



Dom Maklerski BDM S.A.

## ENTER AIR

### RAPORT ANALITYCZNY

Szacujemy, że w 2024 roku liczba operacji lotniczych wzrośnie o około 11%, co w połączeniu z poprawą marżowości pozwoli przewoźnikowi wygenerować rekordowe wyniki. Prognozowana przez nas EBITDA na poziomie 492,2 mln PLN (+21% r/r) oraz skoryg. zysk netto w wysokości 79,4 mln PLN (+14% r/r), implikuje atrakcyjną wycenę mnożnikową spółki (EV/EBITDA 5x). Na przestrzeni 2025 r. Enter Air planuje utrzymać zdolności przewozowe na poziomie sezonu letniego 2024, zastępując dwie jednostki ACMI samolotami NG. W naszej ocenie taka zmiana zwiększy liczbę operacji w niskim sezonie, jednocześnie obniżając rentowność w tym okresie. Symultanicznie pozwoli ona osiągnąć większe oszczędności w lecie, co przy wzroście liczby wylatanych godzin (efekt poprawy użycia floty) pozwoli na dalszą progresję wyników w 2025 r. Wyraźniejsza poprawa dynamiki powinna być zauważalna już w 2026 roku, wraz z dostawą sześciu samolotów Boeing 737 MAX. Zakładając planowaną wymianę części floty z uwagi na wiek maszyn, przewidujemy, że liczba samolotów wzrośnie o trzy jednostki netto. In minus na naszą wycenę działa niższa marża pokładowa oraz wyższe koszty leasingu z 3Q'24. Po aktualizacji modelu cenę docelową wyznaczamy na poziomie 69,5 PLN, co implikuje utrzymanie zalecenia Kupuj.

3Q'24 zgodnie z naszymi oczekiwaniami, okazał się najlepszym kwartałem w historii spółki. Zaraportowane wyniki były zbliżone do naszych prognoz i konsensusu, stąd też odebraliśmy je neutralnie. EBITDA przewoźnika wyniosła 257,4 mln PLN (+34% r/r), nieznacznie przewyższając nasze oczekiwania. Natomiast skoryg. wynik netto o różnice kursowe i transakcje SWAP sięgnął 135,0 mln PLN (+30,2% r/r) i był delikatnie niższy od naszych szacunków. W omawianym okresie CF operacyjny wzrósł znacząco r/r, osiągając 273,7 mln PLN (+50% r/r). Jednocześnie delikatnie niższa marża pokładowa oraz wyższe koszty odsetek od leasingów skłaniają nas do obniżenia prognoz dotyczących marżowości przewoźnika.

Szacujemy, że w 2024 roku liczba operacji lotniczych wzrośnie o około 11%, co pozwoli spółce osiągnąć przychody na poziomie 2,9 mld PLN. Prognozowana przez nas EBITDA na poziomie 492,2 mln PLN (+21% r/r) oraz skoryg. zysk netto w wysokości 79,4 mln PLN (+14% r/r), implikuje atrakcyjną wycenę mnożnikową spółki (EV/EBITDA 5x).

Tak jak zakładaliśmy w naszej poprzedniej rekomendacji, na przestrzeni 2025 r. Enter Air planuje utrzymać zdolności przewozowe na poziomie sezonu letniego 2024, zastępując dwie jednostki ACMI samolotami NG. W naszej ocenie taka zmiana zwiększy liczbę operacji w niskim sezonie, jednocześnie obniżając rentowność w tym okresie. Symultanicznie pozwoli ona osiągnąć większe oszczędności w lecie, co przy wzroście liczby wylatanych godzin (efekt poprawy użycia floty) pozwoli na dalszą progresję wyników w 2025 r.

Mają powyższe na uwadze w całym 2025 roku spodziewamy się wzrostu liczby operacji lotniczych o ok. 5%, co powinno pozwolić wygenerować przychody na poziomie około 3,1 mld PLN. Prognozujemy również, że spółce uda poprawić wynik na poziomie EBITDA r/r o 6% do 523,8 mln PLN oraz skoryg. zysk netto do 124,0 mln PLN (+56% r/r).

Głównym powodem braku dalszego zwiększania zdolności przewozowych, pomimo wysokiego popytu na usługi przewoźnika, są obecnie wysokie ceny używanych samolotów. Niemniej jednak oczekujemy, że sytuacja rynkowa zacznie się stopniowo poprawiać w nadchodzących kwartałach ([LINK](#)). Biorąc pod uwagę wskazania zarządu przedstawione podczas konferencji, które są zgodne z naszymi wcześniejszymi założeniami, utrzymujemy naszą prognozę co do zdolności przewozowych Enter Air na niezmiennym poziomie.

Zakładamy, że moce przewozowe przewoźnika ulegną dalszemu zwiększeniu w 2026 roku, wraz z dostawą sześciu samolotów Boeing 737 MAX. Ostateczny skład floty na 2026 rok nie został jeszcze w pełni ustalony, z uwagi na wiek maszyn planowana jest częściowa wymiana floty. W naszych założeniach przyjmujemy, że w ciągu 2026 roku liczba samolotów wzrośnie o trzy jednostki netto.

Ponadto oczekujemy, że przewoźnik będzie kontynuować politykę redystrybucji zysków na rzecz inwestorów w kolejnych latach. Prognozujemy, że w 2025 roku DPS wyniesie około 2,5 PLN, co implikuje stopę na poziomie 4,5%.

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	1 120,3	2 255,8	2 625,9	2 948,2	3 076,3	3 403,8
EBITDA MSSF 16 [mln PLN]	208,2	442,7	405,2	492,2	523,8	579,6
EBIT MSSF 16 [mln PLN]	-14,1	225,6	164,3	221,5	225,5	253,2
Wynik brutto [mln PLN]	-141,1	77,1	240,5	153,0	153,1	173,3
Wynik netto [mln PLN]	-117,1	72,3	196,4	128,5	124,0	140,3
P/BV	11,0	6,1	2,7	1,7	1,5	1,3
P/E	-	5,8	14,0	12,3	7,9	7,0
EV/EBITDA MSSF 16	11,4	4,9	5,5	4,9	4,8	4,7
EV/EBIT MSSF 16	-	9,5	13,6	10,9	11,3	10,7
DPS	0,0	0,0	0,0	4,4	2,5	2,5
DY	0,0%	0,0%	0,0%	7,9%	4,5%	4,4%

# KUPUJ

(POPZEDNIO: KUPUJ)

**WYCENA 69,5 PLN**

13 GRUDNIA 2024, 13:35 CET

Wycena końcowa [PLN]	69,5
Potencjał do wzrostu	25%
Koszt kapitału	8,9%
Cena rynkowa [PLN]	55,8
Kapitalizacja [mln PLN]	978,9
Ilość akcji [mln. szt.]	17,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	68,8
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	55,7
Stopa zwrotu za 3 mc	-0,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	-17,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	-20,1%
Struktura akcjonariatu:	
ENT Investments Ltd	51,5%
NN OFE	10,7%
Generali OFE	7,6%
TFI Allianz	5,6%
Pozostali	24,6%

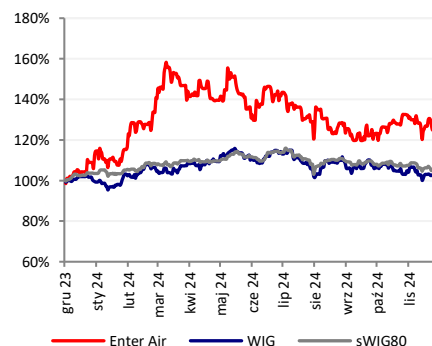
**Krzysztof Tkocz**

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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



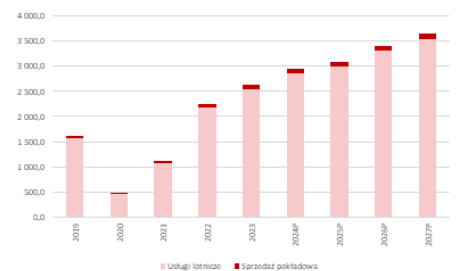
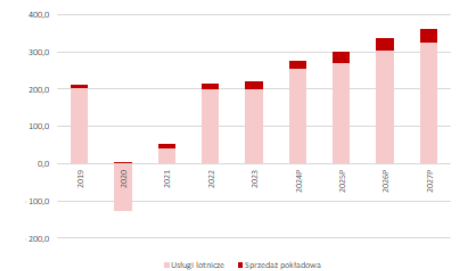
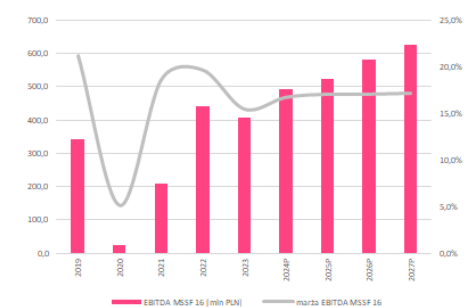
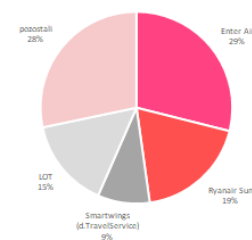
**SPIS TREŚCI:**

