%
marża netto	-3,2%	5,4%	11,0%	-5,3%	-4,9%	12,1%	8,4%	-7,2%	-37,2%	-272,4%	18,5%	-104,6%	-136,8%	8,8%	14,1%	-34,8%	-31,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

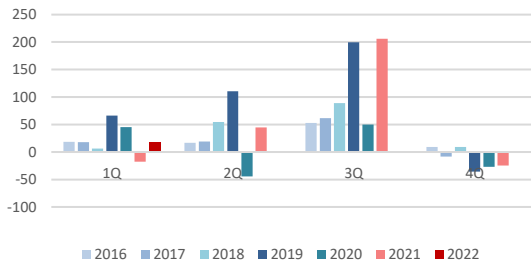
Przychody w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



Marża brutto ze sprzedaży [%]

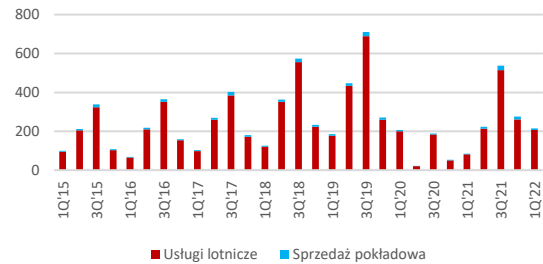


EBITDA w ujęciu kwartalnym [mln PLN]*



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

Przychody wg segmentów [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PODSUMOWANIE KONFERENCJI WYNIKOWEJ ZA 1Q'22 (06.06.2022)

