



Dom Maklerski BDM S.A.

ENTER AIR

RAPORT ANALITYCZNY

Rozpoczynamy pokrycie analityczne Enter Air od zalecenia Akumuluj i ceny docelowej na poziomie 41,0 PLN/akcję. Przede wszystkim wskazujemy na oczekiwanej przez nas poprawę rezultatów w nadchodzących okresach, co powinno pozwolić na wysoki dwucyfrowy wzrost wyników w '19 i oczekujemy dalszej poprawy również w '20. Zwracamy także uwagę na utrzymujące się pozytywne otoczenie makro (wzrost płac, impulsy fiskalne). Doceniamy model biznesowy spółki oparty na współpracy z największymi tour-operatorami oraz stabilne wypłaty dywidend (ich utrzymanie zakładamy w kolejnych latach prognozy).

Enter Air jest największą prywatną linią lotniczą w Polsce i jednocześnie jedną z największych linii czarterowych w Europie pod względem floty. Podstawowym założeniem modelu biznesowego grupy jest świadczenie niskokosztowych usług dla największych krajowych (m.in. Itaka, Rainbow) i zagranicznych (TUI) biur podróży oraz dla konsolidatorów/brokerów, którzy są pośrednikami między grupą a tour-operatorami.

W perspektywie 2Q'19 oczekujemy, że przewoźnik zwiększy przychody do 454 mln PLN, co oznacza 25% przyrost w odniesieniu do ubiegłego roku. Szacujemy, że EBITDA MSSF 16 wyniosła w zakończonym kwartale 91,3 mln PLN (MSR 17 = 58,2 mln PLN, +7% r/r). Dla całorocznych wyników najistotniejszy będzie zapewne 3Q'19, który sezonowo ma największy wpływ na całoroczne rezultaty. Podsumowując, w '19 zakładamy, że grupa osiągnie 1,6 mld PLN przychodów, ok. 343 mln PLN EBITDA MSSF 16 (ok. 210 mln PLN wg MSR 17, +32% r/r) i 65 mln PLN zysku netto. Spodziewamy się, że także '20 przyniesie wzrost wyników. Prognozujemy, że sprzedaż zwiększy się do 1,8 mld PLN, EBITDA do 372 mln PLN (MSR 17 = 237 mln PLN), a zysk netto do 99 mln PLN. W przypadku realizacji naszych założeń grupa jest handlowana przy EV/EBITDA'19 = 5,1x.

Przyjmujemy, że w kolejnych latach spółka powiększy flotę o 4 maszyny (teoretycznie powinny to być Boeingi 737 MAX 8, które na chwilę obecną, po 2 katastrofach, nie są dopuszczone do eksploatacji przez FAA; przy rosnącej liczbie zleceń Enter Air może posiłkować się leasingowanymi samolotami), co na koniec '23 powinno przełożyć się na wzrost łącznej liczby foteli do ok. 5,9 tys. siedzeń. W modelu zakładamy także, że grupa podtrzyma swoją dotychczasową politykę dywidendową (średni poziom wypłaty zysku na poziomie 20%).

Wśród potencjalnych zagrożeń dostrzegamy m.in. spowolnienie otoczenia makro, silną koncentrację bazy klientów, konkurencję rynkową i zmiany cen paliw. Z ryzyk, które mogą wpływać na popyt turystyczny, a tym samym na wyniki grupy, należy wymienić ataki terrorystyczne, katastrofy naturalne, epidemie oraz katastrofy lotnicze.

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	810,4	954,9	1 296,1	1 604,1	1 788,9	1 883,3
EBITDA MSSF 16 [mln PLN]	-	-	-	343,4	372,4	392,3
EBITDA MSR 17 [mln PLN]	97,1	90,1	159,3	210,4	237,4	255,9
EBIT MSSF 16 [mln PLN]	-	-	-	154,1	175,5	179,7
EBIT MSR 17 [mln PLN]	61,5	63,6	118,9	144,4	163,7	169,4
Wynik netto [mln PLN]	46,2	58,4	66,3	64,7	99,4	99,6
P/BV	2,9	2,4	2,0	1,7	1,4	1,2
P/E adj.	13,8	10,9	9,6	9,8	6,4	6,4
EV/EBITDA MSSF 16	-	-	-	5,1	5,0	5,0
EV/EBITDA MSR 17	8,4	10,4	7,0	6,0	5,7	5,7
EV/EBIT MSSF 16	-	-	-	11,4	10,6	11,0
DPS	0,2	0,5	0,5	0,7	0,7	1,1

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

AKUMULUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 41,0 PLN

26 LIPCA 2019, 13:57 CEST

Wycena końcowa [PLN]	41,0
Potencjał do wzrostu / spadku	+13,2%
Koszt kapitału	10,0%
Cena rynkowa [PLN]	36,2
Kapitalizacja [mln PLN]	635,1
Ilość akcji [mln. szt.]	17,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	37,7
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	20,4
Stopa zwrotu za 3 mc	+34,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	+77,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	+109,2%
Akcjonariat (% głosów):	
ENT Investments Ltd	52,5%
NN PTE	10,3%
Investors TFI	8,7%
Generali OFE	10,1%
Pozostali	18,4%

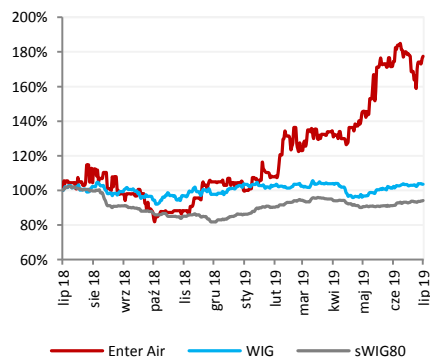
Adrian Górniak

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 nadużyc 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:

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	5
WYCENA I PODSUMOWANIE	6
WYCENA DCF.....	7
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ.....	10
MODEL BIZNESOWY	12
OTOCZENIE RYNKOWE	14
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	18
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	20

ENTER AIR		Wskaźniki rynkowe	2017	2018	2019P	2020P	2021P
		P/E	10,9	9,6	9,8	6,4	6,4
Rekomendacja	Akumuluj	P/BV	2,4	2,0	1,7	1,4	1,2
Wycena końcowa [PLN]	41,0	EV/EBITDA MSSF 16	-	-	5,1	5,0	5,0
Potencjał do wzrostu / spadku	13,2%	EV/EBITDA MSR 17	10,4	7,0	6,0	5,7	5,7
Cena rynkowa [PLN]	36,2	EV/EBIT MSSF 16	-	-	11,4	10,6	11,0
Ilość akcji [mln. szt.]	17,5	EV/EBIT MSR 17	14,7	9,3	8,7	8,3	8,6
Kapitalizacja [mln PLN]	635,1	EV/S	1,0	0,9	1,1	1,0	1,0
		MC/S	0,7	0,5	0,4	0,4	0,3
		BVPS	14,9	18,1	21,0	25,9	30,4
		EPS	3,3	3,8	3,7	5,7	5,7
		DPS (w danym roku)	0,5	0,5	0,7	0,7	1,1

Wyniki Q [mln PLN]	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	Wyniki roczne [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	126,5	363,5	573,2	233,0	185,2	454,1	669,2	295,5	Przychody	955	1 296	1 604	1 789	1 883
Usługi lotnicze	120,8	351,8	555,6	223,7	176,7	439,2	647,6	283,7	Usługi lotnicze	914	1 252	1 547	1 725	1 817
Sprzedaż pokładowa	5,7	11,7	17,6	9,3	8,5	15,0	21,6	11,8	Sprzedaż pokładowa	41	44	57	63	67
Zysk brutto ze sprzedaży	4,3	56,4	85,6	19,8	27,7	53,8	110,4	2,5	Zysk brutto ze sprzedaży	89	166	194	218	225
SG&A	6,2	8,4	7,2	11,8	7,5	9,1	8,4	12,1	SG&A	25	34	37	41	44
PPO/PKO	0,0	-1,7	0,0	-11,9	0,0	-0,4	-2,7	-0,2	PPO/PKO	-1	-14	-3	-1	-1
EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	66,5	91,3	146,9	38,6	EBITDA MSSF 16	-	-	343	372	392
EBITDA MSR 17	6,5	54,6	88,8	9,4	42,2	58,2	100,0	10,0	EBITDA MSR 17	90	159	210	237	256
EBIT MSSF 16	-	-	-	-	20,2	44,4	99,3	-9,8	EBIT MSSF 16	-	-	154	175	180
EBIT MSR 17	-1,9	46,3	78,4	-3,9	26,4	41,7	82,9	-6,7	EBIT MSR 17	64	119	144	164	169
Zysk brutto	-5,1	22,9	81,6	-14,8	-11,0	29,8	85,0	-23,7	Zysk brutto	73	85	80	123	123
Zysk netto	-4,0	19,5	63,2	-12,3	-9,0	24,1	68,8	-19,2	Zysk netto	58	66	65	99	100

Wskaźniki	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	Wskaźniki	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody zmiana r/r	23,2%	38,6%	40,0%	29,0%	46,4%	24,9%	16,8%	26,8%	Przychody zmiana r/r	17,8%	35,7%	23,8%	11,5%	5,3%
EBITDA MSR 17 zmiana r/r	-63,8%	182,3%	44,6%	-210,5%	552,0%	6,6%	12,6%	6,2%	EBITDA MSR 17 zmiana r/r	-7,2%	76,8%	32,1%	12,8%	7,8%
Zysk netto zmiana r/r	-123,5%	142,6%	50,1%	38,1%	123,8%	23,9%	9,0%	55,6%	Zysk netto zmiana r/r	26,5%	13,5%	-2,3%	53,6%	0,3%
Marża brutto na sprzedaży	3,4%	15,5%	14,9%	8,5%	15,0%	11,9%	16,5%	0,9%	Marża brutto na sprzedaży	9,3%	12,8%	12,1%	12,2%	11,9%
Marża EBITDA MSR 17	5,1%	15,0%	15,5%	4,1%	22,8%	12,8%	14,9%	3,4%	Marża EBITDA MSR 17	9,4%	12,3%	13,1%	13,3%	13,6%
Marża netto	-	5,4%	11,0%	-	-	5,3%	10,3%	-	Marża netto	6,1%	5,1%	4,0%	5,6%	5,3%
									ROE	22,3%	20,8%	17,6%	21,9%	18,7%
									ROA	6,8%	5,6%	3,4%	4,9%	4,5%

Konsensus [mln PLN]*	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 597,5	1 735,5	1 697,0
EBITDA	231,0	234,5	190,0
EBIT	130,5	133,0	140,0
Zysk netto	86,7	87,8	99,0
Gotówka netto	358,0	384,0	336,0
marża EBITDA	14,5%	13,5%	11,2%

Źródło: Bloomberg; *na dzień 26.07.2019

Bilans [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa trwałe	697	984	1 691	1 886	2 074
Rzeczowe aktywa trwałe	529	828	1 044	1 226	1 401
Akt. Z tyt. pr. do użytku	0	0	501	513	523
Pozostałe aktywa trwałe	169	157	145	147	149
Aktywa obrotowe	160	209	188	144	159
Zapasy	4	5	6	7	7
Należności krótkoterminowe	64	73	91	101	106
Środki pieniężne	59	100	70	15	24
Pozostałe aktywa obrotowe	33	31	21	21	21
Aktywa razem	857	1 193	1 879	2 030	2 233
Kapitał własny	262	318	368	454	534
Udziały mniejszości	0	0	0	0	0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	596	875	1 511	1 576	1 699
Rezerwy na zobowiązania	12	8	20	20	20
Oprocentowane zobow. długoterm.	312	490	1 121	1 245	1 363
Zobowiązania długoterminowe inne	99	109	108	108	108
Oprocentowane zobow. krótkoterm.	50	82	73	0	0
Zobowiązania z tyt.dostaw i usług	89	129	137	151	156
Zobowiązania krótkoterminowe inne	33	57	51	51	51
Pasywa razem	857	1 193	1 879	2 030	2 233
Dług netto	303	472	1 124	1 230	1 339
Dług netto / Kapitał własny	1,2	1,5	3,1	2,7	2,5



Dom Maklerski BDM S.A.