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE .....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE .....	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA .....	7
WYNIKI ZA 3Q'24.....	8
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY .....	10
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI .....	15

**WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE**

Wyniki roczne [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Przychody</b>	<b>1 120,3</b>	<b>2 255,8</b>	<b>2 625,9</b>	<b>2 948,2</b>	<b>3 076,3</b>	<b>3 403,8</b>	<b>3 653,9</b>
Usługi lotnicze	1 070,0	2 187,5	2 546,6	2 860,9	2 985,3	3 303,1	3 545,8
Sprzedaż pokładowa	50,3	68,3	79,4	87,2	91,0	100,7	108,1
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>52,1</b>	<b>216,1</b>	<b>221,6</b>	<b>276,0</b>	<b>301,5</b>	<b>337,1</b>	<b>361,4</b>
SG&A	36,2	43,4	57,6	69,1	73,2	80,5	85,9
PPO/PKO	-30,0	62,5	0,3	14,5	-2,8	-3,4	-1,8
<b>EBITDA MSSF 16</b>	<b>208,2</b>	<b>442,7</b>	<b>405,2</b>	<b>492,2</b>	<b>523,8</b>	<b>579,6</b>	<b>626,0</b>
EBIT MSSF 16	-14,1	225,6	164,3	221,5	225,5	253,2	273,7
Zysk brutto	-141,1	77,1	240,5	153,0	153,1	173,3	186,6
<b>Zysk netto</b>	<b>-117,1</b>	<b>72,3</b>	<b>196,4</b>	<b>128,5</b>	<b>124,0</b>	<b>140,3</b>	<b>151,2</b>
<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>1 395,4</b>	<b>1 426,9</b>	<b>1 683,9</b>	<b>2 203,5</b>	<b>2 399,8</b>	<b>2 666,5</b>	<b>2 941,7</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	1 236,3	1 258,8	1 526,4	2 025,5	2 210,0	2 464,9	2 728,3
Pozostałe aktywa trwałe	159,1	168,1	157,6	178,0	189,8	201,6	213,4
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>351,6</b>	<b>422,9</b>	<b>452,9</b>	<b>427,7</b>	<b>455,2</b>	<b>502,8</b>	<b>550,9</b>
Zapasy	4,2	4,6	6,8	7,8	7,8	9,5	7,7
Należności krótkoterminowe	78,7	125,0	170,4	188,8	194,5	210,5	224,7
Środki pieniężne	268,7	293,3	275,7	230,9	252,8	282,8	318,4
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Aktywa razem</b>	<b>1 747,0</b>	<b>1 849,8</b>	<b>2 136,9</b>	<b>2 631,1</b>	<b>2 854,9</b>	<b>3 169,3</b>	<b>3 492,6</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>89,0</b>	<b>161,3</b>	<b>357,8</b>	<b>571,0</b>	<b>651,3</b>	<b>748,2</b>	<b>850,2</b>
Udziały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>1 658,0</b>	<b>1 688,5</b>	<b>1 779,1</b>	<b>2 060,2</b>	<b>2 203,6</b>	<b>2 421,1</b>	<b>2 642,4</b>
Rezerwy na zobowiązania	2,0	2,2	12,9	32,8	32,8	32,8	32,8
Oprocentowane zobow. długoterm.	1 579,1	1 090,1	1 088,3	1 252,2	1 400,7	1 613,1	1 832,7
Zobowiązania długoterminowe inne	-477,9	26,4	27,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Oprocentowane zobow. krótkoterm.	386,1	372,7	449,5	424,0	412,4	400,9	389,9
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	139,2	139,1	126,0	149,7	156,2	172,8	185,5
Zobowiązania krótkoterminowe inne	29,4	58,0	75,4	201,5	201,5	201,5	201,5
<b>Pasywa razem</b>	<b>1 747,0</b>	<b>1 849,8</b>	<b>2 136,9</b>	<b>2 631,1</b>	<b>2 854,9</b>	<b>3 169,3</b>	<b>3 492,6</b>
<b>Dług netto</b>	<b>1 389,3</b>	<b>1 169,5</b>	<b>1 262,2</b>	<b>1 445,3</b>	<b>1 560,3</b>	<b>1 731,2</b>	<b>1 904,1</b>
Dług netto / Kapitał własny	15,6	7,2	3,5	2,5	2,4	2,3	2,2
Dług netto / EBITDA MSSF 16	6,7	2,6	3,1	2,9	3,0	3,0	3,0
<b>Rachunek przepływu [mln PLN]</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	225,5	360,3	351,6	552,2	495,6	545,6	590,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-1,1	10,5	-12,8	-38,9	-36,0	-42,5	-43,8
Przepływy z działalności finansowej	-35,4	-349,4	-351,8	-546,8	-437,7	-473,1	-511,4
Przepływy pieniężne netto	189,0	21,4	-17,7	-33,5	21,9	29,9	35,7
<b>Wskaźniki rynkowe</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
MC/S	0,9	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
P/E	-	5,8	14,0	12,3	7,9	7,0	6,5
P/BV	11,0	6,1	2,7	1,7	1,5	1,3	1,2
EV/EBITDA MSSF 16	11,4	4,9	5,5	4,9	4,8	4,7	4,6
EV/EBIT MSSF 16	-	9,5	13,6	10,9	11,3	10,7	10,5
EV/S	2,1	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
BVPS	5,1	9,2	20,4	32,5	37,1	42,6	48,5
EPS	-6,7	9,6	4,0	4,5	7,1	8,0	8,6
DPS (w danym roku)	0,0	0,0	0,0	4,4	2,5	2,5	2,8
<b>Wskaźniki</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Przychody zmiana r/r	138,1%	101,4%	16,4%	12,3%	4,3%	10,6%	7,3%
EBITDA MSSF 16 zmiana r/r	770,8%	112,6%	-8,5%	21,5%	6,4%	10,7%	8,0%
Zysk netto zmiana r/r	-	-	171,8%	-34,6%	-3,5%	13,2%	7,7%
Marża brutto na sprzedaży	4,7%	9,6%	8,4%	9,4%	9,8%	9,9%	9,9%
Marża EBITDA MSSF 16	18,6%	19,6%	15,4%	16,7%	17,0%	17,0%	17,1%
Marża netto	-10,5%	3,2%	7,5%	4,4%	4,0%	4,1%	4,1%
ROE	-131,5%	44,8%	54,9%	22,5%	19,0%	18,8%	17,8%
ROA	-6,7%	3,9%	9,2%	4,9%	4,3%	4,4%	4,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; wskaźniki obliczone przy cenie rynkowej 55,8 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 '23 [%]**


**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 12) Opóźnienia w dostawie zakontraktowanych samolotów 13) Ryzyko kary finansowej ze strony UOKiK

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Enter Air dokonaliśmy w oparciu o metodę DCF i metodę porównawczą (odpowiednio 70%/30% udziału w wycenie końcowej). Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 80,5 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 43,7 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 1 219 mln PLN, czyli **69,5 PLN/akcję**.

### Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	1 413	80,5	44%
B	Wycena porównawcza	767	43,7	-22%
<b>C = (70%*A + 30%*B)</b>		<b>1 219</b>	<b>69,5</b>	<b>25%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA DCF

Wyceny akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10-letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopach zwrotu wolnych od ryzyka (na poziomie 5,7%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 6,5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,1x. Finalny koszt kapitału własnego uwzględnia dodatkową premię w wysokości 1,5% wymaganą przez nas w inwestycję w podmiot o średniej kapitalizacji i płynności jakim jest Enter Air.

### Główne założenia modelu:

- Szacujemy, że w 2025 r. spółce uda się wypracować 3,1 mld PLN przychodów ze sprzedaży oraz 523,8 mln PLN na poziomie EBITDA MSSF 16.
- W oparciu o ostatnie informacje przekazywane przez zarząd, zakładamy w 2025 roku utrzymanie floty na zbliżonym poziomie r/r. Liczymy jednak, że w nadchodzących kwartałach sytuacja rynkowa zacznie się stopniowo poprawiać (w obszarze cen używanych samolotów), co umożliwi spółce zwiększenie floty o ok. 3 maszyny.