- Spółka wychodzi bardzo dynamicznie z kryzysu. W porównaniu do konkurencji wychodzenie z kryzysu wychodzi jej znacznie lepiej. Większość linii nie potrafi wyjść z kryzysu, stąd może dojść do przetasowań na tym rynku;
 - Enter uważa, że straty z 1Q'22 są do dogonienia w wysokim sezonie;
 - W 1Q'22 spółka wykonała więcej operacji niż w najlepszych latach. W momencie kiedy spółka ma dobrą użycie floty to koszty rozkładają się na większą liczbę godzin, którą wylatują i ta marża w czasie sezonu wysokiego jest lepsza, stąd celem jest wyrównywanie liczby operacji/ latanie jak najwięcej w czasie niskiego sezonu, żeby użycie sprzętu była jak najbardziej optymalna;
 - W pierwszym kwartale duża część floty stoi na przelądach (sezonowość) więc nie ma jak jej wykorzystać;
 - Spółka weszła mocniej niż dotychczas na rynek Szwajcarski, podpisano też umowę z dużym touroperatorem ze Skandynawii, rozmawiają też z Niemcami, więc to co chcieli osiągnąć od kilku lat zaczyna się sprawdzać. Wcześniej polskiej marce ciężko było wejść na te rynki, natomiast przy takim kryzysie jak teraz wszyscy zaczynają „liczyć pieniądze” i polska marka staje się „okej”;
 - Spółka miała dużo więcej kontraktów na wyżej wspomniane rynki ale uważa, że musi podchodzić do nich ostrożnie, żeby nie popełnić jakiegos poważnego błędu i żeby nie zamknąć sobie tej drogi na przyszłość;
 - Enter cały czas ma nadpopyt -> to że nie obsługują wszystkich rejsów, których zapytania do nich trafiają polega na tym, że wzięci wszystkich dostępnych rejsów w wysokim sezonie spowodowałoby, że stałyby im samoloty puste w czasie niskiego sezonu i jak się to wszystko policzy, to kwotę którą by zarobili robi się kwotą, którą by spółka musiała dołożyć;
 - Spółka aktualnie ma 25 samolotów -> wszystkie latają, za tydzień dojdą 2 samoloty w formule akmi, czyli łącznie będą latali na 27 samolotach, dzięki czemu w sezonie zimowym będą mieli tylko do „wykarmienia” 25 maszyn;
 - Restrukturyzacja leasingu -> poprawia płynność, obniżają raty leasingowe i wydłużają leasingu na wielu samolotach przez co będą w dłuższej perspektywie mieli spore oszczędności cashowe. Proces jeszcze trwa, negocjacje 8 samolotów jest zamkniętych, to ustawi spółek w innej lidze, jeżeli chodzi o koszty;
 - Przychody -> ich wzrost to m.in. efekt paliwa ale też przewozów, które sięgnęły poziomu z 1Q'19;
 - Zagranica wygenerowała 42,5% przychodów w 1Q'22, jej udział w sezonie letnim będzie niższy. Kluczem do efektywności spółki jest jej obecność na rynkach Europy;
 - W zimie raty spółki spadną gdzieś ok. 30-40% w stosunku do poprzednich układów jakie mieli w leasingach, co będzie miało wpływ na cash flow;
 - Wzrost kosztów materiałów-> koszty paliwa, spółka musiała również omijać zagrożone tereny (Ukraina) co wpłynęło na zwiększenie kosztów rejsów – w 1Q'22 miała dużo rejsów do Egiptu i Turcji, a na tą chwilę liczba takich rejsów robi się znikoma ale w 1Q'22 miała pewien negatywny wpływ;
 - Leasing operacyjny -> nie są narażeni na wzrost stóp, 2 samoloty mają zabezpieczoną stopę a 3 są na leasingu finansowym;
 - Spółka nadal jeszcze czeka na decyzję odnośnie umorzenia części z długu PFR;
 - Spółka obserwuje atrakcyjne ceny samolotów na rynku ale ciężko jej teraz podjąć decyzję o zwiększeniu floty;
 - Enter w tej chwili ma zamówione 6 „maxów”, które będą dostarczone w 2025r. i 2026r. w 1Q/2Q tych lat, to raczej na tą chwilę z taką strukturą floty będą pozostawali;
 - Chair Airlines -> wychodzi dynamiczniej z kryzysu niż reszta Europy, udało im się ustabilizować sieć dystrybucji, spółka weszła na rynki bałkańskie, w tej chwili dysponują 2 samolotami mniejszymi (319) i jednym większym (320 -> +30 więcej miejsc niż mniejszy), planują zamianę 319 na 320 i dobrać jeszcze jednej 320;
 - Sezon letni jest „mocno” ułożony i dosyć napięty;
 - Rosja wypadła z rynku turystycznego-> hotelarze mają obniżyć ceny aby przyciągnąć klientów;
 - Pożyczka z PFR jest na niskiej, stałej stopie.
- Q&A:**
- Wzrost cen paliw całości przerzucany jest na klienta;
 - Użycie floty -> wykorzystywana jest lepiej niż w 2019 r.
 - Spółka jeszcze nie wie jak zakończy się 2Q'22 -> czy wynikiem dodatnim czy ujemnym;
 - W tej chwili cały tydzień jest wypełniony lotami;
 - Hedgowanie-> nie ma takiego konkurenta, który pomimo hedga na paliwo dawałby lepszą ofertę;
 - 2022 r. -> w tej chwili spółce jest trudno powiedzieć, czy będzie lepszy wynikowo niż 2019 r., prawdopodobnie marża netto nie będzie lepsza niż w 2019r. ale wolumenowo już tak;
 - PFR -> jeżeli spółka osiągnie dochód, to zawsze może wystąpić do PFR o wypłatę dywidendy i będzie do tego dążyć, żeby wrócić do normalności również w kwestii dywidendy.