Dług netto / EBITDA MSSF 16 - - 3,3 3,3 3,4

Rachunek przepływu [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przepływy z działalności operacyjnej	67	210	346	351	369
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-29	-92	-162	-255	-262
Przepływy z działalności finansowej	-96	-77	-215	-151	-97
Przepływy pieniężne netto	-59	41	-31	-55	9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **Otoczenie makroekonomiczne:** Branża jest wrażliwa na czynniki makroekonomiczne, w odniesieniu do gospodarki krajowej i światowej. Na wyjazdy turystyczne wpływ mają m.in. dynamika PKB, zmiany poziomu dochodów rozporządzalnych, poziom bezrobocia czy kursy walutowe.
- **Koncentracja klientów:** Model biznesowy spółki zakłada przede wszystkim współpracę z głównymi krajowymi tour-operatorami (TUI Polska, Itaka, Rainbow Tours, Coral Travel), którzy w '18 odpowiadali za ok. 75% wypracowanych przychodów. W naszej ocenie utrata któregoś z ww. klientów stwarza istotne ryzyko pogorszenia wyników finansowych.
- **Konkurencja rynkowa:** Rynek przewozów lotniczych jest bardzo konkurencyjny, co stwarza ryzyko walki cenowej o klientów (w przypadku Enter Air o biura podróży). Według danych ULC na koniec '18 spółka miała 4,3% udziału w polskim rynku wg wielkości przewozów ogółem, natomiast w obszarze przewozów czarterowych ok. 25%. Warto równocześnie zauważyć, że 4 główni czarterowi gracze (Enter Air, Small Planet Airlines, Travel Service, Ryanair Sun) posiadali prawie 80% udziałów.
- **Katastrofy lotnicze:** Jest to ryzyko specyficzne dla branży lotniczej. Powszechnie samoloty są uznawane za jeden z najbezpieczniejszych środków transportu, jednak katastrofy, które się zdarzają mogą (psychologicznie) wpływać na spadek popytu na usługi spółki (wzrost obaw o bezpieczeństwo i zmniejszenie liczby pasażerów/turystów podróżujących samolotami).
- **Wstrzymanie lotów Boeing 737 MAX 8:** Na przełomie 2018/19 doszło do 2 katastrof lotniczych maszyn tego typu, w których zginęło ok. 340 osób. Sprawa jest badana przez FAA, a loty ww. samolotów zostały wstrzymane do momentu uzyskania zgody od amerykańskiej agencji (na chwilę obecną Boeing spodziewa się decyzji w 4Q'19). Spółka posiada w swojej flocie obecnie 2 maszyny, a w kolejnych latach czeka na dostawę kolejnych 4 sztuk (teoretycznie mają być zrealizowane do '23). W celu „normalnego” obsługiwanie zleceń klientów Enter Air podnajmuje obecnie 4 samoloty na zasadzie wet-lease (maszyny i część załogi od zewnętrznego przewoźnika). Równocześnie grupa wstrzymała przedpłaty dotyczące maszyn zamówionych od producenta, a zarząd poinformował, że zamierza wystąpić do Boeinga o odszkodowanie (podobnie uczyniły inne linie lotnicze; nie uwzględniamy w modelu potencjalnego zadośćuczynienia dla spółki).
- **Ataki terrorystyczne i konflikty militarne:** Branża turystyczna, a tym samym lotów czarterowych, jest wrażliwa na doniesienia o atakach terrorystycznych lub konfliktach militarnych na terenie (lub w obrębie) destynacji wakacyjnych. Takie informacje znacząco odbijają się na popycie na usługi turystyczne i mogą negatywnie rzutować na wyniki finansowe. Odpowiedzią na to zagrożenie jest poszerzanie tras lotów o rejonu, które nie są dotknięte ww. czynnikiem ryzyka.
- **Katastrofy naturalne i epidemie:** Jest to kolejny czynnik ryzyka, specyficzny dla branży turystycznej. Wystąpienie ww. zjawisk negatywnie wpływa na popyt na usługi turystyczne, a tym samym na loty czarterowe i w dalszej kolejności na realizowane wyniki.
- **Zmiany cen paliw:** Jednym z głównych składników kosztów grupy jest cena paliwa lotnicza, która jest powiązana z cenami ropy. Model biznesowy spółki zakłada, że zmiana ceny paliwa jest przenoszona na klientów grupy (stawka przelotowa składa się z ceny za fotel, bazowej ceny paliwa i ewentualnej dopłaty paliwowej, która jest uzależniona od warunków rynkowych). Istnieje ryzyko, że wzrost ceny paliwa, a następnie ceny przelotu, przełoży się na spadek popytu na świadczone usługi.
- **Sezonowość wyników:** Rynek lotów, podobnie jak turystyczne, charakteryzuje się bardzo dużą sezonowością, tj. zwiększoną aktywnością w okresie letnim i znacznie niższą w sezonie zimowym. W trakcie sezonu letniego wykorzystanie posiadanej floty jest całkowite, z kolei w zimie połowa samolotów pozostaje na ziemi. Tym samym wyniki grupy są najwyższe zazwyczaj w drugim i trzecim kwartale danego roku.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Enter Air dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: DCF oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 70% wagi, z kolei analizie porównawczej 30%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 42,0 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 38,6 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 719 mln PLN, czyli **41,0 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	736,5	42,0	16,0%
B	Wycena porównawcza	677,9	38,6	6,7%
C = (70%*A + 30%*B) Wycena końcowa		719,0	41,0	13,2%

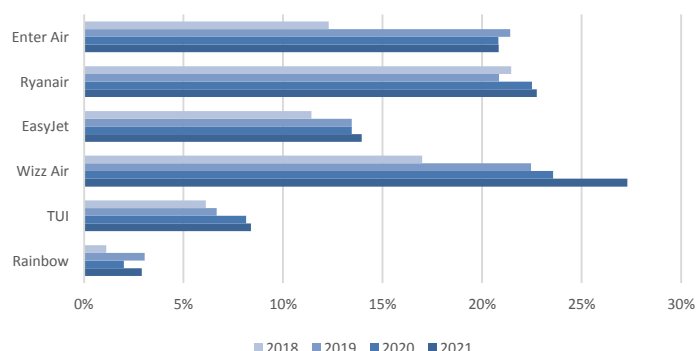
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komunikaty dotyczące wartości umów z głównymi klientami spółki sugerują, że tegoroczny portfel zamówień od tour-operatorów wzrósł o ponad 35% r/r. Dlatego też w kolejnych okresach spodziewamy się kontynuacji poprawy rezultatów, jednak mogą one nie być aż tak spektakularne jak w 1Q'19. W perspektywie 2Q'19 oczekujemy, że przewoźnik zwiększy przychody do 454 mln PLN, co oznacza 25% przyrost w odniesieniu do ubiegłego roku. Szacujemy, że EBITDA MSSF 16 wyniosła w zakończonym kwartale 91,3 mln PLN (MSR 17 = 58,2 mln PLN, +7% r/r). Dla całorocznych wyników najistotniejszy będzie zapewne 3Q'19, który sezonowo ma największy wpływ na całoroczne rezultaty (estymujemy ok. 100 mln PLN EBITDA MSR 17). Podsumowując, w '19 zakładamy, że grupa osiągnie 1,6 mld PLN przychodów, ok. 343 mln PLN EBITDA MSSF 16 (ok. 210 mln PLN wg MSR 17, +32% r/r) i 65 mln PLN zysku netto. Spodziewamy się, że także '20 przyniesie wzrost wyników. Prognozujemy, że sprzedaż zwiększy się do 1,8 mld PLN (+12% r/r), EBITDA do 372 mln PLN (MSR 17 = 237 mln PLN), a zysk netto do 99 mln PLN.

Przyjmujemy, że w kolejnych latach spółka powiększy flotę o 4 maszyny (teoretycznie powinny to być Boeingi 737 MAX 8, które na chwilę obecną, po 2 katastrofach, nie są dopuszczone do eksploatacji przez FAA; producent spodziewa się decyzji agencji w 4Q'19; przy rosnącej liczbie zleceń Enter Air może posilować się innymi leasingowanymi samolotami), co na koniec '23 powinno przełożyć się na wzrost łącznej liczby foteli do ok. 5,9 tys. siedzeń. W modelu zakładamy także, że grupa podtrzyma swoją dotychczasową politykę dywidendową (średni poziom wypłaty zysku na poziomie 20%).

Wydajemy zalecenie Akumuluj dla walorów przewoźnika i ustalamy cenę docelową na poziomie 41,0 PLN/akcję. Pomimo tegorocznych wzrostów kursu uważamy, że bieżąca wycena nie uwzględnia do końca oczekiwanej poprawy wyników finansowych w kolejnych okresach, które są wspierane rosnącym portfelem zamówień oraz sprzyjającym otoczeniem makro (korzystne tendencje w obszarze rynku pracy i rządowe programy socjalne wspierają popyt na zagraniczne usługi turystyczne). Doceniamy również model biznesowy spółki, który zakłada współpracę z największymi tour-operatorami na krajowym rynku oraz stabilne wypłaty dywidend, które zakładamy także w przyszłości.

Porównanie marż EBITDA [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYCENA DCF

Wyceny akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10-letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopach zwrotu wolnych od ryzyka (na poziomie 4%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,2x.

Główne założenia modelu:

- Szacujemy, że przychody ze sprzedaży w '19 wzrosną do 1,6 mld PLN (+24% r/r), co wynika ze wzrostu portfela ze strony głównych krajowych tour-operatorów. Z kolei w '20 obroty według naszych założeń podniosą się do 1,79 mld PLN (+12% r/r).