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

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
<b>Przychody</b>	<b>1 120,3</b>	<b>2 255,8</b>	<b>2 625,9</b>	<b>2 948,2</b>	<b>3 076,3</b>	<b>3 403,8</b>	<b>3 653,9</b>	<b>3 886,5</b>
Usługi lotnicze	1 070,0	2 187,5	2 546,6	2 860,9	2 985,3	3 303,1	3 545,8	3 771,5
Sprzedaż pokładowa	50,3	68,3	79,4	87,2	91,0	100,7	108,1	115,0
<b>Wynik brutto ze sprzedaży</b>	<b>52,1</b>	<b>216,1</b>	<b>221,6</b>	<b>276,0</b>	<b>301,5</b>	<b>337,1</b>	<b>361,4</b>	<b>381,2</b>
Usługi lotnicze	41,0	201,3	199,2	254,9	270,1	302,5	324,3	341,9
Sprzedaż pokładowa	11,0	14,6	21,6	20,3	31,4	34,6	37,1	39,3

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 2025-34 (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- Spodziewamy się kontynuacji polityki redystrybucji zysków do inwestorów w kolejnych latach. Prognozujemy, że w 2025 roku DPS wyniesie około 2,5 PLN, co implikuje stopę na poziomie 4,5%.
- Uwzględniamy również wartość posiadanych udziałów (Chair Airlines = ok. 45,4 mln PLN oraz Fly4 = 5,6 mln PLN wg sprawozdania za 3Q'24) oraz pożyczki dla Chair Airlines (ok. 9,9 mln PLN) i Avengers Flight Poland (ok. 7,6 mln PLN).
- Chair Airlines – oczekujemy, że w kolejnych latach spółka będzie w stanie generować zbliżone wyniki do tych z 2023 r. (przy zakładanym braku dalszej rozbudowy floty).
- Własny hangar – zakładamy, że w niskim sezonie spółka będzie mogła dokonać przeglądu ok. 20% swojej floty, co pozwoli wygenerować oszczędności w tym okresie. Spodziewamy się pierwszych efektów już w 4Q'24.
- Fly4 – aktualnie poza wyżej wspomnianymi udziałami nie ujmujemy tego podmiotu w naszym modelu. Pragniemy jednak zauważyć, iż inicjatywa ta może m.in. pozytywnie wpłynąć na poprawę rentowności przewoźnika, ze względu na atrakcyjniejsze ceny wynajmu samolotów.
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2034 roku na poziomie 1%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2034 roku.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2024 roku, uwzględniając leasingi związane z obowiązującym standardem MSSF 16.
- Do obliczeń przyjęliśmy 17,5 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 28.02.2025 roku.

**Metoda DCF dała wartość spółki Enter Air na poziomie 1 413 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 80,5 PLN.**

**Model DCF**

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	3 076,3	3 403,8	3 653,9	3 886,5	4 103,5	4 333,3	4 571,9	4 821,4	5 069,5	5 316,3
EBIT [mln PLN]	225,5	253,2	273,7	288,5	302,2	316,5	328,3	339,8	349,4	358,3
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	42,9	48,1	52,0	54,8	57,4	60,1	62,4	64,6	66,4	68,1
NOPLAT [mln PLN]	182,7	205,1	221,7	233,7	244,8	256,3	265,9	275,3	283,0	290,2
Amortyzacja [mln PLN]	298,2	326,4	352,4	378,2	404,1	429,1	454,2	479,2	503,7	527,9
CAPEX [mln PLN]	-340,2	-373,9	-399,7	-428,6	-456,8	-485,7	-514,2	-542,9	-570,8	-598,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	0,9	-1,1	0,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	0,4	0,6
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]	141,7	156,5	174,6	183,1	191,8	199,5	205,8	211,6	216,3	220,8
DFCF [mln PLN]	131,8	133,7	136,9	131,8	126,7	121,1	114,7	108,3	101,7	95,5
Suma DFCF [mln PLN]	1 202,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	3 671,0									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 587,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	2 789,6									
Dług netto 2024 [mln PLN]	1 445,3									
Pozostałe aktywa finansowe [mln PLN]	68,6									
<b>Wartość kapitału własnego [mln PLN]</b>	<b>1 412,8</b>									
Ilość akcji [tys.]	17,5									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>80,5</b>									

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

Przychody zmiana r/r	4,3%	10,6%	7,3%	6,4%	5,6%	5,6%	5,5%	5,5%	5,1%	4,9%
EBIT zmiana r/r	3,8%	12,3%	8,1%	5,4%	4,8%	4,7%	3,7%	3,5%	2,8%	2,5%
FCF zmiana r/r	100,7%	10,5%	11,5%	4,9%	4,7%	4,0%	3,2%	2,8%	2,2%	2,1%
Marża EBITDA	17,0%	17,0%	17,1%	17,2%	17,2%	17,2%	17,1%	17,0%	16,8%	16,7%
Marża EBIT	7,3%	7,4%	7,5%	7,4%	7,4%	7,3%	7,2%	7,0%	6,9%	6,7%
Marża NOPLAT	5,9%	6,0%	6,1%	6,0%	6,0%	5,9%	5,8%	5,7%	5,6%	5,5%
CAPEX / Przychody	11,1%	11,0%	10,9%	11,0%	11,1%	11,2%	11,2%	11,3%	11,3%	11,2%
CAPEX / Amortyzacja	114,1%	114,5%	113,4%	113,3%	113,0%	113,2%	113,2%	113,3%	113,3%	113,3%
Zmiana KO / Przychody	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-0,7%	0,3%	-0,1%	0,1%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Kalkulacja WACC**

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Premia za ryzyko	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
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	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%
Udział kapitału własnego	36,5%	36,5%	36,4%	36,3%	36,3%	36,2%	35,9%	35,5%	35,2%	34,7%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Udział kapitału obcego	63,5%	63,5%	63,6%	63,7%	63,7%	63,8%	64,1%	64,5%	64,8%	65,3%
WACC	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,8%	8,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
beta	0,8	68,5	73,1	78,3	84,0	90,5	97,9	106,5	116,4	128,1
	0,9	64,5	68,8	73,5	78,9	84,9	91,8	99,6	108,7	119,4
	1,0	60,6	64,6	69,0	74,0	79,6	86,0	93,2	101,6	111,3
	1,1	56,9	60,6	64,8	69,4	74,7	80,5	87,2	94,9	103,8
	1,2	53,3	56,9	60,8	65,1	70,0	75,4	81,6	88,7	96,8
	1,3	49,9	53,3	56,9	61,0	65,5	70,6	76,3	82,8	90,3
	1,4	46,7	49,8	53,3	57,1	61,3	66,0	71,3	77,4	84,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
premia za ryzyko	4,5%	70,2	74,9	80,1	86,1	92,8	100,4	109,3	119,6	131,7
	5,5%	63,2	67,4	72,1	77,4	83,3	89,9	97,6	106,5	116,8
	6,5%	56,9	60,6	64,8	69,4	74,7	80,5	87,2	94,9	103,8
	7,5%	51,0	54,4	58,1	62,2	66,9	72,0	77,9	84,6	92,3
	8,5%	45,5	48,6	51,9	55,6	59,7	64,3	69,5	75,3	82,0
	9,5%	40,5	43,2	46,2	49,6	53,2	57,3	61,9	67,0	72,9
	10,5%	35,7	38,2	41,0	44,0	47,3	50,9	55,0	59,5	64,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta**

		beta								
		0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6
premia za ryzyko	4,5%	108,1	105,4	102,9	100,4	98,1	95,8	93,7	91,6	89,6
	5,5%	98,2	95,3	92,6	89,9	87,5	85,1	82,9	80,7	78,7
	6,5%	89,1	86,1	83,2	80,5	78,0	75,6	73,3	71,1	69,1
	7,5%	80,8	77,7	74,8	72,0	69,5	67,0	64,8	62,6	60,6
	8,5%	73,2	70,0	67,1	64,3	61,8	59,4	57,1	55,0	53,0
	9,5%	66,2	63,0	60,0	57,3	54,8	52,4	50,2	48,2	46,3
	10,5%	59,6	56,5	53,6	50,9	48,4	46,1	44,0	42,0	40,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

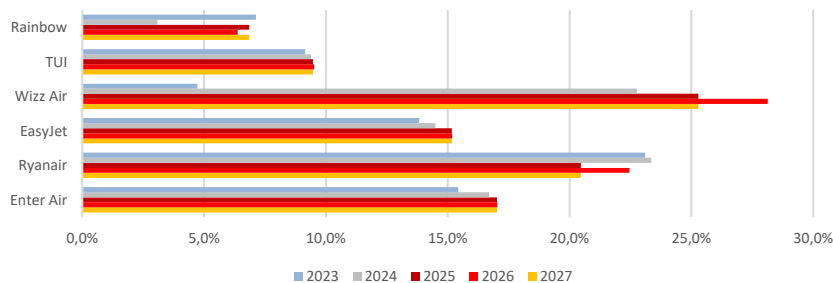
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o prognozy na lata 2024-26 dla wybranych spółek z branży lotniczej. W wycenie uwzględniliśmy przewoźników niskokosztowych (Ryanair, EasyJet, Wizz Air) oraz tour-operatorów (TUI, Rainbow – główni klienci grupy, dodatkowo TUI jest właścicielem linii lotniczej 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 **43,7 PLN**. Uwzględniamy ją w naszej końcowej wycenie, nadając jej wartość 30%.