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Spodziewamy się odbudowy ruchu turystycznego, co według naszych szacunków przełoży się na wzrost liczby wykonywanych lotów w tym okresie (zarówno r/r jak i vs 2019r.). Ponadto w pandemii spółka miała problem z efektywnością wykorzystywanych zasobów, co związane było m.in. z kumulacją rejsów w czasie weekendów. W związku z aktualnym rozkładem lotów w całym tygodniu, zakładamy wzrost użycia floty (efektywność przewyższająca nawet tą z 2019r.). W 2Q'22 spodziewamy się zbliżonej liczby wykonanych powietrznych operacji vs 2Q'19. Szacujemy, że w minionym kwartale udało się spółce wypracować 587,2 mln PLN przychodów, ok. 27,8 mln PLN EBITDA MSSF 16 i 35,9 mln PLN straty netto. W kolejnych miesiącach pomimo coraz cięższego otoczenia makro (m.in. inflacja, ceny paliwa, raty kredytów) spodziewamy się kontynuacji odbudowy popytu. Istotnym impulsem popytowym dla wyjazdów zagranicznych jest luzowanie/zniesienie obostrzeń pandemicznych, które przez ok. 2 lata znacząco utrudniały podróżowanie i zniechęcały potencjalnych turystów. W całym 2022 roku estymujemy, że Enter Air osiągnie 2,15 mld PLN przychodów, ok. 329,2 mln PLN EBITDA MSSF 16 oraz 4,5 mln PLN zysku. W latach 2023-2024 w związku z trudnym otoczeniem makro spodziewamy się stabilizacji r/r liczby wykonywanych operacji z rynku polskiego i delikatnego wzrostu zagranicy (naszym zdaniem zagraniczni klienci będą szukali tańszych rozwiązań). Na przestrzeni 2023-2026 prognozujemy dostawę nowych Boeingów – zakładamy, że będą finansowane ze źródeł zewnętrznych i zastąpią stare samoloty, stąd nie wpłyną na powiększenie floty. Podchodzimy konserwatywnie do zwiększania liczebności samolotów - w latach 2025 i 2029 zakładamy dołożenie do floty po jednym B-737-8 MAX (wykorzystanie leasingu finansowego). Głównymi czynnikami ryzyka pozostają: 1) wpływ COVID-19; 2) spowolnienie gospodarcze; 3) ceny paliw (model biznesowy grupy zakłada oparcie stawki lotu o koszt paliwa, co pozwala niwelować w dużej mierze negatywne wahania); oraz 4) braki pracowników na europejskich portach oraz strajki w liniach lotniczych.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22P	3Q'22P	4Q'22P
Przychody	207,1	20,6	189,3	53,6	85,0	222,7	536,9	275,7	215,1	587,2	1 153,1	193,6
Usługi lotnicze	199,9	20,4	183,1	49,9	80,7	212,5	515,2	261,6	206,8	572,9	1 125,0	183,7
Sprzedaż pokładowa	7,3	0,1	6,2	3,6	4,3	10,2	21,6	14,2	8,4	14,3	28,1	10,0
Wynik brutto ze sprzedaży	9,5	-83,2	27,2	-77,9	-60,2	-6,0	155,5	-37,2	-22,2	-14,3	254,9	-58,8
Usługi lotnicze	7,7	-82,9	26,5	-79,1	-61,0	-8,5	150,8	-40,3	-24,2	-17,8	248,9	-60,9
Sprzedaż pokładowa	1,8	-0,3	0,8	1,1	0,9	2,5	4,7	3,0	2,0	3,5	6,0	2,1
EBITDA MSSF 16	45,4	-44,6	50,2	-27,2	-17,7	44,9	206,1	-25,1	18,1	27,8	295,0	-11,7
EBIT MSSF 16	2,1	-90,0	11,9	-74,5	-67,5	-8,4	146,5	-84,7	45,6	-26,5	241,0	-66,0
Wynik brutto	-94,7	-66,0	32,9	-60,2	-142,1	25,4	92,5	-116,9	-82,2	-46,7	220,4	-85,9
Wynik netto	-77,0	-56,0	34,9	-56,0	-116,3	19,5	75,6	-96,0	-68,7	-35,9	178,6	-69,6
marża brutto ze sprzedaży	4,6%	-404,8%	14,4%	-145,5%	-70,8%	-2,7%	29,0%	-13,5%	-10,3%	-2,4%	22,1%	-30,4%
marża EBITDA MSSF 16	21,9%	-216,8%	26,5%	-50,7%	-20,8%	20,2%	38,4%	-9,1%	8,4%	4,7%	25,6%	-6,1%
marża EBIT MSSF 16	1,0%	-437,6%	6,3%	-139,1%	-55,5%	3,7%	30,6%	-21,1%	34,2%	-1,8%	21,8%	-24,1%
marża netto	-37,2%	-272,4%	18,5%	-104,6%	-79,4%	-3,8%	27,3%	-30,7%	21,2%	-4,5%	20,9%	-34,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza ogólna na lata 2022-2031 [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody	1 296,1	1 614,7	470,5	1 120,3	2 149,1	2 283,7	2 232,7	2 230,5	2 298,4	2 335,4	2 388,2	2 497,3	2 610,0	2 672,8
Usługi lotnicze	1 251,9	1 559,9	453,3	1 070,0	2 088,3	2 206,5	2 157,2	2 155,1	2 220,7	2 256,4	2 307,4	2 412,9	2 521,7	2 582,5
Sprzedaż pokładowa	44,3	54,8	17,2	50,3	60,8	77,2	75,5	75,4	77,7	79,0	80,8	84,5	88,3	90,4
Wynik brutto ze sprzedaży	166,1	212,1	-124,4	52,1	159,6	195,4	199,5	218,3	187,7	206,5	202,4	249,6	230,0	261,2
Usługi lotnicze	157,8	203,1	-127,8	41,0	146,0	178,3	182,8	201,8	170,7	189,3	184,9	231,4	211,1	241,9
Sprzedaż pokładowa	8,3	9,0	3,4	11,0	13,5	17,1	16,7	16,6	17,0	17,2	17,5	18,2	19,0	19,3
EBITDA MSSF 16	159,3	341,7	23,9	208,2	329,2	377,3	386,9	405,1	418,4	432,6	423,3	461,7	496,9	508,5
EBIT MSSF 16	118,9	168,5	-150,5	-14,7	112,3	147,2	152,3	171,2	139,2	158,3	153,2	198,1	176,2	206,1
Wynik brutto	84,6	107,8	-188,0	-141,1	5,7	69,5	81,2	103,5	74,5	99,5	100,1	148,5	129,7	164,4
Wynik netto	66,3	85,0	-154,1	-117,1	4,5	56,3	65,8	83,8	60,3	80,6	81,1	120,3	105,0	133,2
marża brutto ze sprzedaży	12,8%	13,1%	-26,4%	4,7%	7,4%	8,6%	8,9%	9,8%	8,2%	8,8%	8,5%	10,0%	8,8%	9,8%
marża EBITDA MSSF 16	12,3%	21,2%	5,1%	18,6%	15,3%	16,5%	17,3%	18,2%	18,2%	18,5%	17,7%	18,5%	19,0%	19,0%
marża EBIT MSSF 16	9,2%	10,4%	-32,0%	-1,3%	5,2%	6,4%	6,8%	7,7%	6,1%	6,8%	6,4%	7,9%	6,8%	7,7%
marża netto	5,1%	5,3%	-32,8%	-10,5%	0,2%	2,5%	2,9%	3,8%	2,6%	3,4%	3,4%	4,8%	4,0%	5,0%