Ścieżka wynikowa w podziale na segmenty [mln PLN]

	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody	954,9	1 296,1	1 604,1	1 788,9	1 883,3	2 004,4
Usługi lotnicze	914,0	1 251,9	1 547,2	1 725,4	1 816,5	1 933,3
Sprzedaż pokładowa	41,0	44,3	56,9	63,5	66,8	71,1
Wynik brutto ze sprzedaży	89,0	166,1	194,5	218,2	224,7	231,5
Usługi lotnicze	78,6	157,8	183,6	206,1	212,0	218,0
Sprzedaż pokładowa	10,4	8,3	10,9	12,1	12,7	13,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Na poziomie EBITDA spodziewamy się wzrostu do ponad 210 mln PLN w '19 (wg MSR 17, +32% r/r; wg MSSF 16 ok. 343 mln PLN). W perspektywie przyszłego roku szacujemy zwiększenie o 13% r/r do 237 mln PLN (wg MSR 17; EBITDA MSSF 16 = 372 mln PLN).
- Poziom zapasów, należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach.
- Zakładamy efektywną stawkę podatkową na poziomie 19,0% w latach 2019-28 (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- W modelu przyjmujemy, że spółka utrzyma poziom wypłaty dywidendy w wys. 20% skonsolidowanego zysku w najbliższych latach.
- W inwestycjach kapitałowych uwzględniamy koszt nabycia udziałów w szwajcarskiej linii Chair Airlines (ok. 7,6 mln PLN).
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2028 roku na poziomie 1,0%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2028 roku.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2018 roku, który korygujemy zgodnie z MSSF 16 o wartość zadłużenia z tyt. prawa do użytkowania aktywów w wys. 436 mln PLN (wg stanu na 01.01.2019).
- Do obliczeń przyjęliśmy 17,5 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 26.07.2019 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Enter Air na poziomie 737 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 42,0 PLN.

Model DCF

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 604,1	1 788,9	1 883,3	2 004,4	2 092,4	2 167,8	2 210,7	2 242,6	2 268,5	2 292,1
EBIT [mln PLN]	154,1	175,5	179,7	183,7	186,8	190,4	193,6	195,7	197,1	198,2
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	29,6	33,3	34,2	34,9	35,5	36,2	36,8	37,2	37,4	37,7
NOPLAT [mln PLN]	124,5	142,1	145,6	148,8	151,3	154,3	156,8	158,5	159,7	160,5
Amortyzacja, w tym: [mln PLN]	189,2	196,9	212,6	227,5	242,5	248,9	251,8	254,5	256,4	257,9
- prawo do użytkowania	123,2	123,2	126,1	128,6	131,3	133,3	134,7	135,7	136,3	136,4
CAPEX, w tym [mln PLN]	-287,4	-390,2	-398,4	-413,4	-429,1	-254,2	-256,4	-257,3	-257,5	-257,4
- opłaty leasingowe	-133,0	-135,0	-136,4	-139,4	-139,7	-138,9	-138,8	-138,0	-136,8	-135,5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-10,2	2,2	-0,4	-0,1	-1,1	-1,5	-2,3	-2,6	-2,7	-2,8
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-7,6	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]	8,5	-49,0	-40,6	-37,2	-36,3	147,4	150,0	153,1	155,8	158,1
DFCF [mln PLN]	8,3	-44,7	-34,8	-29,9	-27,3	103,9	98,8	94,2	89,3	84,3
Suma DFCF [mln PLN]	342,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 452,1									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 307,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 649,4									
Dług netto 2018 [mln PLN]*	908,2									
Udziały mniejszości [mln PLN]	0,0									
Udziały w Chair Airlines [mln PLN]	7,6									
Dywidenda [mln PLN]	12,3									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	736,5									
Ilość akcji [mln]	17,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	42,0									

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

Przychody zmiana r/r	23,8%	11,5%	5,3%	6,4%	4,4%	3,6%	2,0%	1,4%	1,2%	1,0%
EBIT zmiana r/r	29,6%	13,9%	2,4%	2,2%	1,7%	1,9%	1,7%	1,1%	0,7%	0,5%
FCF zmiana r/r	-87,9%	-674,5%	-17,2%	-8,4%	-2,4%	-505,9%	1,7%	2,1%	1,8%	1,5%
Marża EBITDA	21,4%	20,8%	20,8%	20,5%	20,5%	20,3%	20,2%	20,1%	20,0%	19,9%
Marża EBIT	9,6%	9,8%	9,5%	9,2%	8,9%	8,8%	8,8%	8,7%	8,7%	8,6%
Marża NOPLAT	11,8%	11,0%	11,3%	11,3%	11,6%	11,5%	11,4%	11,3%	11,3%	11,3%
CAPEX / Przychody	17,9%	21,8%	21,2%	20,6%	20,5%	11,7%	11,6%	11,5%	11,4%	11,2%
CAPEX / Amortyzacja	151,9%	198,2%	187,4%	181,7%	177,0%	102,1%	101,8%	101,1%	100,4%	99,8%
Zmiana KO / Przychody	0,6%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	3,3%	-1,2%	0,4%	0,0%	1,2%	2,0%	5,3%	8,1%	10,6%	12,1%

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

Kalkulacja WACC

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Udział kapitału własnego	36,5%	38,7%	39,0%	39,3%	39,5%	42,4%	45,4%	48,5%	51,6%	54,8%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	63,5%	61,3%	61,0%	60,7%	60,5%	57,6%	54,6%	51,5%	48,4%	45,2%
WACC	6,5%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,8%	7,0%	7,1%	7,3%	7,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-1,50%	-1,00%	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%
beta	0,9	29,7	34,1	39,0	44,7	51,2	59,0	68,2	79,4	93,3
	1,0	26,3	30,2	34,7	39,9	45,8	52,8	61,0	70,9	83,0
	1,1	23,0	26,6	30,8	35,5	40,9	47,1	54,5	63,3	73,9
	1,2	19,9	23,3	27,1	31,4	36,3	42,0	48,6	56,4	65,8
	1,3	17,1	20,2	23,7	27,6	32,1	37,2	43,2	50,2	58,5
	1,4	14,4	17,2	20,5	24,1	28,2	32,9	38,3	44,6	52,0
	1,5	11,8	14,5	17,5	20,8	24,6	28,9	33,8	39,5	46,1

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%	36,7	41,8	47,6	54,4	62,3	71,8	83,3	97,6	115,8
	4,00%	27,6	31,7	36,4	41,7	47,9	55,2	63,8	74,2	87,0
	5,00%	19,9	23,3	27,1	31,4	36,3	42,0	48,6	56,4	65,8
	6,00%	13,3	16,1	19,2	22,7	26,7	31,2	36,4	42,5	49,6
	7,00%	7,6	9,9	12,5	15,4	18,7	22,3	26,5	31,3	36,8
	8,00%	2,6	4,6	6,7	9,2	11,9	14,9	18,2	22,1	26,5
	9,00%	-1,8	-0,2	1,7	3,7	6,0	8,5	11,3	14,4	18,0

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%	82,6	78,8	75,2	71,8	68,7	65,7	62,9	60,2	57,8
	4,00%	66,2	62,2	58,6	55,2	52,0	49,1	46,4	43,8	41,4
	5,00%	52,8	48,8	45,3	42,0	39,0	36,2	33,6	31,2	29,0
	6,00%	41,6	37,8	34,3	31,2	28,4	25,8	23,4	21,2	19,2
	7,00%	32,1	28,5	25,3	22,3	19,7	17,3	15,1	13,1	11,2
	8,00%	24,0	20,6	17,6	14,9	12,4	10,2	8,2	6,3	4,6
	9,00%	17,0	13,8	11,0	8,5	6,2	4,2	2,3	0,7	-0,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

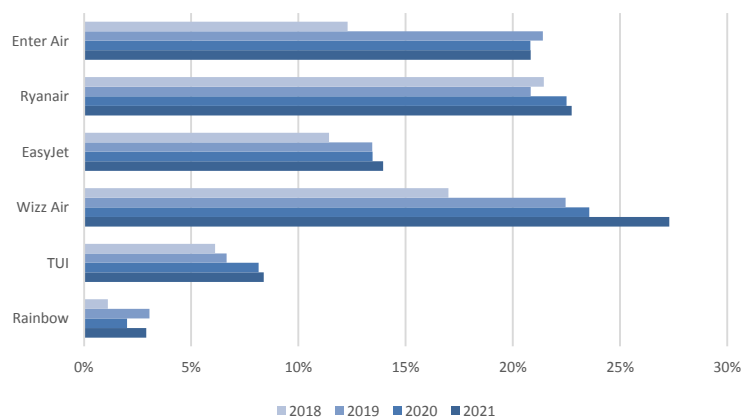
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2019-21 dla wybranych spółek z branży lotniczej. W wycenie uwzględniliśmy przewoźników niskokosztowych (Ryanair, EasyJet, Wizz Air) oraz tour-operatorów (TUI, Rainbow – główni klienci grupy, dodatkowo TUI jest właścicielem linii lotniczej TUI Fly). Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 33%). Ostateczna wycena Enter Air metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **38,6 PLN**.

Wycena porównawcza [PLN]

	P/E			EV/EBITDA		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Ryanair	13,1	10,6	9,5	7,1	6,1	5,4
EasyJet	11,8	10,7	9,1	4,8	4,7	4,1
Wizz Air	10,4	8,7	7,2	5,0	4,3	4,0
TUI	11,1	6,8	6,2	4,7	3,5	3,2
Rainbow	11,6	10,1	9,4	7,0	5,8	5,1
Mediana	11,6	10,1	9,1	5,0	4,7	4,1
Enter Air	9,8	6,4	6,4	5,1	5,0	5,0
Premia/dyskonto grupa	-15,4%	-36,8%	-30,0%	2,1%	5,7%	22,4%
Wycena wg wskaźnika	42,8	57,2	51,7	34,1	30,5	15,6
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników		50,6			26,7	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa [PLN]		38,6				

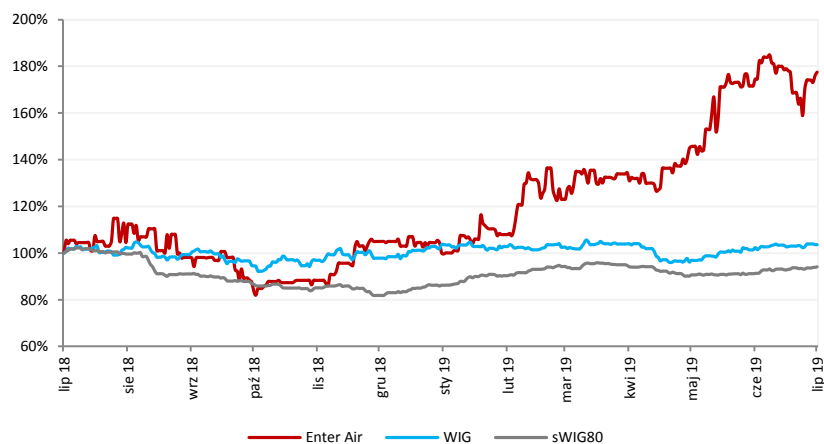
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie marż EBITDA [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

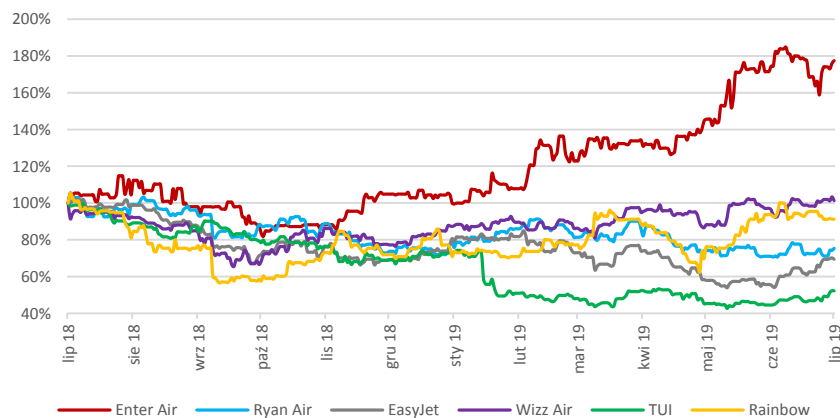
Zachowanie kursu na tle WIG



W perspektywie roku walory Enter Air zachowywały się znacznie lepiej niż szeroki rynek oraz WIG20, co wynikało m.in. z rosnących wyników grupy.