### Wycena porównawcza [PLN]

	P/E			EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Ryanair	14,2	11,3	10,0	7,3	5,8	5,1
EasyJet	8,1	7,6	6,8	2,5	2,4	2,2
Wizz Air	5,8	3,6	3,0	4,6	3,7	3,4
TUI	6,7	5,9	5,4	2,6	2,3	2,0
Rainbow	8,5	8,4	7,5	5,5	5,2	4,4
<b>Mediana</b>	<b>8,1</b>	<b>7,6</b>	<b>6,8</b>	<b>4,6</b>	<b>3,7</b>	<b>3,4</b>
Enter Air*	12,3	7,9	7,0	4,9	4,8	4,7
Premia/dyskonto dla Enter Air	51,3%	4,4%	3,1%	8,2%	29,6%	36,3%
<b>Wycena wg wskaźnika [PLN]</b>	<b>57,6</b>	<b>60,5</b>	<b>58,3</b>	<b>47,0</b>	<b>24,9</b>	<b>13,9</b>
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena wg wskaźników [PLN]</b>	<b>50,4</b>			<b>42,5</b>		
Waga wskaźnika	50%			50%		
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>43,7</b>					

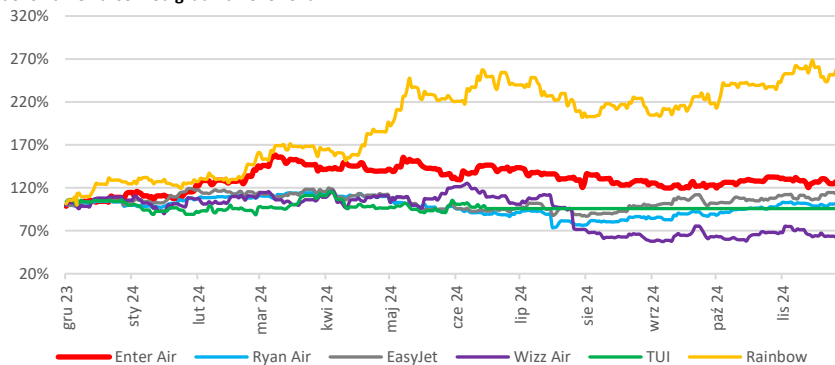
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg; \*-oczyszczone o wpływ różnic kursowych z wyceny bil.

### Porównanie marży EBITDA [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### Zachowanie kursów od grudnia 2023 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## WYNIKI ZA 3Q'24

3Q'24 tak jak się tego spodziewaliśmy, okazał się najlepszym kwartałem w historii spółki. Zaraportowane wyniki okazały się zbliżone do naszych oczekiwań i konsensusu, stąd też odebraliśmy je neutralnie. W związku z dalszą rozbudową floty i zwiększeniem operacji lotniczych o 11% r/r urosły przychody przewoźnika osiągając poziom 1 188,2 mln PLN. Spadek cen paliwa w 3Q'24 wraz z brakiem konieczności posiłkowania się dodatkowym wet-lease'em przyczynił się do znaczącej poprawy marży r/r przewoźnika. Rozbudowa zdolności przewozowych przełożyła się na dalszy wzrost amortyzacji do poziomu 76,5 mln PLN (+19% r/r). Pozytywnie zaskoczył nas wynik na pozostałej działalności operacyjnej, który sięgnął 8,9 mln PLN (z czego 10,2 mln PLN dotyczy zysku ze sprzedaży środków trwałych). W omawianym okresie EBITDA przewoźnika sięgnęła 257,4 mln PLN (+34% r/r) i była delikatnie wyższa od naszych oczekiwań. Na poziomie zysku netto spółka zaraportowała 185,6 mln PLN (+226% r/r). Wyniki spółki zostały podbite różnicami kursowymi z wyceny bilansowej, które wyniosły 84,5 mln PLN (vs 62 mln PLN BDM). Z drugiej strony in minus działała starta z transakcji SWAP, która sięgnęła 33,9 mln PLN i była wyższa od naszych założeń (22 mln PLN). Skoryg. wynik netto o różnice kursowe i transakcje SWAP wyniósł 135,0 mln PLN (+30,2% r/r) i był delikatnie niższy od naszych oczekiwań. Pragniemy zauważyć, iż na przestrzeni 3Q'24 znacząco r/r poprawiły się przepływy z działalności operacyjnej, które sięgnęły 273,7 mln PLN (+50% r/r).

## Wyniki za 3Q'2024 [mln PLN]

	3Q'23	3Q'24	zmiana r/r	3Q'24P BDM	odchyl.	3Q'24P kons.	odchyl.	1-3Q'23	1-3Q'24	zmiana r/r
<b>Przychody</b>	<b>1 070,6</b>	<b>1 188,2</b>	<b>11,0%</b>	<b>1 214,8</b>	<b>-2,2%</b>	<b>1 034,0</b>	<b>14,9%</b>	<b>2 082,0</b>	<b>2 353,6</b>	<b>13,0%</b>
Usługi lotnicze	1 042,9	1 160,1	11,2%	1 184,0	-2,0%	-	-	2 021,1	2 286,5	13,1%
Sprzedaż pokładowa	27,6	28,1	1,6%	30,8	-8,8%	-	-	60,9	67,0	10,1%
<b>Wynik brutto ze sprzedaży</b>	<b>142,3</b>	<b>190,3</b>	<b>33,8%</b>	<b>198,2</b>	<b>-4,0%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>228,7</b>	<b>280,9</b>	<b>22,8%</b>
Usługi lotnicze	133,2	186,0	39,6%	188,9	-1,5%	-	-	210,5	264,4	25,6%
Sprzedaż pokładowa	8,3	4,5	-46,5%	9,3	-52,0%	-	-	17,4	15,7	-10,0%
<b>EBITDA</b>	<b>192,8</b>	<b>257,4</b>	<b>33,5%</b>	<b>249,7</b>	<b>3,1%</b>	<b>255,5</b>	<b>0,7%</b>	<b>367,9</b>	<b>444,5</b>	<b>20,8%</b>
EBIT	128,6	180,9	40,7%	179,7	0,7%	185,5	-2,5%	191,0	242,6	27,0%
Wynik brutto	68,1	220,3	223,5%	214,5	2,7%	-	-	160,7	193,7	20,6%
<b>Wynik netto</b>	<b>56,9</b>	<b>185,6</b>	<b>226,2%</b>	<b>183,3</b>	<b>1,3%</b>	<b>165,5</b>	<b>12,2%</b>	<b>130,4</b>	<b>161,5</b>	<b>23,8%</b>
Wynik netto adj.*	133,9	101,2	-24,5%	121,0	-16,4%	-	-	133,8	112,4	-16,0%
Wynik netto adj.**	103,7	135,0	30,2%	143,0	-5,6%	-	-	164,0	146,3	-10,8%
Marża brutto ze sprzedaży	13,3%	16,0%		16,3%		-		11,0%	11,9%	
Marża EBITDA	18,0%	21,7%		20,6%		24,7%		17,7%	18,9%	
Marża EBIT	12,0%	15,2%		14,8%		17,9%		9,2%	10,3%	
Marża zysku netto	5,3%	15,6%		15,2%		16,0%		6,3%	6,9%	
Marża zysku netto adj.*	12,5%	8,5%		9,9%		-		6,4%	4,8%	
Marża zysku netto adj.**	9,7%	11,4%		11,7%		-		7,9%	6,2%	

Źródło: BDM S.A., spółka; \*oczyszczone o wpływ różnic kursowych z wyceny bil.; \*\* - oczyszczone o wpływ różnic kursowe i wycenę SWAP

- W 3Q'24 grupa wypracowała 1 188,2 mln PLN przychodów, co oznacza wzrost o ok. 11% r/r.
- W obszarze usług lotniczych spółka osiągnęła 1 160,1 mln PLN obrotów (+11,0% r/r), a w części sprzedaży pokładowej 28,1 mln PLN (+1,6% r/r).
- Przychody krajowe stanowiły 80,9% całości usług lotniczych (+22,3% r/r) = 961,3 mln PLN, natomiast zagranica 16,7% = 198,8 mln PLN (-22,6% r/r).
- W omawianym okresie koszt własny sprzedaży urosł o 7,5% r/r do poziomu 997,8 mln PLN, a głównym czynnikiem wpływającym na wyższy poziom kosztów w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego jest przede wszystkim wzrost usług obcych (+9,4% do 485,4 mln PLN), wynagrodzeń (+31,7% r/r do 21,8 mln PLN) i kosztów zużycia materiałów i energii (+2,9% r/r do poziomu 413,6 mln PLN) i, a co związane jest przede wszystkim z większą ilością wykonanych operacji lotniczych.
- Koszt usług obcych w relacji do przychodów lotniczych wyniósł 41,8% i zaliczył spadek zarówno r/r jak i q/q (42,6% w 3Q'23; 43,7% w 2Q'24) i był zbliżony do naszych założeń. Koszt zużycia materiałów i energii w relacji do przychodów lotniczych wyniósł 35,7% vs 38,6% w 3Q'23, co było poziomem delikatnie niższy od naszych prognoz.
- W związku z większą ilością maszyn, zwiększeniu uległa amortyzacja (+19,1% r/r) do 76,5 mln PLN i okazała się wyższa od naszych założeń.
- Wynik brutto ze sprzedaży spółki wyniósł 190,3 mln PLN (+33,8% r/r).
- Pozostała działalność operacyjna wygenerowała 8,9 mln PLN (z czego 10,2 mln PLN dotyczy zysku ze sprzedaży środków trwałych).
- Na poziomie EBITDA Enter Air zaraportował 257,4 mln PLN zysku (+33,5% r/r), co było wynikiem delikatnie wyższym od naszych prognoz.
- Saldo finansowe spółki wyniosło 30,8 mln PLN (z czego 84,5 mln PLN stanowiły różnice kursowe z wyceny bilansowej vs 62,0 mln PLN BDM) i przez wyższe różnice kursowe okazały się wyższe od naszych założeń.