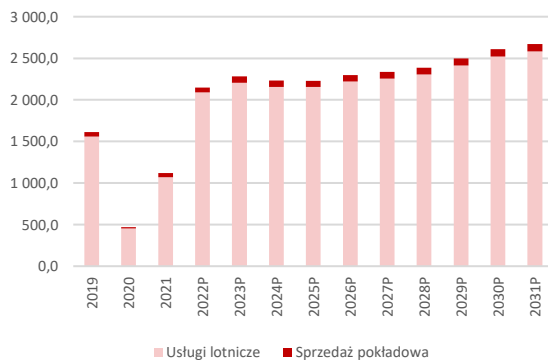
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 07.10.2021 [mln PLN]*

	2021			2022P			2023P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	1 173,3	1 120,3	-4,5%	1 371,6	2 149,1	56,7%	1 420,1	2 283,7	60,8%
Usługi lotnicze	1 121,3	1 070,0	-4,6%	1 310,8	2 088,3	59,3%	1 357,1	2 206,5	62,6%
Sprzedaż pokładowa	52,0	50,3	-3,3%	60,8	60,8	0,0%	63,0	77,2	22,6%
Wynik brutto ze sprzedaży	64,0	52,1	-18,5%	121,3	159,6	31,6%	166,9	195,4	17,1%
Usługi lotnicze	52,6	41,0	-22,0%	108,1	146,0	35,0%	153,3	178,3	16,3%
Sprzedaż pokładowa	11,4	11,0	-3,5%	13,3	13,5	1,8%	13,7	17,1	25,1%
EBITDA MSSF 16	213,6	208,2	-2,5%	252,4	329,2	30,4%	272,5	377,3	38,5%
EBIT MSSF 16	3,5	-14,7	-	41,9	112,3	168,0%	84,7	147,2	73,8%
Wynik brutto	-117,6	-141,1	-	-30,6	5,7	-	14,3	69,5	385,9%
Wynik netto	-97,5	-117,1	-	-24,8	4,5	-	11,6	56,3	385,2%
marża brutto ze sprzedaży	5,5%	4,7%	-	8,8%	7,4%	-	11,8%	8,6%	-
marża EBITDA MSSF 16	18,2%	18,6%	0,4%	18,4%	15,3%	-3,3%	19,2%	16,5%	-2,7%
marża EBIT MSSF 16	0,3%	-1,3%	-1,6%	3,1%	5,2%	2,1%	6,0%	6,4%	0,4%
marża netto	-	-10,5%	-10,5%	-	0,2%	0,2%	0,8%	2,5%	1,7%
USD/PLN		3,862			4,502			4,970	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *-autorem ostatniego raportu z dnia 07.10.2021 był Adrian Górniak