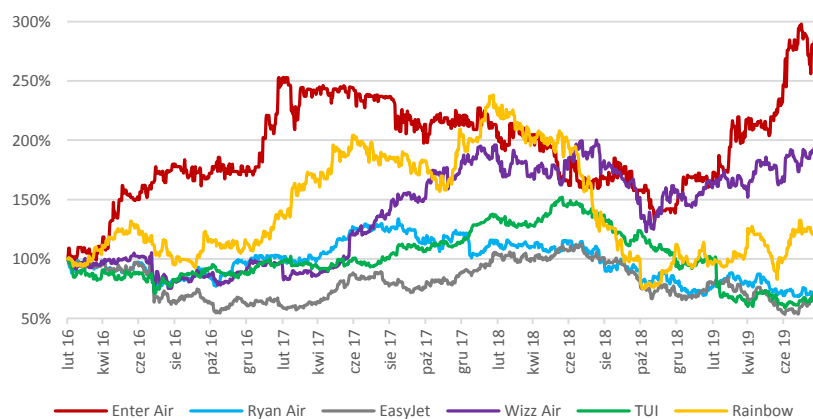
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle grupy porównawczej (1Y)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle grupy porównawczej (od 2016 roku)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

MODEL BIZNESOWY

Enter Air jest największą prywatną linią lotniczą i działa w Polsce od 9 lat. Spółka podaje, że jest jednocześnie jedną z największych linii czarterowych w Europie pod względem floty. Podmiot jest notowany na GPW od grudnia 2015 roku. Z przeprowadzonego IPO grupa pozyskała niemal 100 mln PLN przy cenie emisyjnej 14 PLN, a środki były przeznaczone na sfinansowanie przedpłat na nowe samoloty (Boeingi 737-800 i 737-8 MAX). W '18 spółka planowała przeprowadzenie kolejnej emisji do 2,3 mln walorów, z której zamierzała uzyskać ok. 60 mln PLN i przeznaczyć je na wkład własny do sfinansowania dwóch Boeingów 737-8 MAX (finalnie emisja nie doszła do skutku). Głównymi udziałowcami są panowie Marcin Kubrak oraz Grzegorz Polaniecki, którzy poprzez ENT Investments, kontrolują 52,5% akcji Enter Air (odpowiednio mają 39,3% i 13,2%). Z inwestorów instytucjonalnych powyżej 5% walorów posiadają również NN PTE (10,3% udziałów), Generali OFE (10,1%) oraz Investors TFI (8,7%). W wolnym obrocie znajduje się 18,4% akcji.

Główni akcjonariusze spółki

	Liczba akcji	% akcji	Liczba głosów	% głosów
ENT Investments Ltd, w tym:	9,2	52,5%	9,2	52,5%
M.A. Kubrak	6,9	39,3%	6,9	39,3%
G. Polaniecki	2,3	13,2%	2,3	13,2%
NN PTE	1,8	10,3%	1,8	10,3%
Investors TFI	1,5	8,7%	1,5	8,7%
Generali OFE	1,8	10,1%	1,8	10,1%
Pozostali	3,2	18,4%	3,2	18,4%
RAZEM	17,5	100,0%	17,5	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Podstawowym założeniem modelu biznesowego grupy jest świadczenie niskokosztowych usług dla największych krajowych (m.in. Itaka, Rainbow) i zagranicznych (TUI) biur podróży oraz dla konsolidatorów/brokerów, którzy są pośrednikami między grupą a tour-operatorami. Proces ustalania harmonogramu lotów na dany rok trwa zazwyczaj od marca do października roku poprzedniego, co oznacza, że większość siedzeń w samolotach jest sprzedana przynajmniej z półrocznym wyprzedzeniem (spółka praktycznie nie prowadzi sprzedaży b2c).

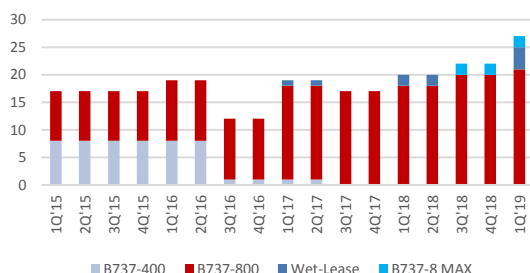
Wybrane umowy z tour-operatorami

Tour operator	Data zawarcia	Wartość [mln USD]	Typ umowy	Opis
Itaka	14.06.2016	32,1	aneks	aneks do umowy z gru'15; dot. sezonu Lato 2016 i Zima 2016/17
Itaka	09.02.2017	49,0	aneks	aneks do umowy z gru'15; dot. sezonów Lato 2017 i Zima 2017/18
Itaka	15.12.2017	51,0	umowa czarteru	dot. sezonu Lato 2018 i Zima 2018/19
Itaka	25.04.2018	67,6	aneks	rozszerzenie umowy z gru'17; dot. sezonu lato 2018-zima 2018/19
Itaka	19.02.2019	75,0	umowa czarteru	umowa dot. sezonu lato 2019 - Zima 2019/20
TUI	10.08.2016	58,6	umowa czarteru	dot. sezonu Lato 2017 i Zima 2017/18
TUI	06.10.2017	81,4	umowa czarteru	dot. sezonu Lato 2018 i Zima 2018/19
TUI	28.12.2017	86,7	umowa czarteru	dot. sezonów Lato 2019 i Zima 2019/20
TUI	17.12.2018	129,9	aneks	rozszerzenie dot. sezonu lato 2019 / Zima 2019-20
Rainbow	03.01.2017	32,8	umowa czarteru	dot. sezonu Lato 2017 i Zima 2017/18
Rainbow	01.09.2017	46,3	umowa czarteru	dot. sezonu Lato 2018 i Zima 2018/19
Rainbow	12.12.2018	45,1	umowa czarteru	dot. sezonów lato 2019 i zima 2019/20
Coral Travel	17.09.2018	27,3	umowa czarteru	dotyczy sezonu Zima 2018/ Lato 2019/ Zima 2019-20

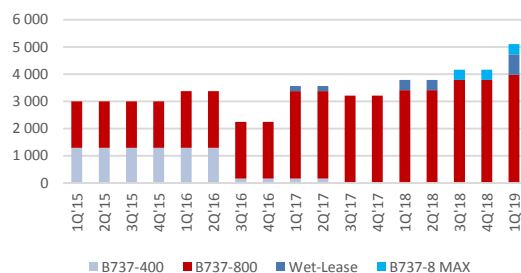
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Flota Enter Air składa się obecnie z 21 Boeingów 737-800 oraz dwóch Boeingów 737 MAX 8 (liczba foteli w obu typach maszyn to 189 siedzeń, co daje łącznie ponad 4,3 tys. miejsc dla pasażerów; w perspektywie 4 lat do floty mają być włączone kolejne 4 Boeingi 737 MAX 8). Dodatkowo spółka na zasadzie umowy wet-lease ma we flocie 4 maszyny. W '18 grupa przewiozła w Polsce 2 mln pasażerów. Spółka działa również na rynkach zagranicznych, m.in. w Wielkiej Brytanii, Francji, Hiszpanii, Czechach, Włoszech, Izraelu oraz w Skandynawii (łącznie obsługiwanych jest ok. 250 portów docelowych w 36 krajach). Enter Air ma 6 stałych baz operacyjnych: Warszawa, Katowice, Wrocław, Poznań, Paryż, Zurych; oraz sezonowe bazy w Pradze, Manchesterze, Londynie i Tel Aviwie.

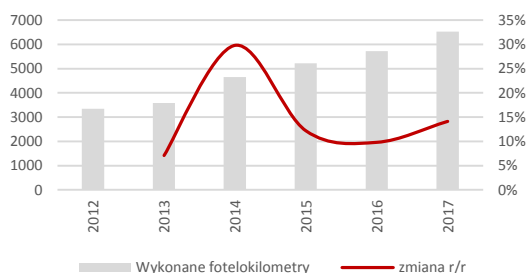
Flota Enter Air [szt]



Liczba siedzeń [szt]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka
Wykonane fotelokilometry [mln]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W maju'19 spółka podpisała umowę inwestycyjną o wartości 2 mln USD i objęła 49% udziałów w szwajcarskim oddziale sieci Germania Flug (obecna nazwa to Chair Airlines), stając się tym samym partnerem strategicznym linii. Zawarta umowa zawiera opcję call, dzięki której Enter Air może zwiększyć swoje zaangażowanie w akcjonariacie do 80%. Podmiot posiada we flocie 3 samoloty typu Airbus A319 (produkowane są 3 konfiguracje, od 112 do 142 miejsc) i zatrudnia ponad 100 osób, wliczając załogi lotnicze. Grupa od 5 lat prowadzi przewozy regularne i czarterowa, operując na rynkach europejskich, na Bliskim Wschodzie oraz w wybranych krajach afrykańskich. Główna baza Chair Airlines znajduje się w Zurychu.

Spółka wyróżnia 2 podstawowe segmenty działalności. Pierwszy z nich to sprzedaż usług lotniczych, do których zalicza się wynajem samolotów wraz z załogą (oferta skierowana głównie do biur podróży; dodatkowo czartery ad-hoc i sprzedaż indywidualna w formule czarter-mix) i szkolenia lotnicze (Enter Air dysponuje własnym ośrodkiem, który umożliwia kształcenie załogi), natomiast drugi to sprzedaż pokładowa, która obejmuje sprzedaż produktów spożywczych i artykułów duty-free (alkohol, tytoń, perfumy, akcesoria).