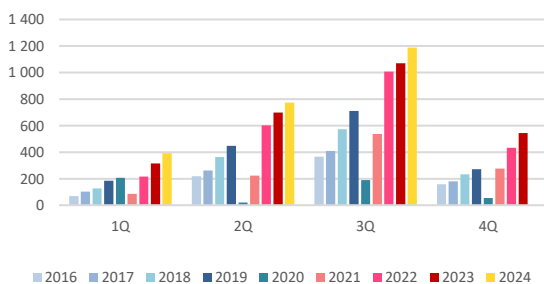
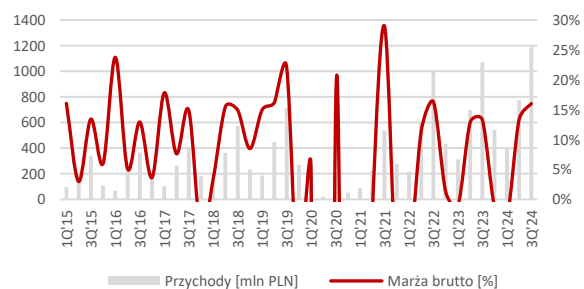
Koszty odsetek z leasingów finansowych urosły r/r o 30,0% do 23,2 mln PLN. Strata z transakcji SWAP sięgnęła 33,9 mln PLN i była wyższa od naszych założeń (22 mln PLN BDM).

- Wynik został podwyższony wynikiem rozliczenia jednostek wycenianych metodą praw własności (+8,6 mln PLN – z czego 9,7 mln PLN dotyczy Chair Airlines AG, a -1,1 mln PLN Fly4), co było zbliżone do naszych oczekiwań (9,2 mln PLN).
- W omawianym okresie spółka wypracowała skoryg. wynik netto na poziomie 101,2 mln PLN (-24,5% r/r). Dodatkowo skoryg. wynik netto o transakcje SWAP wyniósł 135,0 mln PLN (+30,2% r/r) i był zbliżony do naszych oczekiwań, co odbieramy neutralnie.
- W omawianym okresie cash flow z działalności operacyjnej wyniósł 273,7 mln PLN (+50,5% r/r), CF inwestycyjny = -11,1 mln PLN (CAPEX = 64,8 mln PLN), a CF finansowy = -207,3 mln PLN (77,2 mln PLN dot. dywidendy, 53,2 mln PLN dot. spłaty kredytów, a 86,5 mln PLN dot. płatności zobowiązań z tyt. leasingu). Na koniec września '24 grupa miała 366,3 mln PLN środków pieniężnych i pozostałych aktywów finansowych (+72,2 mln PLN q/q).
- Dług netto wzrósł q/q o 4,7 mln PLN do 1 512,3 mln PLN.
- W październiku 2024 r. Enter Air Services otrzymał certyfikat organizacji obsługi technicznej wydany przez Urząd Lotnictwa Cywilnego i pozwalający na prowadzenie własnej obsługi w hangarze w Debreczynie na Węgrzech. Jednostanowiskowy nowoczesny budynek od października obsługuje samoloty należące do floty Enter Air, ale przewoźnik nie wyklucza świadczenia usług także dla podmiotów zewnętrznych.

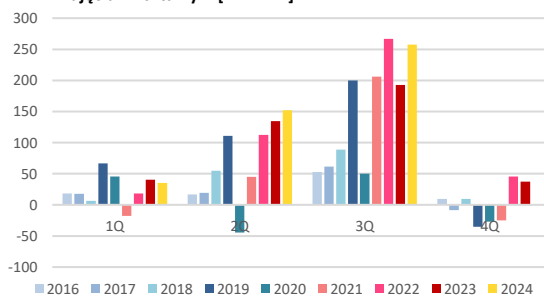
**Wyniki za ostatnie kwartały [mln PLN]**

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24
<b>Przychody</b>	<b>85,0</b>	<b>222,7</b>	<b>536,9</b>	<b>275,7</b>	<b>215,1</b>	<b>602,6</b>	<b>1 006,1</b>	<b>431,9</b>	<b>313,8</b>	<b>697,7</b>	<b>1 070,6</b>	<b>543,9</b>	<b>392,9</b>	<b>772,6</b>	<b>1 188,2</b>
Usługi lotnicze	80,7	212,5	515,2	261,6	206,8	587,2	981,5	412,0	301,9	676,3	1 042,9	525,5	375,5	751,0	1 160,1
Sprzedaż pokładowa	4,3	10,2	21,6	14,2	8,4	15,4	24,6	19,9	11,9	21,4	27,6	18,5	17,4	21,6	28,1
<b>Wynik brutto ze sprzedaży</b>	<b>-60,2</b>	<b>-6,0</b>	<b>155,5</b>	<b>-37,2</b>	<b>-22,2</b>	<b>68,7</b>	<b>164,0</b>	<b>5,6</b>	<b>-3,5</b>	<b>89,9</b>	<b>142,3</b>	<b>-7,1</b>	<b>-12,4</b>	<b>103,0</b>	<b>190,3</b>
Usługi lotnicze	-61,0	-8,5	150,8	-40,3	-24,2	68,4	158,7	-1,6	-7,2	84,5	133,2	-11,3	-19,0	97,4	186,0
Sprzedaż pokładowa	0,9	2,5	4,7	3,0	2,0	0,4	5,1	7,2	3,7	5,4	8,3	4,2	6,6	4,7	4,5
<b>EBITDA MSSF 16</b>	<b>-17,7</b>	<b>44,9</b>	<b>206,1</b>	<b>-24,5</b>	<b>18,1</b>	<b>112,5</b>	<b>266,6</b>	<b>45,4</b>	<b>40,5</b>	<b>134,6</b>	<b>192,8</b>	<b>37,2</b>	<b>35,1</b>	<b>152,0</b>	<b>257,4</b>
EBIT MSSF 16	-67,5	-8,4	146,5	-84,7	-36,2	58,6	211,7	-8,5	-13,2	75,6	128,6	-24,9	-25,9	87,6	180,9
Wynik brutto	-142,1	25,4	92,5	-116,9	-82,2	-38,5	113,9	84,0	-17,0	109,6	68,1	79,9	-75,3	48,8	220,3
<b>Wynik netto</b>	<b>-116,3</b>	<b>19,5</b>	<b>75,6</b>	<b>-96,0</b>	<b>-68,7</b>	<b>-31,0</b>	<b>104,0</b>	<b>67,9</b>	<b>-40,3</b>	<b>90,0</b>	<b>56,9</b>	<b>66,0</b>	<b>-64,3</b>	<b>40,1</b>	<b>185,6</b>
marża brutto ze sprzedaży	-70,8%	-2,7%	29,0%	-13,5%	-10,3%	11,4%	16,3%	1,3%	-1,1%	12,9%	13,3%	-1,3%	-3,2%	13,3%	16,0%
marża EBITDA MSSF 16	-20,8%	20,2%	38,4%	-8,9%	8,4%	18,7%	26,5%	10,5%	12,9%	19,3%	18,0%	6,8%	8,9%	19,7%	21,7%
marża EBIT MSSF 16	-79,4%	-3,8%	27,3%	-30,7%	-16,8%	9,7%	21,0%	-2,0%	-4,2%	10,8%	12,0%	-4,6%	-6,6%	11,3%	15,2%
marża netto	-136,8%	8,8%	14,1%	-34,8%	-31,9%	-5,2%	10,3%	15,7%	-5,2%	12,9%	5,3%	12,1%	-16,4%	5,2%	15,6%