Przychody w podziale na segmenty [mln PLN]



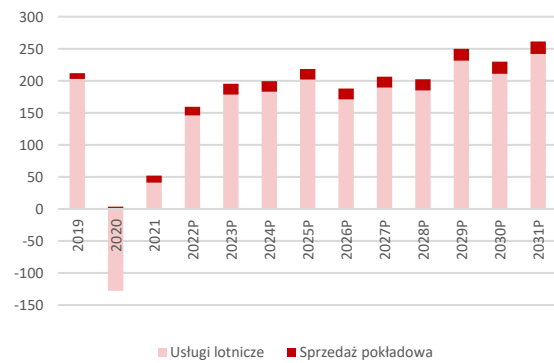
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA w kolejnych okresach [mln PLN]*



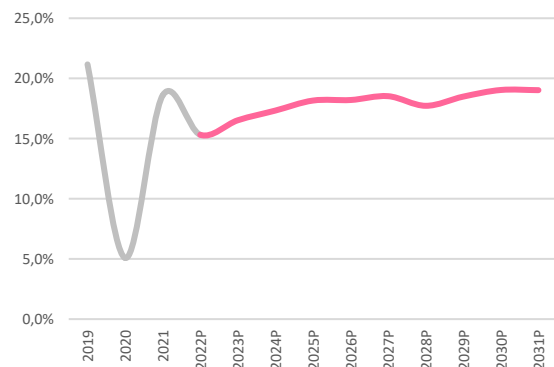
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *dane wg MSR17