Wyniki w podziale na segmenty [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2015	2016	2017	2018
USŁUGI LOTNICZE																	
Przychody	65,8	210,2	350,8	154,6	97,5	258,6	385,2	172,6	120,8	351,8	555,6	223,7	176,7	727,0	781,3	914,0	1251,9
Wynik brutto ze sprzedaży	15,0	9,1	38,8	4,3	11,5	23,3	54,8	-11,0	3,2	54,1	81,7	18,8	25,5	61,1	67,2	78,6	157,8
Wynik brutto	12,6	-5,6	35,3	-1,5	-0,9	33,2	45,8	-10,9	-6,0	21,2	77,7	-15,8	-12,4	29,7	40,9	67,2	77,1
marża brutto ze sprzedaży	22,8%	4,3%	11,1%	2,8%	11,8%	9,0%	14,2%	-6,4%	2,7%	15,4%	14,7%	8,4%	14,4%	8,4%	8,6%	8,6%	12,6%
SPRZEDAŻ POKŁADOWA																	
Przychody	2,7	7,2	14,7	4,4	5,2	10,7	17,1	8,0	5,7	11,7	17,6	9,3	8,5	29,8	29,0	41,0	44,3
Wynik brutto ze sprzedaży	1,3	2,0	8,5	1,5	2,3	1,2	6,2	0,8	1,1	2,3	3,9	1,0	2,2	13,0	13,2	10,4	8,3
Wynik brutto	1,3	2,0	8,5	1,5	2,3	1,2	6,2	0,8	1,1	2,3	3,9	1,0	2,2	13,0	13,2	10,4	8,3
marża brutto ze sprzedaży	46,4%	27,9%	57,8%	33,7%	43,8%	11,5%	36,1%	9,6%	19,4%	19,7%	22,1%	10,7%	26,3%	43,5%	45,6%	25,5%	18,7%
udział w przychodach																	
Usługi lotnicze	96%	97%	96%	97%	95%	96%	96%	96%	96%	97%	97%	96%	95%	96%	96%	96%	97%
Sprzedaż pokładowa	4%	3%	4%	3%	5%	4%	4%	4%	4%	3%	3%	4%	5%	4%	4%	4%	3%
udział w wyniku br. ze sprz.																	
Usługi lotnicze	92%	82%	82%	74%	84%	95%	90%	107%	75%	96%	95%	95%	92%	83%	84%	88%	95%
Sprzedaż pokładowa	8%	18%	18%	26%	16%	5%	10%	-7%	25%	4%	5%	5%	8%	17%	16%	12%	5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

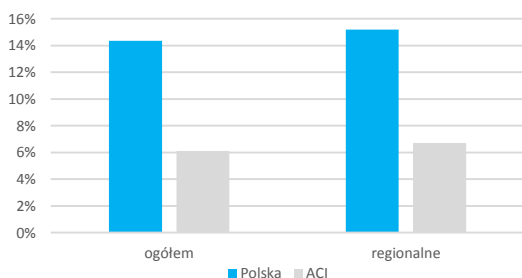
OTOCZENIE RYNKOWE

Według danych Urzędu Lotnictwa Cywilnego rok 2018 zakończył się jednym z najwyższych wzrostów procentowych zarówno pod względem liczby obsługanych pasażerów, jak i liczby wykonanych operacji (każdy z kwartałów przyniósł dwucyfrowe wzrosty r/r). ULC wskazuje także, że rodzimy rynek wyróżniał się in plus także w porównaniu z zagranicznymi rynkami. Urząd podaje, że większość portów lotniczych zanotowała dodatnią dynamikę ruchu (in minus wyróżniły się Lublin, Szczecin i Radom).

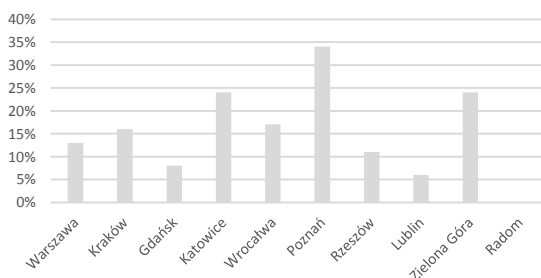
Szacunki ULC wskazują, że przewozy pasażerskie wzrosły w '18 aż o 14% r/r (w '17 +18% r/r), a w samym 4Q'18 o ok. 10% r/r. Zwiększyła się również liczba operacji, która w ujęciu całorocznym odnotowała przyrost o 12% r/r, a w 4Q'18 o 9% r/r. Podniosła się także liczba pasażerów przypadających na rejs, ze 118 osób w '17 do 120 osób w '18, co m.in. wynikało ze zwiększenia średniej wielkości samolotu (o ok. 4 miejsca). Współczynnik wypełnienia miejsc w samolocie był zbliżony r/r.

ULC podaje, że dynamika polskich lotnisk była lepsza niż europejskich portów o ok. 8 p.p. Odnosząc się do konkretnych lotnisk, Okęcie osiągnęło rezultat lepszy od porównywalnych europejskich obiektów o ponad 6 p.p. (+13% r/r; ruch czarterowy +36% r/r, ruch regularny +13% r/r; duże wzrosty wolumenowe odnotowały PLL LOT, Wizz Air, Enter Air i Ryanair Sun), z kolei Kraków-Balice miał rezultaty lepsze o 9,5 p.p. (dodatkowo port utrzymał liczbę obsługanych pasażerów powyżej 5 mln osób; dynamika +16% r/r, wzrost nom. +930 tys. osób). Wśród mniejszych portów najlepiej poradziły sobie Katowice-Pyrzowice (+948 tys. osób, +24% r/r) i Poznań-Ławica (+622 tys. osób, +34% r/r). Ruch międzynarodowy odnotował przyrost o 18% r/r, z kolei przewozy krajowe spadły o 14% r/r.

Dynamika ruchu w '18 [%]

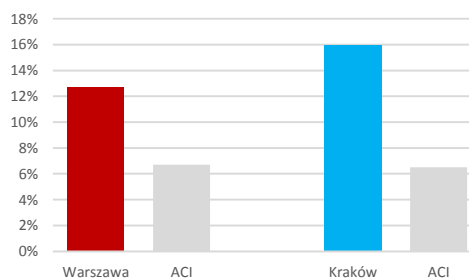


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ULC, ACI
Dynamika ruchu w portach regionalnych w '18 [%]

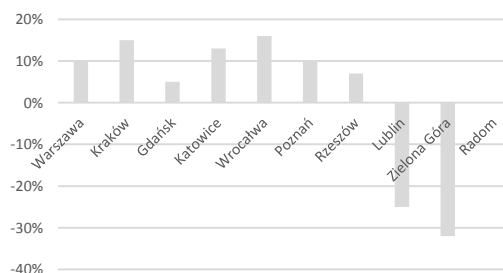


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ULC

Dynamika ruchu w '18 dla Krakowa i Warszawy [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ULC, ACI
Dynamika ruchu w portach regionalnych w 4Q'18 [%]

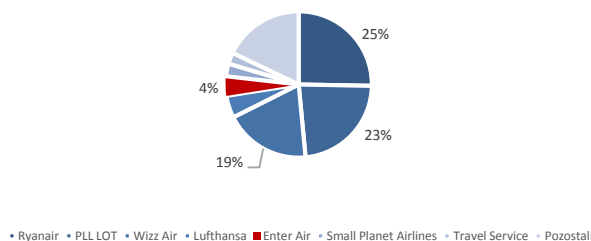


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ULC

W obszarze przewozów regularnych w '18 najpopularniejszym kierunkiem docelowym była Wielka Brytania, Niemcy oraz Włochy. Wysokie dynamiki przelotów odnotowano także z/do Niemiec, Izraela oraz na Ukrainę. W przypadku przewozów czarterowych największym zainteresowaniem cieszyły się Grecja, Egipt, Turcja i Madagaskar.

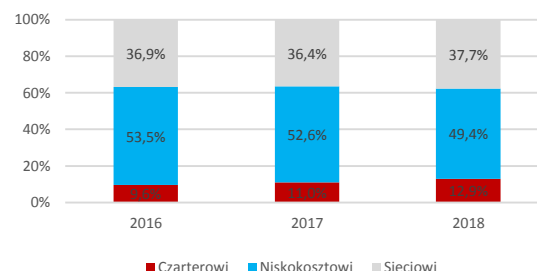
Dynamika przewoźników sieciowych w '18 wyniosła 18% w ujęciu r/r. ULC podaje, że przewoźnicy niskokosztowi zanotowali wzrost o 7% r/r, a przewoźnicy czarterowi o 34% r/r. W obszarze LCC (niskokosztowi) największe wzrosty zanotowały Ryanair (25% udziału w rynku ogółem) i Wizz Air (19% udziału rynkowego), z kolei wśród podmiotów sieciowych były to PLL LOT (23% udziałów w rynku), Lufthansa (4,9% udziałów), KLM i UIA. Enter Air miał 4,3% udziałów.

Udziały w rynku wg wielkości przewozów [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ULC

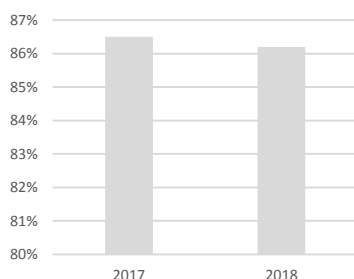
Udział w rynku wg modelu biznesowego [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ULC

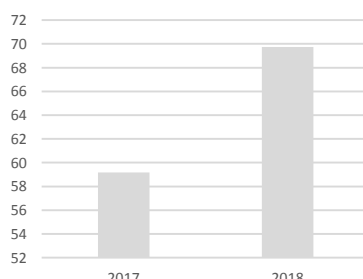
Krajowe porty lotnicze obsłużyły w 4Q'18 ok. 10,2 mln pasażerów, co dało wzrost o 10% r/r. Łącznie, w całym '18 dało to 45,7 mln pasażerów, co oznacza poprawę r/r o ponad 14% (w przypadku przewoźników czarterowych +34% r/r!). Średnia długość obsługowanego odcinka lotu zwiększyła się w '18 o 44 km. Poprawiła się też liczba operacji pasażerskich (+12% r/r w '18), liczba dostępnych miejsc (+15% r/r w '18), z kolei współczynnik load factor był bliski 86% (całorocznie; w 4Q'18 było to 84%).

Load factor [%]



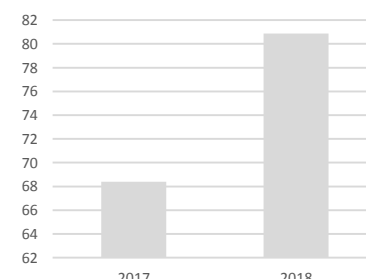
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ULC

RPKM [mln]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ULC

ASKM [mln]

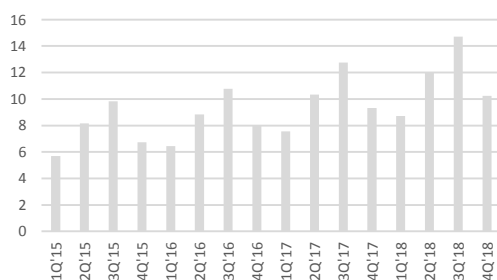


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ULC

Szacunki ULC wskazują, że przewoźnicy niskokosztowi odnotowali większy wzrost liczby pasażerów przypadających na jedną operację niż przewoźnicy sieci. Podmioty z obszaru LCC zwiększyły wskaźnik o 4 osoby, z kolei przewoźnicy sieci o 3 pasażerów (w '18). Przewoźnicy czarterowi poprawili wskaźniki o 1 osobę. Liczba operacji pasażerskich w 4Q'18 podniosła się o ok. 9% i była to najniższa dynamika w porównaniu z pozostałymi kwartałami '18 (całorocznie +12% r/r). Jest to pochodna lekkiej zadyszki w przypadku przewoźników LCC (niecałe 4% wzrostu r/r), znacznie lepiej zaprezentowali się przewoźnicy sieciowi (+12% r/r) oraz czarterowi (+13% r/r).