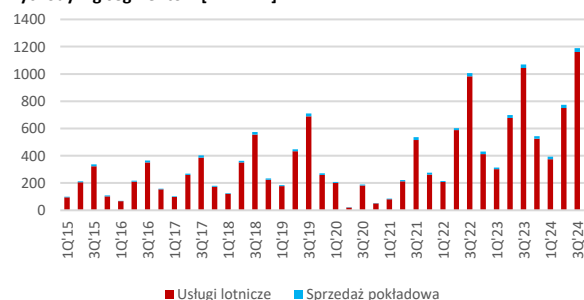
Źródło: BDM S.A., spółka

**Przychody w ujęciu kwartalnym [mln PLN]**

**Marża brutto ze sprzedaży [%]**


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**EBITDA w ujęciu kwartalnym [mln PLN]\***


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Przychody wg segmentów [mln PLN]**


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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

### 4Q'24

W związku z występującą sezonowością, druga część 4Q podlega pod niski sezon, co wiąże się ze spadkiem aktywności przewoźnika. Mając na uwadze aktualne dane prezentowane przez fligtradar24.com (październik +2% r/r, listopad +12% r/r) utrzymujemy liczbę operacji lotniczych w 4Q'24 na niezmiennym poziomie (+4-5% r/r). W pierwszej połowie omawianego kwartału spółka wykorzystywała flotę 31 samolotów, natomiast w grudniu'24 nastąpi oddanie jednej maszyny (B737-NG). Tym samym Enter będzie kończył rok z flotą na poziomie 30 samolotów (vs 26 na koniec 4Q'23). Uwzględniając m.in. zmiany cen paliwa lotniczego i walut względem PLN prognozujemy, że w omawianym okresie spółka wypracuje 594,6 mln PLN przychodów (+9% r/r), z czego 96,6% stanowią usługi lotnicze (574,4 mln PLN, +9% r/r), a za resztą odpowiada sprzedaż pokładowa (20,2 mln PLN, +9% r/r).

Pragniemy przypomnieć, iż 4Q jest kwartałem, w którym Enter dokonuje przeglądu swojej floty, co wiąże się z sezonowymi obciążeniami kosztowymi w tym okresie. Pragniemy jednak zauważyć, iż będą one prawdopodobnie rozłożone na trzy kwartały vs skumulowane w dwóch w niskim sezonie 2023/24, co powinno pozytywnie wpływać na marżę przewoźnika. Kolejnym czynnikiem promarżowym będą przeglądy wykonywane we własnych zakresie w niedawno uruchomionym hangarze na Węgrzech (5 samolotów). Dodatkowo przewoźnik systematycznie nabywa uprawnienia do emisji CO<sub>2</sub>, a aktualne ceny są ok. 15% niższe niż w 4Q'23, co również powinno korzystnie wpływać na poprawę rentowności.

Z drugiej strony warto podkreślić, że wyniki 4Q'24 ubiegłego roku zostały wsparte spadającymi cenami paliwa lotniczego. Aktualnie, po wzroście na początku października, ceny ustabilizowały się na poziomie około 700 USD za tonę. Ponadto większa flota wiąże się również z wyższymi kosztami leasingu.

Mając powyższe na uwadze liczymy, że spółce uda się poprawić wyniki r/r. Prognozujemy, że EBITDA sięgnie ok. 47,6 mln PLN (+28% r/r), natomiast skoryg. starta netto 33,0 mln PLN (vs -64,0 mln PLN w 4Q'23).

Szacujemy, że w 2024 roku liczba operacji lotniczych wzrośnie o około 11%, co pozwoli spółce wygenerować przychody na poziomie 2,9 mld PLN. Przewidujemy, że spółka osiągnie rekordowy wynik EBITDA na poziomie 492,2 mln PLN, co oznacza wzrost o 21% r/r. Z kolei skorygowany zysk netto szacujemy na około 79,4 mln PLN, co stanowi wzrost r/r o 14%.

Cena paliwa lotniczego [USD/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena uprawnień do emisji CO<sub>2</sub> [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

### Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24P	2Q'24	3Q'24	4Q'24P
<b>Przychody</b>	<b>215,1</b>	<b>602,6</b>	<b>1 006,1</b>	<b>431,9</b>	<b>313,8</b>	<b>697,7</b>	<b>1 070,6</b>	<b>543,9</b>	<b>392,9</b>	<b>772,6</b>	<b>1 188,2</b>	<b>594,6</b>
Usługi lotnicze	206,8	587,2	981,5	412,0	301,9	676,3	1 042,9	525,5	375,5	751,0	1 160,1	574,4
Sprzedaż pokładowa	8,4	15,4	24,6	19,9	11,9	21,4	27,6	18,5	17,4	21,6	28,1	20,2
<b>Wynik brutto ze sprzedaży</b>	<b>-22,2</b>	<b>68,7</b>	<b>164,0</b>	<b>5,6</b>	<b>-3,5</b>	<b>89,9</b>	<b>142,3</b>	<b>-7,1</b>	<b>-12,4</b>	<b>103,0</b>	<b>190,3</b>	<b>-4,9</b>
Usługi lotnicze	-24,2	68,4	158,7	-1,6	-7,2	84,5	133,2	-11,3	-19,0	97,4	186,0	-9,4
Sprzedaż pokładowa	2,0	0,4	5,1	7,2	3,7	5,4	8,3	4,2	6,6	4,7	4,5	4,6
<b>EBITDA MSSF 16</b>	<b>18,1</b>	<b>112,5</b>	<b>266,6</b>	<b>45,4</b>	<b>40,5</b>	<b>134,6</b>	<b>192,8</b>	<b>37,2</b>	<b>35,1</b>	<b>152,0</b>	<b>257,4</b>	<b>47,6</b>
EBIT MSSF 16	-36,2	58,6	211,7	-8,5	-13,2	75,6	128,6	-24,9	-25,9	87,6	180,9	-25,2
Wynik brutto	-82,2	-38,5	113,9	84,0	-17,0	109,6	68,1	79,9	-75,3	48,8	220,3	-40,7
<b>Wynik netto</b>	<b>-68,7</b>	<b>-31,0</b>	<b>104,0</b>	<b>67,9</b>	<b>-16,5</b>	<b>90,0</b>	<b>56,9</b>	<b>66,0</b>	<b>-64,3</b>	<b>40,1</b>	<b>185,6</b>	<b>-33,0</b>
marża brutto ze sprzedaży	-10,3%	11,4%	16,3%	1,3%	-1,1%	12,9%	13,3%	-1,3%	-3,2%	13,3%	16,0%	-0,8%
marża EBITDA MSSF 16	8,4%	18,7%	26,5%	10,5%	12,9%	19,3%	18,0%	6,8%	8,9%	19,7%	21,7%	8,0%
marża EBIT MSSF 16	-16,8%	9,7%	21,0%	-2,0%	-4,2%	10,8%	12,0%	-4,6%	-6,6%	11,3%	15,2%	-4,2%
marża netto	-31,9%	-5,2%	10,3%	15,7%	-5,2%	12,9%	5,3%	12,1%	-16,4%	5,2%	15,6%	-5,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przewoźnik podpisał już nowe umowy z Itaka Fly, Rainbow Tours oraz TUI na sezon letni 2025 i zimowy 2025/2026. Obecnie trwają negocjacje dotyczące ostatniego z kluczowych kontraktów z Coral Travel.

#### Umowy z touroperatorami na sezon lato 2025 i zima 2025/26 [mln PLN]

TOUROPERATOR	SEZON LATO 2025 I ZIMA 2025/26	SEZON LATO 2024 I ZIMA 2024/25	ZMIANA R/R
TUI POLAND	932,9	894,2	4%
CORAL TRAVEL	-	508,9	-
RAINBOW TOURS	366,3	365,6	0%
ITAKA FLY	292,5	296,8	-1%

Źródło: BDM S.A., spółka

#### Umowy z touroperatorami na sezon lato 2025 i zima 2025/26 [mln USD]

TOUROPERATOR	SEZON LATO 2025 I ZIMA 2025/26	SEZON LATO 2024 I ZIMA 2024/25	ZMIANA R/R
TUI POLAND	230,4	227,0	1%
CORAL TRAVEL	-	125,7	-
RAINBOW TOURS	93,2	90,4	3%
ITAKA FLY	75,9	74,5	2%

Źródło: BDM S.A., spółka

#### Rozbudowa floty

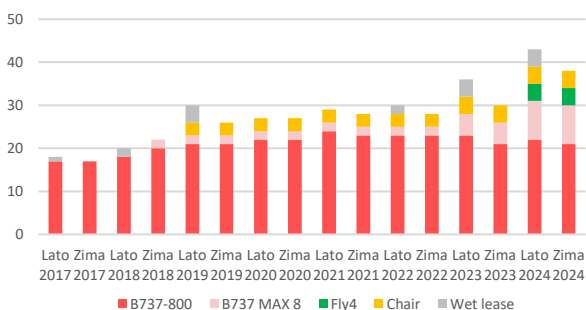
Pod koniec 2024 roku spółka planuje zwrot jednej maszyny typu B737-NG, natomiast dostawa trzech kolejnych samolotów (NG) przez leasingodawców została zaplanowana na 2Q'25. W 2025 roku przewoźnik zamierza korzystać z dwóch samolotów na zasadach wet-lease, co oznacza redukcję o dwie jednostki w porównaniu z rokiem 2024. W efekcie Enter utrzyma poziom zdolności przewozowych porównywalny do wysokiego sezonu 2024 roku.