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBITDA w okresie prognozy*



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *MSSF 16 od 1Q'19

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Bilans [mln PLN]													
Aktywa trwałe	1 517,6	1 574,6	1 395,4	1 454,8	1 392,4	1 336,5	1 496,8	1 402,5	1 317,1	1 239,7	1 350,7	1 239,4	1 150,9
RzAT	1 389,2	1 456,1	1 236,3	1 284,4	1 228,4	1 172,3	1 332,5	1 238,0	1 152,4	1 074,8	1 185,7	1 074,2	985,4
Aktywo z tyt. pod. odr.	0,0	0,0	29,6	43,2	43,2	43,2	43,2	43,2	43,2	43,2	43,2	43,2	43,2
Pozostałe aktywa trwałe	128,5	118,5	129,5	127,2	120,8	121,0	121,1	121,3	121,5	121,7	121,9	122,1	122,3
Aktywa obrotowe	212,0	136,3	351,6	374,5	408,4	416,1	397,5	444,4	540,0	601,8	659,0	793,2	978,0
Zapasy	6,0	4,0	4,2	5,7	6,1	5,9	5,9	6,1	6,2	6,3	6,6	6,9	7,1
Należności z tyt. dostaw	95,6	41,1	78,7	136,0	144,5	141,3	141,1	145,4	147,8	151,1	158,0	165,1	169,1
Środki pieniężne	88,5	78,8	268,7	232,8	257,7	268,9	250,4	292,8	386,0	444,3	494,3	621,1	801,8
Pozostałe aktywa obrotowe	21,9	12,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	1 729,7	1 710,9	1 747,0	1 829,3	1 800,7	1 752,6	1 894,2	1 846,9	1 857,1	1 841,5	2 009,7	2 032,6	2 128,9
Kapitał własny	361,6	206,2	89,0	94,4	150,7	216,5	300,3	360,7	441,2	522,3	642,6	747,6	880,8
Zobowiązania długoterminowe	953,4	975,2	1 101,2	1 301,8	1 209,6	1 127,6	1 214,7	1 132,4	1 089,2	1 045,5	1 143,4	1 104,3	1 064,0
Zobowiązania finansowe	874,7	940,4	1 077,5	1 280,9	1 188,7	1 106,7	1 193,8	1 111,5	1 068,3	1 024,6	1 122,4	1 083,4	1 043,0
Pozostałe zob. długoterminowe	78,7	34,7	23,7	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9
Zobowiązania krótkoterminowe	414,7	529,6	556,7	433,1	440,4	408,5	379,2	353,8	326,7	273,7	223,7	180,7	184,1
Zobowiązania finansowe	230,4	381,8	386,1	277,6	277,6	248,5	219,3	190,2	161,1	105,1	49,2	0,0	0,0
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	120,9	111,0	139,2	117,8	125,2	122,4	122,3	126,0	128,0	130,9	136,9	143,1	146,5
Pozostałe zob. krótkoterminowe	63,3	36,8	31,4	37,6	37,6	37,6	37,6	37,6	37,6	37,6	37,6	37,6	37,6
Pasywa razem	1 729,7	1 710,9	1 747,0	1 829,3	1 800,7	1 752,6	1 894,2	1 846,9	1 857,1	1 841,5	2 009,7	2 032,6	2 128,9
Rachunek zysków i strat [mln PLN]													
Przychody ze sprzedaży	1 614,7	470,5	1 120,3	2 149,1	2 283,7	2 232,7	2 230,5	2 298,4	2 335,4	2 388,2	2 497,3	2 610,0	2 672,8
Koszty wytworzenia	1 402,5	594,9	1 068,2	1 989,5	2 088,3	2 033,3	2 012,2	2 110,6	2 128,9	2 185,8	2 247,7	2 379,9	2 411,7
Wynik brutto ze sprzedaży	212,1	-124,4	52,1	159,6	195,4	199,5	218,3	187,7	206,5	202,4	249,6	230,0	261,2
Koszty SG&A	37,6	28,0	35,0	43,0	45,9	44,9	44,9	46,2	47,0	48,0	50,2	52,5	53,8
Saldo pozostałe działalności operacyjnej	-6,0	1,9	-30,0	77,5	-2,3	-2,2	-2,2	-2,3	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3
EBITDA MSSF 16	341,7	23,9	208,2	329,2	377,3	386,9	405,1	418,4	432,6	423,3	461,7	496,9	508,5
EBIT MSSF 16	168,5	-150,5	-14,1	194,1	147,2	152,3	171,2	139,2	158,3	153,2	198,1	176,2	206,1
Saldo finansowe	-74,9	-40,3	-124,9	-100,2	-77,9	-71,3	-67,9	-64,9	-59,1	-53,3	-49,9	-46,8	-41,8
Wynik brutto	107,8	-188,0	-141,1	5,7	69,5	81,2	103,5	74,5	99,5	100,1	148,5	129,7	164,4
Wynik netto	85,0	-154,1	-117,1	4,5	56,3	65,8	83,8	60,3	80,6	81,1	120,3	105,0	133,2
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]													
CF operacyjny	325,8	73,2	225,5	248,0	364,7	372,1	385,5	403,5	413,3	403,7	432,3	471,0	476,6
CF inwestycyjny	-11,0	-21,4	3,7	-20,7	-26,2	-39,0	-257,4	-44,8	-47,8	-51,3	-229,9	-61,3	-65,4
CF finansowy	-326,7	-63,6	609,4	-280,7	-296,0	-321,9	-146,6	-316,3	-272,3	-294,1	-152,4	-282,9	-230,5
CF netto	-11,9	-11,8	189,0	-53,4	42,5	11,1	-18,5	42,5	93,2	58,3	50,0	126,8	180,6
Środki pieniężne na początek okresu	100,4	88,5	78,8	268,7	215,3	257,7	268,9	250,4	292,8	386,0	444,3	494,3	621,1
Środki pieniężne na koniec okresu	88,5	78,8	268,7	215,3	257,7	268,9	250,4	292,8	386,0	444,3	494,3	621,1	801,8
Dynamiki / marże / wskaźniki													
Przychody zmiana r/r	24,6%	-70,9%	138,1%	91,8%	6,3%	-2,2%	-0,1%	3,0%	1,6%	2,3%	4,6%	4,5%	2,4%
EBITDA MSSF 16 zmiana r/r	-	-93,0%	770,8%	58,1%	14,6%	2,5%	4,7%	3,3%	3,4%	-2,2%	9,1%	7,6%	2,3%
Wynik netto zmiana r/r	28,3%	-	-	-	-	16,9%	27,4%	-28,0%	33,5%	0,7%	48,3%	-12,7%	26,8%
Marża brutto na sprzedaży	13,1%	-26,4%	4,7%	7,4%	8,6%	8,9%	9,8%	8,2%	8,8%	8,5%	10,0%	8,8%	9,8%