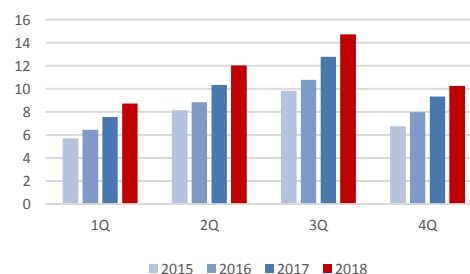
Poprawa wyników lotnisk regionalnych pod względem liczby przewozów jest pochodną wysokich dynamik przewoźników LCC. Podmioty te zwiększyły przewozy o 1,7 mln osób w '18, a liderami były Ryanair i Wizz Air (łącznie 62% przewozów w mniejszych portach), które obsługiwały najczęściej połączenia na trasach do/z Wielkiej Brytanii, Włoch, Gruzji i na Ukrainę. Przewoźnicy sieciowi przewieźli o 19% więcej osób r/r, a czarterowi aż o 45% więcej.

Liczba obsługanych pasażerów [mln osób]



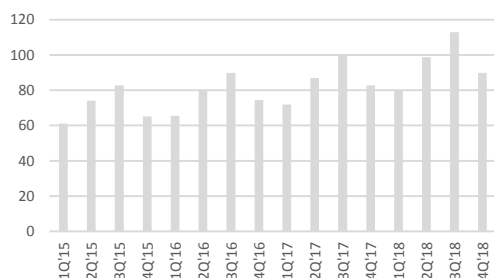
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ULC

Liczba obsługanych pasażerów – por. kwartalne [mln osób]



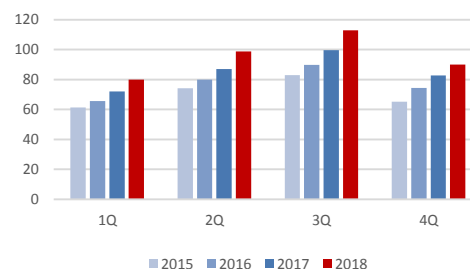
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ULC

Liczba operacji lotniczych [tys.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ULC

Liczba operacji lotniczych – por. kwartalne [tys.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ULC

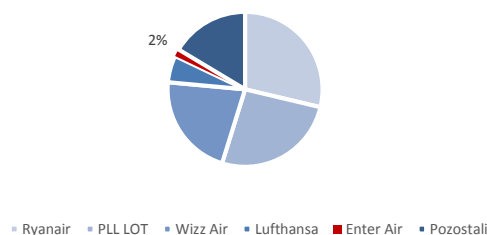
W '18 krajowy rynek przewozów regularnych obsłużył ponad 4,3 mln pasażerów więcej niż w '17, co oznacza wzrost o ponad 12% r/r (do 40,2 mln osób). W samym 4Q'18 obsłużono 9,7 mln osób, czyli o 10% więcej r/r. ULC wskazuje, że najbardziej popularnym kierunkiem rejsów regularnych była Wielka Brytania, a najmocniejsze wzrosty odnotowano w kierunku lotów na Ukrainę, Niemiec i Włoch. Urząd podaje, że wśród przewoźników najlepiej wypadły Wizz Air, PLL LOT, Lufthansa i Ryanair. Spośród lotnisk, spadek obsługiwanych przelotów regularnych odnotowały lotniska w Radomiu i Łodzi. Największy udział w przewozie regularnym posiadają podmioty niskokosztowe, które mają 61% rynku, z kolei przewoźnicy sieciowi odpowiadali za 37% lotów (pozostałe 2% przypadło na czartery). W przypadku ruchu czarterowego odnotowano wzrost o 34% r/r do 5,5 mln osób. Najpopularniejszymi kierunkami były Grecja, Turcja, Egipt i Hiszpania. Mocny spadek połączeń zaobserwowano w przelotach w rejon Bliskiego Wschodu, co jest związane z przejmowaniem tras przez przewoźników regularnych (m.in. Ryanair, flydubai czy PLL LOT). Według danych za '18 Enter Air przewiózł 610,3 tys. osób w ruchu regularnym (+51% r/r; 1,5% udziału w rynku) oraz 1,3 mln osób w ruchu czarterowym (+20% r/r; 24,6% udziału w rynku).

Liczba pasażerów – regularne '18 [mln os.]

	2017	2018	udział'17	udział'18
Ryanair	11,0	11,6	31%	29%
PLL LOT	8,5	10,5	24%	26%
Wizz Air	7,7	8,7	21%	22%
Lufthansa	2,0	2,3	6%	6%
Enter Air	0,4	0,6	1%	2%
Pozostali	6,3	6,6	18%	16%
Rynek	35,9	40,2	100%	100%

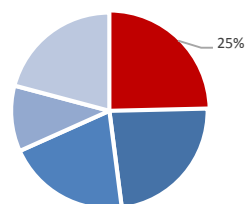
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ULC

Udział przewoźników – regularne '18 [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ULC

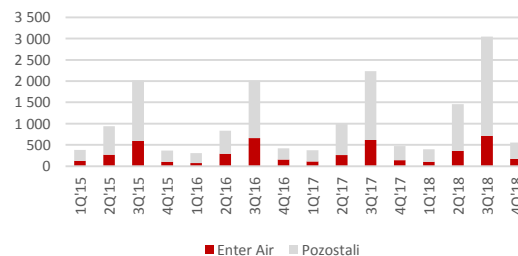
Udział przewoźników – czarter '18 [%]



■ Enter Air ■ Small Planet Airlines ■ Travel Service ■ Ryanair Sun ■ Pozostali

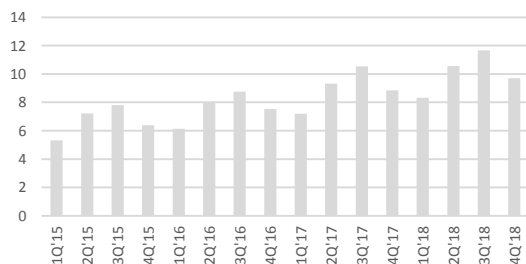
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ULC

Liczba pasażerów – czarter '18 [tys. os.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ULC

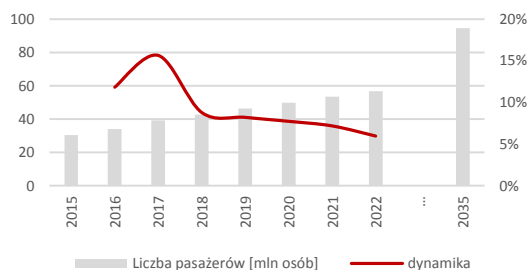
Liczba pasażerów – regularne '18 [mln os.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ULC

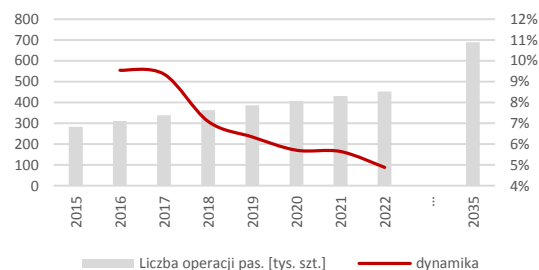
Optymistyczne dla rynku lotnicze są prognozy, które publikuje ULC. Według podmiotu, w najbliższych latach można spodziewać się wysokiego jednocyfrowego wzrostu liczby pasażerów, a także operacji pasażerskich. Rosnąć ma także wskaźnik mobilności, co będzie dodatkowo wspierało rynek przewozów lotniczych.

Prognoza liczby obsługiwanych pasażerów do 2035 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ULC

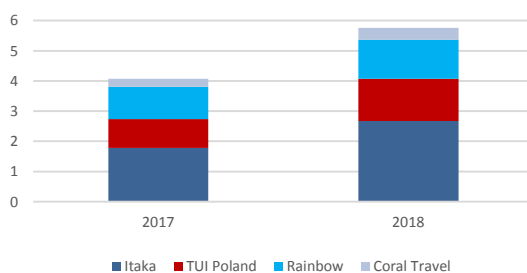
Prognoza liczby operacji pas. [tys. szt.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ULC

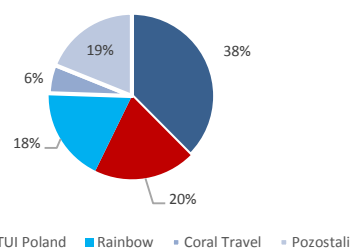
Tak jak pisaliśmy wcześniej, Enter Air współpracuje z największymi tour-operatorami na polskim rynku. Opierając się na danych z raportu portalu Wiadomości Turystyczne można zauważyć, że 4 główni klienci spółki osiągnęli łącznie aż 81% udziałów w rynku usług turystycznych. Liderem jest Itaka, która osiągnęła 38% udziałów, na drugim miejscu było TUI (20%), a na trzecim Rainbow (18%). Coral, z którym grupa niedawno zawarła umowę był piątym graczem (6%). Wymienione podmioty osiągnęły w minionym roku łącznie 5,8 mld PLN przychodów, co oznacza wzrost o 41% r/r. Itaka wypracowała 2,7 mld PLN sprzedaży (+50% r/r), TUI miało 1,4 mld PLN obrotów (+47% r/r), Rainbow ok. 1,3 mld PLN (+22% r/r), Coral blisko 0,4 mld PLN (+45% r/r).

Przychody głównych klientów Enter Air [mld PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Wiadomości Turystyczne, spółki

Udziały rynkowe tour-operatorów w '18 [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Wiadomości Turystyczne, spółki

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki grupy w 1Q'19 były istotnie lepsze w porównaniu z zeszłym rokiem. Istotny wpływ na to miał wzrost przychodów o ponad 46% r/r do 185 mln PLN (efekt większej liczby zakontraktowanych i wykonanych operacji lotniczych m.in. dzięki podpisaniu umowy z Coral Travel). Enter Air zrealizował więcej połączeń o wyższej rentowności jednostkowej dzięki czemu wynik brutto ze sprzedaży podniósł się do prawie 28 mln PLN (w tym 25,5 mln PLN z usług lotniczych), a EBITDA do 66,5 mln PLN (wg MSSF 16; wg MSR 17 = 42,2 mln PLN).

Komunikaty dotyczące wartości umów z głównymi klientami spółki sugerują, że tegoroczny portfel zamówień od tour-operatorów wzrósł o ponad 35% r/r. Dlatego też w kolejnych okresach spodziewamy się kontynuacji poprawy rezultatów, jednak mogą one nie być aż tak spektakularne jak w 1Q'19. W perspektywie 2Q'19 oczekujemy, że przewoźnik zwiększy przychody do 454 mln PLN, co oznacza 25% przyrost w odniesieniu do ubiegłego roku. Szacujemy, że EBITDA MSSF 16 wyniosła w zakończonym kwartale 91,3 mln PLN (MSR 17 = 58,2 mln PLN, +7% r/r). Dla całorocznych wyników najistotniejszy będzie zapewne 3Q'19, który sezonowo ma największy wpływ na całoroczne rezultaty (estymujemy ok. 100 mln PLN EBITDA MSR 17). Podsumowując, w '19 zakładamy, że grupa osiągnie 1,6 mld PLN przychodów, ok. 343 mln PLN EBITDA MSSF 16 (ok. 210 mln PLN wg MSR 17, +32% r/r) i 65 mln PLN zysku netto. Spodziewamy się, że także '20 przyniesie wzrost wyników. Prognozujemy, że sprzedaż zwiększy się do 1,8 mld PLN (+12% r/r), EBITDA do 372 mln PLN (MSR 17 = 237 mln PLN), a zysk netto do 99 mln PLN.