W naszej ocenie taka konfiguracja zwiększy liczbę operacji w niskim sezonie, jednocześnie obniżając rentowność w tym okresie. Symultanicznie pozwoli ona osiągnąć większe oszczędności w lecie, co przy wzroście liczby wylatanych godzin (efekt poprawy utylizacji floty) pozwoli na dalszą progresję wyników w 2025 r.

Głównym powodem braku dalszego zwiększania zdolności przewozowych, pomimo wysokiego popytu na usługi przewoźnika, są obecnie wysokie ceny używanych samolotów, które są o około 100 tys. USD wyższe niż w standardowych warunkach rynkowych. Niemniej jednak oczekujemy, że sytuacja rynkowa ulegnie stopniowej poprawie w nadchodzących kwartałach, wraz z rozwiązaniem problemów operacyjnych takich firm jak Boeing czy Airbus ([LINK](#)). Biorąc pod uwagę wskazania zarządu przedstawione podczas konferencji, które są zgodne z naszymi wcześniejszymi założeniami, utrzymujemy naszą prognozę co do zdolności przewozowych Enter Air na niezmiennym poziomie.

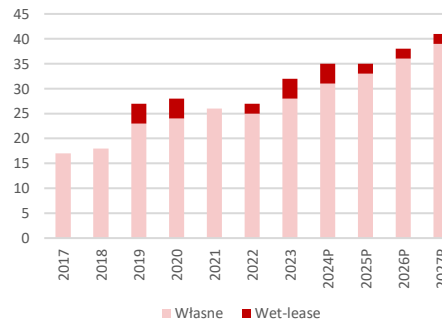
Zakładamy, że moce przewozowe przewoźnika ulegną dalszemu zwiększeniu w 2026 roku, wraz z dostawą sześciu samolotów Boeing 737 MAX (dwie z tych maszyn mają zostać dostarczone w 2H'25, a kolejne cztery w 1H'26). Ostateczny skład floty na 2026 rok nie został jeszcze w pełni ustalony, z uwagi na wiek maszyn planowana jest częściowa wymiana floty. W naszych założeniach przyjmujemy, że w ciągu 2026 roku liczba samolotów wzrośnie o trzy maszyny netto.

Flota Enter Air na przestrzeni 2017-2024 r.



Źródło: BDM S.A., spółka

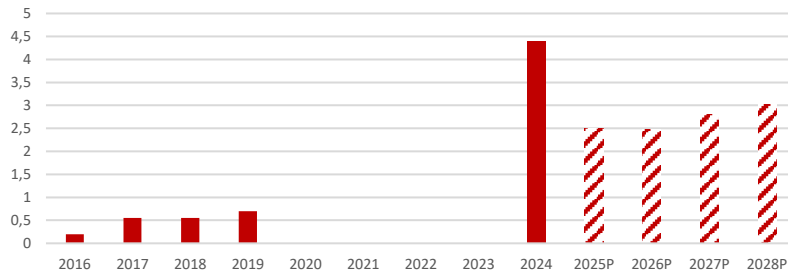
Prognozowana rozbudowa floty Enter Air



### Dywidenda

Na przestrzeni 2024 r. spółka spłaciła całość pożyczki od PFR (ok. 70 mln PLN w 3Q'24) oraz wypłaciła rekordową dywidendę w wysokości 4,4 PLN na akcję. Oczekujemy, że przewoźnik będzie kontynuować politykę redystrybucji zysków na rzecz inwestorów w kolejnych latach. Prognozujemy, że w 2025 roku DPS wyniesie około 2,5 PLN, co implikuje stopę na poziomie 4,5%.

#### Zakładane przyszłe strumienie dywidend [DPS]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Hangar

W październiku'24 Enter Air Services otrzymał certyfikat organizacji obsługi technicznej wydany przez Urząd Lotnictwa Cywilnego i pozwalający na prowadzenie własnej obsługi w hangarze w Debreczynie na Węgrzech. Jednostanowiskowy nowoczesny budynek od października obsługuje samoloty należące do floty Enter Air, ale przewoźnik nie wyklucza świadczenia usług także dla podmiotów zewnętrznych.

Własna obsługa hangarowa pozwoli na jeszcze większą kontrolę jakości prac serwisowych i optymalne zaplanowanie wszystkich remontów przede wszystkim w zimowych miesiącach, a w rezultacie na zwiększenie efektywności zarządzania flotą. Jest to krok w kierunku uzyskania niezależności od poddostawców usług technicznych, które robią się coraz droższe. Inwestycja we własną obsługę hangarową jest relatywnie niewielka, a pozwala na realne oszczędności dzięki pozostawieniu w grupie marży (ok. 15%) pobieranej do tej pory przez podwykonawców.

W naszych prognozach zakładamy, że w niskim sezonie spółka będzie wstanie dokonać przeglądu ok. 20% swojej floty (5-6 maszyn), co pozwoli wygenerować oszczędności w tym zakresie. Spodziewamy się pierwszych efektów już w 4Q'24.

#### Hangar w Debreczynie na Węgrzech



Źródło: spółka

## Zadłużenie

### Struktura finansowania Enter Air [mln PLN]

	2020	2021	2022	2023	1-3Q'24
<b>Aktywa (w tym):</b>	<b>1 710,9</b>	<b>1 747,0</b>	<b>1 849,8</b>	<b>2 136,9</b>	<b>2 895,2</b>
środki pieniężne	78,8	268,7	293,3	275,7	366,3
<b>Kapitał Własny</b>	<b>206</b>	<b>89</b>	<b>161</b>	<b>358</b>	<b>442</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe (w tym):</b>	<b>975</b>	<b>1 101</b>	<b>1 117</b>	<b>1 125</b>	<b>1 455</b>
pożyczki i kredyty bankowe	0	197	94	0	0
z tytułu leasingu	440	880	996	1 088	1 425
<b>Zobowiązania krótkoterminowe (w tym):</b>	<b>530</b>	<b>557</b>	<b>572</b>	<b>654</b>	<b>998</b>
pożyczki i kredyty bankowe	101	115	122	189	117
z tytułu leasingu i inne finansowane	162	271	251	260	337

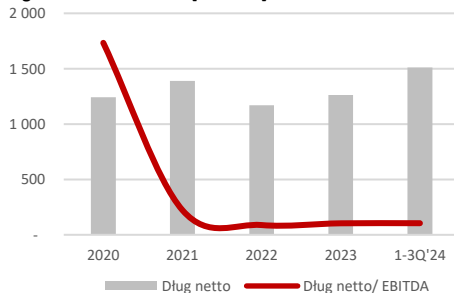
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- Wzrost zadłużenia na przestrzeni 1-3Q'24 wynikał ze wzrostu zobowiązań z tytułu leasingów w związku ze zwiększeniem liczby samolotów.

- Środki pieniężne na koniec września'24 sięgnęły 366,3 mln PLN.

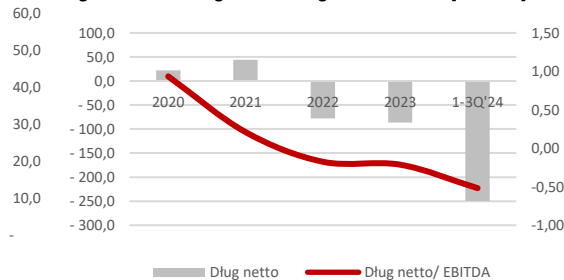
- Bieżąca wartość zobowiązań (pomniejszona o przyszłe odsetki) z tyt. leasingu i innych zobowiązań finansowych wynosi 1.762 mln PLN.