Marża EBITDA MSSF 16	21,2%	5,1%	18,6%	15,3%	16,5%	17,3%	18,2%	18,2%	18,5%	17,7%	18,5%	19,0%	19,0%
Marża netto	5,3%	-32,8%	-10,5%	0,2%	2,5%	2,9%	3,8%	2,6%	3,4%	3,4%	4,8%	4,0%	5,0%
ROE	23,5%	-74,8%	-131,5%	4,7%	37,4%	30,4%	27,9%	16,7%	18,3%	15,5%	18,7%	14,0%	15,1%
ROA	4,9%	-9,0%	-6,7%	0,2%	3,1%	3,8%	4,4%	3,3%	4,3%	4,4%	6,0%	5,2%	6,3%
Odsetki/EBIT	45,5%	-37,3%	-871,5%	91,8%	54,5%	48,5%	41,2%	48,4%	39,2%	37,3%	27,4%	29,3%	23,3%
Dług netto MSSF 16 [mln PLN]	1016,7	1243,5	1389,3	1325,7	1208,6	1086,3	1162,7	1008,9	843,3	685,4	677,4	462,3	241,3
Dług netto/Kapitał własny	281,2%	603,1%	1560,1%	1404,4%	802,0%	501,8%	387,2%	279,7%	191,1%	131,2%	105,4%	61,8%	27,4%
Dług netto/EBITDA MSSF 16	297,5%	5200,4%	665,3%	402,7%	320,3%	280,8%	287,0%	241,1%	194,9%	161,9%	146,7%	93,0%	47,5%
EV [mln PLN]	1 418,4	1 645,2	1 791,0	1 727,5	1 610,3	1 488,1	1 564,5	1 410,6	1 245,1	1 087,2	1 079,1	864,0	643,0
Dług/EV	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4
CAPEX/Przychody	5,2%	4,2%	-0,1%	0,5%	1,1%	1,7%	11,5%	1,9%	2,0%	2,1%	9,2%	2,3%	2,4%
CAPEX/Amortyzacja	48,2%	11,3%	-0,7%	4,8%	11,4%	16,6%	110,1%	16,0%	17,4%	19,0%	87,2%	19,1%	21,6%
Amortyzacja/Przychody	10,7%	37,1%	19,9%	10,6%	10,1%	10,5%	10,5%	12,1%	11,7%	11,3%	10,6%	12,3%	11,3%
Zmiana KO/Przychody	-1,9%	9,9%	-0,9%	-3,7%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	-9,9%	-4,1%	-1,5%	-7,8%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%
MC/S	0,2	0,9	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
P/E	4,7	-	-	90,0	7,1	6,1	4,8	6,7	5,0	5,0	3,3	3,8	3,0
P/BV	1,1	1,9	4,5	4,3	2,7	1,9	1,3	1,1	0,9	0,8	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA MSSF 16	4,2	68,8	8,6	5,2	4,3	3,8	3,9	3,4	2,9	2,6	2,3	1,7	1,3
EV/EBIT MSSF 16	8,4	-	-	8,9	10,9	9,8	9,1	10,1	7,9	7,1	5,4	4,9	3,1
EV/S	0,9	3,5	1,6	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3	0,2
Dywidenda [mln PLN]													
DPS	12,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	3,1%	0,0%	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%	0,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 22,9 PLN.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krystian Brymora

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

Krzysztof Tkocz

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

Anna Madziar

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (+48) 666 073 972
e-mail: anna.madziar@bdm.pl

Kajetan Sroczyński

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (+48) 668 516 977
e-mail: kajetan.sroczyński@bdm.pl

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

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Akumuluj	25,3	kupuj	41,6	11.07.2022	08:00 CET	22,9	54 611
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 Gieldowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego **- autorem raportów nt. Enter Air w latach 2019-2021 r. był Adrian Górniak

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 3Q'22*:

, 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	0	0%	2	100%
Akumuluj	1	100%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

Nota prawna:

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

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

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

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

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

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

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

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

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (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 portfelowo 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 dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowo inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa dnia 11.07.2022 roku (08:00 CET). 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 wyceniane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem nie wpyły 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 zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 08.07.2022 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 (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 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.