Przyjmujemy, że w kolejnych latach spółka powiększy flotę o 4 maszyny (teoretycznie powinny to być Boeingi 737 MAX 8, które na chwilę obecną, po 2 katastrofach, nie są dopuszczone do eksploatacji przez FAA; w modelu nie uwzględniamy potencjalnych odszkodowań na rzecz spółki z tyt. uziemienia części floty; przy rosnącej liczbie zleceń Enter Air może posiłkować się leasingowanymi samolotami), co na koniec '23 powinno przełożyć się na wzrost łącznej liczby foteli do ok. 5,9 tys. siedzeń. W modelu zakładamy także, że grupa podtrzyma swoją dotychczasową politykę dywidendową (średni poziom wypłaty zysku na poziomie 20%).

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	102,7	262,3	409,3	180,6	126,5	363,5	573,2	233,0	185,2	454,1	669,2	295,5	954,9	1 296,1	1 604,1	1 788,9	1 883,3
Usługi lotnicze	97,5	258,6	385,2	172,6	120,8	351,8	555,6	223,7	176,7	439,2	647,6	283,7	914,0	1 251,9	1 547,2	1 725,4	1 816,5
Sprzedaż pokładowa	5,2	10,7	17,1	8,0	5,7	11,7	17,6	9,3	8,5	15,0	21,6	11,8	41,0	44,3	56,9	63,5	66,8
Wynik brutto ze sprzedaży	18,3	20,0	60,9	-10,2	4,3	56,4	85,6	19,8	27,7	53,8	110,4	2,5	89,0	166,1	194,5	218,2	224,7
Usługi lotnicze	11,5	23,3	54,8	-11,0	3,2	54,1	81,7	18,8	25,5	51,2	105,6	1,3	78,6	157,8	183,6	206,1	212,0
Sprzedaż pokładowa	2,3	1,2	6,2	0,8	1,1	2,3	3,9	1,0	2,2	2,6	4,8	1,3	10,4	8,3	10,9	12,1	12,7
EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	66,5	91,3	146,9	38,6	-	-	343,4	372,4	392,3
EBITDA MSR 17	17,9	19,3	61,4	-8,5	6,5	54,6	88,8	9,4	42,2	58,2	100,0	10,0	90,1	159,3	210,4	237,4	255,9
EBIT MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	20,2	44,4	99,3	-9,8	-	-	154,1	175,5	179,7
EBIT MSR 17	12,4	12,6	54,3	-15,7	-1,9	46,3	78,4	-3,9	26,4	41,7	82,9	-6,7	63,6	118,9	144,4	163,7	169,4
Wynik brutto	19,6	12,1	52,0	-10,7	-5,1	22,9	81,6	-14,8	-11,0	29,8	85,0	-23,7	73,0	84,6	80,1	122,7	123,0
Wynik netto	17,2	8,0	42,1	-8,9	-4,0	19,5	63,2	-12,3	-9,0	24,1	68,8	-19,2	58,4	66,3	64,7	99,4	99,6
marża brutto ze sprzedaży	17,8%	7,6%	14,9%	-	3,4%	15,5%	14,9%	8,5%	15,0%	11,9%	16,5%	0,9%	9,3%	12,8%	12,1%	12,2%	11,9%
marża EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	35,9%	20,1%	22,0%	13,1%	-	-	21,4%	20,8%	20,8%
marża EBITDA MSR 17	17,4%	7,4%	15,0%	-	5,1%	15,0%	15,5%	4,1%	22,8%	12,8%	14,9%	3,4%	9,4%	12,3%	13,1%	13,3%	13,6%
marża EBIT MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	10,9%	9,8%	14,8%	-	-	-	9,6%	9,8%	9,5%
marża netto	16,8%	3,1%	10,3%	-	-	5,4%	11,0%	-	-	5,3%	10,3%	-	6,1%	5,1%	4,0%	5,6%	5,3%

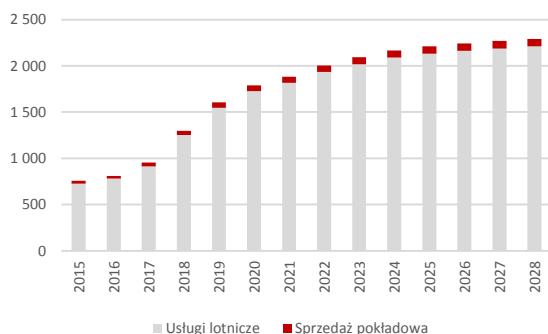
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza ogólna na lata 2019-2028 [mln PLN]

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Przychody	810,4	954,9	1 296,1	1 604,1	1 788,9	1 883,3	2 004,4	2 092,4	2 167,8	2 210,7	2 242,6	2 268,5	2 292,1
Usługi lotnicze	781,3	914,0	1 251,9	1 547,2	1 725,4	1 816,5	1 933,3	2 018,1	2 090,9	2 132,3	2 163,0	2 188,0	2 210,8
Sprzedaż pokładowa	29,0	41,0	44,3	56,9	63,5	66,8	71,1	74,2	76,9	78,4	79,6	80,5	81,3
Wynik brutto ze sprzedaży	80,5	89,0	166,1	194,5	218,2	224,7	231,5	236,8	242,2	246,4	249,2	251,3	252,9
Usługi lotnicze	67,2	78,6	157,8	183,6	206,1	212,0	218,0	222,8	227,7	231,6	234,3	236,1	237,6
Sprzedaż pokładowa	13,2	10,4	8,3	10,9	12,1	12,7	13,5	14,0	14,5	14,8	15,0	15,1	15,3
EBITDA MSSF 16	97,1	90,1	159,3	343,4	372,4	392,3	411,1	429,3	439,4	445,5	450,2	453,5	456,0
EBITDA MSR 17	97,1	90,1	159,3	210,4	237,4	255,9	271,8	289,6	300,5	306,7	312,2	316,7	320,6
EBIT MSSF 16	61,5	63,6	118,9	154,1	175,5	179,7	183,7	186,8	190,4	193,6	195,7	197,1	198,2
EBIT MSR 17	61,5	63,6	118,9	144,4	163,7	169,4	172,9	178,4	184,9	189,5	193,4	196,6	199,1
Wynik brutto	58,2	73,0	84,6	80,1	122,7	123,0	121,8	119,9	122,6	129,1	134,5	139,4	144,0
Wynik netto	46,2	58,4	66,3	64,7	99,4	99,6	98,6	97,1	99,3	104,5	109,0	112,9	116,7
marża brutto ze sprzedaży	9,9%	9,3%	12,8%	12,1%	12,2%	11,9%	11,5%	11,3%	11,2%	11,1%	11,1%	11,1%	11,0%
marża EBITDA MSSF 16	12,0%	9,4%	12,3%	21,4%	20,8%	20,8%	20,5%	20,5%	20,3%	20,2%	20,1%	20,0%	19,9%
marża EBITDA MSR 17	12,0%	9,4%	12,3%	13,1%	13,3%	13,6%	13,6%	13,8%	13,9%	13,9%	13,9%	14,0%	14,0%
marża EBIT MSSF 16	7,6%	6,7%	9,2%	9,6%	9,8%	9,5%	9,2%	8,9%	8,8%	8,8%	8,7%	8,7%	8,6%
marża netto	5,7%	6,1%	5,1%	4,0%	5,6%	5,3%	4,9%	4,6%	4,6%	4,7%	4,9%	5,0%	5,1%

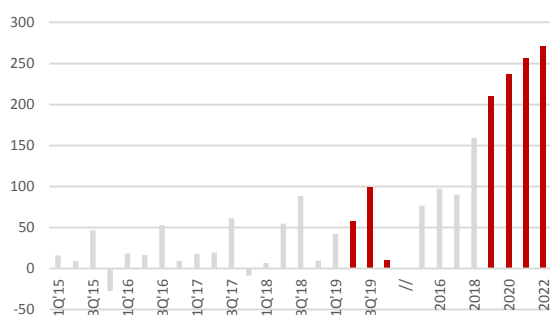
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody w podziale na segmenty [mln PLN]



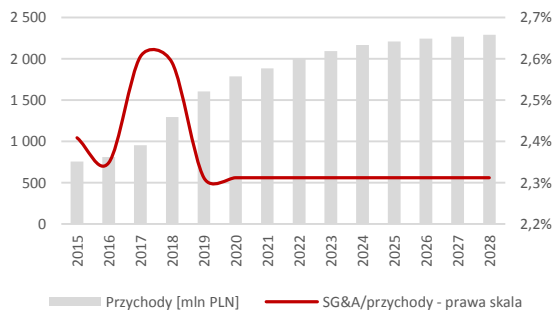
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA w kolejnych okresach [mln PLN]*



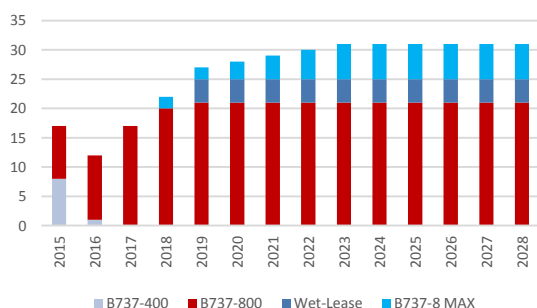
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *dane wg MSR 17

SG&A vs przychody [mld PLN]



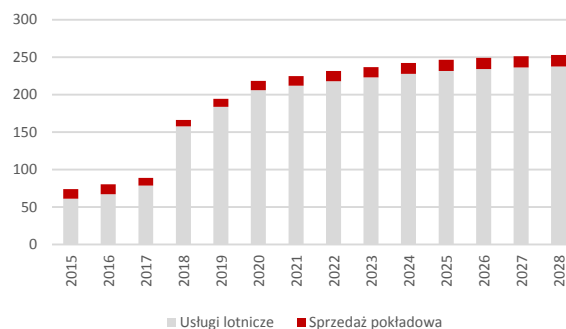
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozowany stan floty w kolejnych latach [szt.]



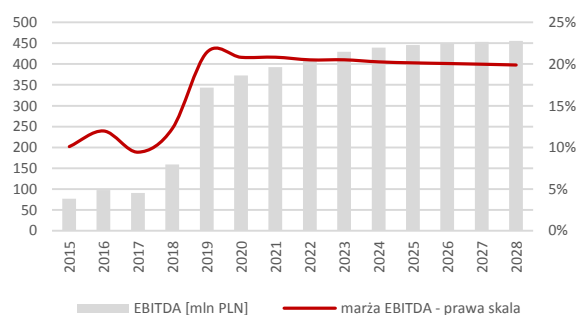
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBITDA w okresie prognozy*



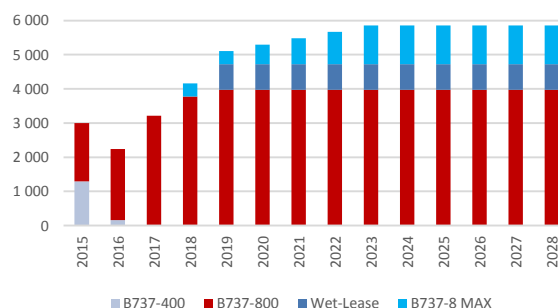
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *MSSF 16 od '19

CF Operacyjny na tle EBITDA [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozowana liczba foteli w kolejnych latach [szt.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	697,2	984,2	1 690,5	1 885,9	2 073,8	2 261,9	2 450,8	2 458,3	2 465,2	2 470,3	2 473,8	2 475,7
RzAT	528,7	827,5	1 044,2	1 225,8	1 401,3	1 576,5	1 754,7	1 754,4	1 754,9	1 755,4	1 756,0	1 756,5
Aktywo z tyt.pr. do użytkowania	0,0	0,0	501,1	512,9	523,2	533,9	542,3	547,9	552,0	554,3	554,8	553,9
Aktywo z tyt. pod. odr.	19,1	27,0	28,6	28,6	28,6	28,6	28,6	28,6	28,6	28,6	28,6	28,6
Pozostałe aktywa trwałe	149,4	129,7	116,6	118,6	120,7	122,9	125,1	127,4	129,7	132,0	134,4	136,8
Aktywa obrotowe	160,3	209,1	188,4	144,2	159,0	172,8	179,1	182,5	187,2	194,2	203,7	216,0
Zapasy	3,9	4,9	6,1	6,8	7,2	7,6	8,0	8,2	8,4	8,5	8,6	8,7
Należności z tyt. dostaw	64,4	73,2	90,6	101,0	106,3	113,2	118,1	122,4	124,8	126,6	128,1	129,4
Środki pieniężne	58,9	100,4	70,3	14,9	24,1	30,5	31,5	30,4	32,5	37,6	45,6	56,4
Pozostałe aktywa obrotowe	33,1	30,5	21,4	21,4	21,4	21,4	21,4	21,4	21,4	21,4	21,4	21,4
Kapitał własny	261,9	318,3	368,0	454,4	534,1	612,9	690,2	770,1	854,8	942,8	1 034,0	1 128,0
Zobowiązania długoterminowe	413,1	600,5	1 231,2	1 355,4	1 473,1	1 588,9	1 702,5	1 630,5	1 557,2	1 481,9	1 405,0	1 326,5
Zobowiązania finansowe	312,3	490,3	1 121,2	1 245,3	1 363,0	1 478,9	1 592,4	1 520,5	1 447,1	1 371,9	1 294,9	1 216,5
Pozostałe zob. długoterminowe	100,8	110,3	110,0	110,0	110,0	110,0	110,0	110,0	110,0	110,0	110,0	110,0
Zobowiązania krótkoterminowe	182,5	274,4	279,8	220,3	225,6	232,9	237,1	240,1	240,4	239,8	238,6	237,2
Zobowiązania finansowe	49,7	82,4	72,7	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	89,4	128,9	137,2	150,5	155,9	163,1	167,4	170,4	170,7	170,0	168,8	167,4
Pozostałe zob. krótkoterminowe	43,4	63,2	69,9	69,9	69,9	69,9	69,9	69,9	69,9	69,9	69,9	69,9
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	954,9	1 296,1	1 604,1	1 788,9	1 883,3	2 004,4	2 092,4	2 167,8	2 210,7	2 242,6	2 268,5	2 292,1
Koszty wytworzenia	865,9	1 130,0	1 409,6	1 570,7	1 658,6	1 772,9	1 855,6	1 925,6	1 964,3	1 993,4	2 017,3	2 039,2
Wynik brutto ze sprzedaży	89,0	166,1	194,5	218,2	224,7	231,5	236,8	242,2	246,4	249,2	251,3	252,9
Koszty SG&A	24,9	33,6	37,1	41,4	43,5	46,3	48,4	50,1	51,1	51,9	52,5	53,0
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-0,5	-13,6	-3,3	-1,3	-1,4	-1,5	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7
EBITDA MSSF 16	-	-	343,4	372,4	392,3	411,1	429,3	439,4	445,5	450,2	453,5	456,0
EBITDA MSR 17	90,1	159,3	210,4	237,4	255,9	271,8	289,6	300,5	306,7	312,2	316,7	320,6
EBIT MSSF 16	-	-	154,1	175,5	179,7	183,7	186,8	190,4	193,6	195,7	197,1	198,2
Saldo finansowe	9,4	-34,3	-72,5	-54,8	-58,8	-64,1	-69,2	-70,1	-66,9	-63,5	-60,1	-56,5
Wynik brutto	73,0	84,6	80,1	122,7	123,0	121,8	119,9	122,6	129,1	134,5	139,4	144,0
Wynik netto	58,4	66,3	64,7	99,4	99,6	98,6	97,1	99,3	104,5	109,0	112,9	116,7
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
CF operacyjny	66,9	210,1	345,9	351,2	368,6	387,9	405,5	414,6	418,7	422,0	424,2	425,8
CF inwestycyjny	-29,4	-92,2	-161,9	-255,3	-262,0	-274,0	-289,4	-115,3	-117,6	-119,3	-120,7	-121,9
CF finansowy	-96,1	-76,6	-214,8	-151,4	-97,4	-107,5	-115,0	-300,4	-298,9	-297,6	-295,6	-293,0
CF netto	-58,6	41,2	-30,8	-55,4	9,2	6,4	1,0	-1,1	2,1	5,1	7,9	10,9
Środki pieniężne na początek okresu	118,4	58,9	100,4	70,3	14,9	24,1	30,5	31,5	30,4	32,5	37,6	45,6
Środki pieniężne na koniec okresu	58,9	100,4	70,3	14,9	24,1	30,5	31,5	30,4	32,5	37,6	45,6	56,4
Dynamiki / marże / wskaźniki	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	17,8%	35,7%	23,8%	11,5%	5,3%	6,4%	4,4%	3,6%	2,0%	1,4%	1,2%	1,0%
EBITDA MSSF 16 zmiana r/r	-	-	-	8,4%	5,4%	4,8%	4,4%	2,3%	1,4%	1,1%	0,7%	0,6%
Wynik netto zmiana r/r	26,5%	13,5%	-2,3%	53,6%	0,3%	-1,0%	-1,6%	2,3%	5,3%	4,2%	3,6%	3,3%
Marża brutto na sprzedaży	9,3%	12,8%	12,1%	12,2%	11,9%	11,5%	11,3%	11,2%	11,1%	11,1%	11,1%	11,0%
Marża EBITDA MSSF 16	-	-	21,4%	20,8%	20,8%	20,5%	20,5%	20,3%	20,2%	20,1%	20,0%	19,9%
Marża EBITDA MSR 17	9,4%	12,3%	13,1%	13,3%	13,6%	13,6%	13,8%	13,9%	13,9%	13,9%	14,0%	14,0%
Marża netto	6,1%	5,1%	4,0%	5,6%	5,3%	4,9%	4,6%	4,6%	4,7%	4,9%	5,0%	5,1%
ROE	22,3%	20,8%	17,6%	21,9%	18,7%	16,1%	14,1%	12,9%	12,2%	11,6%	10,9%	10,3%
ROA	6,8%	5,6%	3,4%	4,9%	4,5%	4,1%	3,7%	3,8%	3,9%	4,1%	4,2%	4,3%
Odsetki/EBIT	19,2%	29,2%	47,2%	31,4%	32,8%	34,9%	37,1%	36,9%	34,6%	32,5%	30,5%	28,6%
Dług netto MSSF 16 [mln PLN]	303,1	472,3	1123,6	1230,3	1338,9	1448,3	1560,8	1490,0	1414,5	1334,2	1249,3	1160,0
Dług netto MSR 17 [mln PLN]	303,1	472,3	622,5	717,5	815,7	914,4	1018,5	942,1	862,5	779,9	694,5	606,1
Dług netto/Kapitał własny	115,7%	148,3%	305,4%	270,8%	250,7%	236,3%	226,1%	193,5%	165,5%	141,5%	120,8%	102,8%
Dług netto/EBITDA MSSF 16	336,4%	296,5%	327,2%	330,4%	341,3%	352,3%	363,6%	339,1%	317,5%	296,4%	275,5%	254,4%
EV [mln PLN]	938,1	1 107,3	1 758,7	1 865,4	1 973,9	2 083,4	2 195,9	2 125,1	2 049,6	1 969,3	1 884,4	1 795,1
Dług/EV	0,4	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
CAPEX/Przychody	3,3%	7,1%	9,6%	1,0%	1,6%	2,3%	2,9%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
CAPEX/Amortyzacja	117,8%	229,2%	151,9%	198,2%	187,4%	181,7%	177,0%	102,1%	101,8%	101,1%	100,4%	99,8%
Amortyzacja/Przychody	2,8%	3,1%	4,1%	4,1%	4,6%	4,9%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Zmiana KO/Przychody	1,8%	2,3%	-0,6%	0,1%	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	11,7%	8,7%	-3,3%	1,2%	-0,4%	0,0%	-1,2%	-2,0%	-5,3%	-8,1%	-10,6%	-12,1%
MC/S	0,7	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P/E	10,9	9,6	9,8	6,4	6,4	6,4	6,5	6,4	6,1	5,8	5,6	5,4
P/BV	2,4	2,0	1,7	1,4	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA MSSF 16	-	-	5,1	5,0	5,0	5,1	5,1	4,8	4,6	4,4	4,2	3,9
EV/EBITDA MSR 17	10,4	7,0	6,0	5,7	5,7	5,7	5,7	5,2	4,9	4,5	4,2	3,9
EV/EBIT MSSF 16	-	-	11,4	10,6	11,0	11,3	11,8	11,2	10,6	10,1	9,6	9,1
EV/EBIT MSR 17	14,7	9,3	8,7	8,3	8,6	9,0	9,3	8,5	7,9	7,3	6,8	6,2
EV/S	1,0	0,9	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8
Dywidenda [mln PLN]	9,6	9,6	12,3	12,9	19,9	19,9	19,7	19,4	19,9	20,9	21,8	22,6
DPS	0,5	0,5	0,7	0,7	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3
Dywid	1,5%	1,5%	1,9%	2,0%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,3%	3,4%	3,6%
Payout ratio	20,9%	16,5%	18,5%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 36,2 PLN.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krzysztof Pado

Dyrektor Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
Strategia, materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora

Analitik rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krzysztof.brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny, energetyka

Adrian Górniak

Analitik rynku akcji
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel, media

Krzysztof Tkocz

Młodszy analitik rynku akcji
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński

tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Akumuluj	41,0	---	---	26.07.2019*	13:57 CEST	36,2	60 151

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

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'19*:			, 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	25%	0	0%
Akumuluj	2	50%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	25%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

Nota prawna:

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

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

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

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawianych 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 jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie 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 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 portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa 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 26.07.2019 roku (13:57 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 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 opiniami opracowanymi 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 może 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 26.07.2019 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane.
- Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim 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 jakiejkolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

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