### Dług netto na tle EBITDA [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Dług netto bez leasingu finansowego na tle EBITDA [mln PLN]

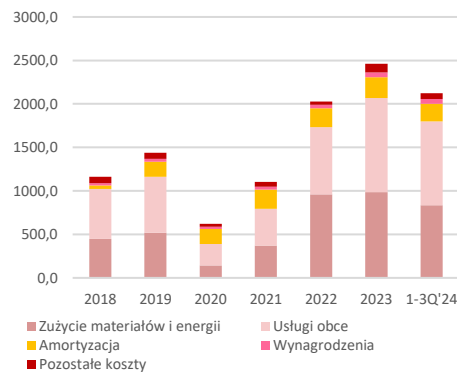


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

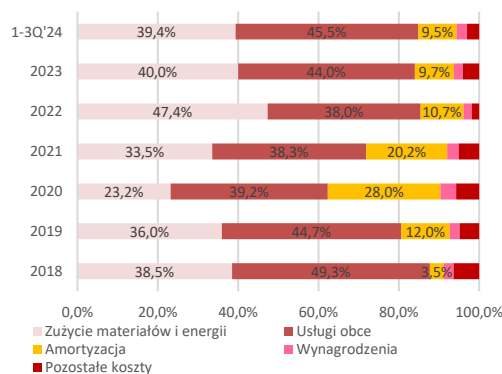
## Struktura kosztów operacyjnych

Głównym czynnikiem wpływającym na wzrost poziomu kosztów (w 1-3Q'24 +12% r/r) są głównej mierze rosnące koszty zużycia energii, usług obcych oraz wynagrodzeń, co związane jest z większą liczbą wykonywanych operacji lotniczych. Spółka zabezpiecza się przed wahaniami cen paliwa w postaci hedgingów krótkoterminowych.

### Struktura kosztów operacyjnych [mln PLN]



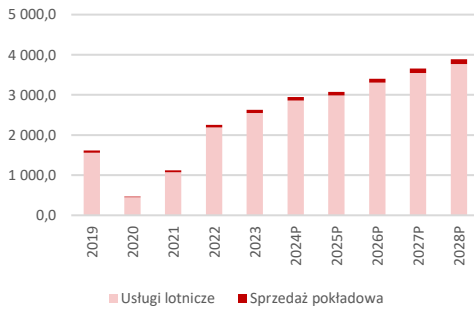
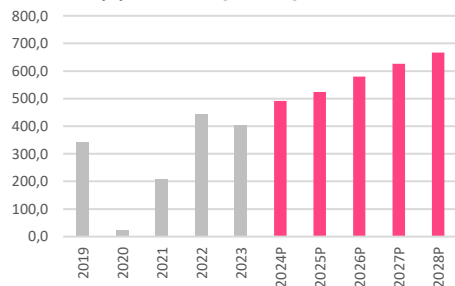
### Procentowy udział kosztów operacyjnych [%]



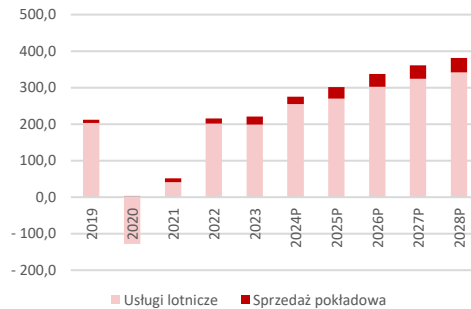
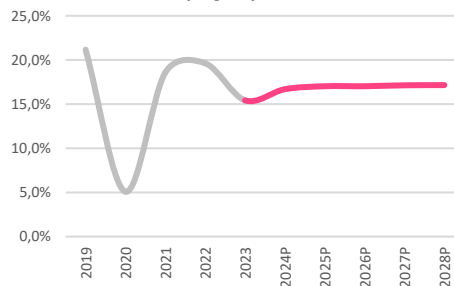
## Prognoza ogólna na lata 2024-2028 [mln PLN]

	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
<b>Przychody</b>	<b>1 614,7</b>	<b>470,5</b>	<b>1 120,3</b>	<b>2 255,8</b>	<b>2 625,9</b>	<b>2 948,2</b>	<b>3 076,3</b>	<b>3 403,8</b>	<b>3 653,9</b>	<b>3 886,5</b>
Usługi lotnicze	1 559,9	453,3	1 070,0	2 187,5	2 546,6	2 860,9	2 985,3	3 303,1	3 545,8	3 771,5
Sprzedaż pokładowa	54,8	17,2	50,3	68,3	79,4	87,2	91,0	100,7	108,1	115,0
<b>Wynik brutto ze sprzedaży</b>	<b>212,1</b>	<b>-124,4</b>	<b>52,1</b>	<b>216,1</b>	<b>221,6</b>	<b>276,0</b>	<b>301,5</b>	<b>337,1</b>	<b>361,4</b>	<b>381,2</b>
Usługi lotnicze	203,1	-127,8	41,0	201,3	199,2	254,9	270,1	302,5	324,3	341,9
Sprzedaż pokładowa	9,0	3,4	11,0	14,6	21,6	20,3	31,4	34,6	37,1	39,3
<b>EBITDA MSSF 16</b>	<b>341,7</b>	<b>23,9</b>	<b>208,2</b>	<b>442,7</b>	<b>405,2</b>	<b>492,2</b>	<b>523,8</b>	<b>579,6</b>	<b>626,0</b>	<b>666,7</b>
EBIT MSSF 16	168,5	-150,5	-14,7	225,6	166,2	217,4	225,5	253,2	273,7	288,5
Wynik brutto	107,8	-188,0	-141,1	77,1	240,5	153,0	153,1	173,3	186,6	194,7
<b>Wynik netto</b>	<b>85,0</b>	<b>-154,1</b>	<b>-117,1</b>	<b>72,3</b>	<b>196,4</b>	<b>128,5</b>	<b>124,0</b>	<b>140,3</b>	<b>151,2</b>	<b>157,7</b>
marża brutto ze sprzedaży	13,1%	-26,4%	4,7%	9,6%	8,4%	9,4%	9,8%	9,9%	9,9%	9,8%
marża EBITDA MSSF 16	21,2%	5,1%	18,6%	19,6%	15,4%	16,7%	17,0%	17,0%	17,1%	17,2%
marża EBIT MSSF 16	10,4%	-32,0%	-1,3%	10,0%	6,3%	7,4%	7,3%	7,4%	7,5%	7,4%
marża netto	5,3%	-32,8%	-10,5%	3,2%	7,5%	4,4%	4,0%	4,1%	4,1%	4,1%

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

**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

**Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 29.10.2024**

- Rentowność sprzedaży pokładowej negatywnie nas zaskoczyła, w związku z czym obniżamy nasze prognozy dla tego segmentu.
- Wyższe od naszych założeń w ostatnich kwartałach okazały się również koszty leasignów, co przekłada się na podwyższenie kosztów finansowych.
- Podwyższeniu ulega również prognozowana przez nas amortyzacja oraz CAPEX.
- Na prognozowane przez nas przychody, oprócz liczby wykonywanych operacji lotniczych, wpływają także zmiany cen paliwa lotniczego (które są przenoszone na klienta) oraz walut.

**Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 29.10.2024 [mln PLN]**

	2024P			2025P			2026P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
<b>Przychody</b>	<b>2 974,8</b>	<b>2 948,2</b>	<b>-0,9%</b>	<b>3 129,9</b>	<b>3 076,3</b>	<b>-1,7%</b>	<b>3 438,1</b>	<b>3 403,8</b>	<b>-1,0%</b>
Usługi lotnicze	2 884,8	2 860,9	-0,8%	3 035,3	2 985,3	-1,6%	3 334,2	3 303,1	-0,9%
Sprzedaż pokładowa	89,9	87,2	-3,0%	94,6	91,0	-3,8%	103,9	100,7	-3,1%
<b>Wynik brutto ze sprzedaży</b>	<b>286,7</b>	<b>276,0</b>	<b>-3,7%</b>	<b>306,3</b>	<b>301,5</b>	<b>-1,6%</b>	<b>344,2</b>	<b>337,1</b>	<b>-2,0%</b>
Usługi lotnicze	260,6	254,9	-2,2%	273,7	270,1	-1,3%	308,4	302,5	-1,9%
Sprzedaż pokładowa	31,7	20,3	-36,0%	32,6	31,4	-3,8%	35,8	34,6	-3,1%
<b>EBITDA MSSF 16</b>	<b>482,1</b>	<b>492,2</b>	<b>2,1%</b>	<b>521,0</b>	<b>523,8</b>	<b>0,5%</b>	<b>576,6</b>	<b>579,6</b>	<b>0,5%</b>
EBIT MSSF 16	218,6	217,4	-0,6%	231,2	225,5	-2,5%	261,3	253,2	-3,1%
Wynik brutto	151,0	153,0	1,3%	153,3	153,1	-0,2%	178,7	173,3	-3,0%
<b>Wynik netto</b>	<b>132,1</b>	<b>128,5</b>	<b>-2,8%</b>	<b>124,2</b>	<b>124,0</b>	<b>-0,2%</b>	<b>144,7</b>	<b>140,3</b>	<b>-3,0%</b>
marża brutto ze sprzedaży	9,6%	9,4%		9,8%	9,8%		10,0%	9,9%	
marża EBITDA MSSF 16	16,2%	16,7%		16,6%	17,0%		16,8%	17,0%	
marża EBIT MSSF 16	7,3%	7,4%		7,4%	7,3%		7,6%	7,4%	
marża netto	4,4%	4,4%		4,0%	4,0%		4,2%	4,1%	
<b>USD/PLN</b>	<b>4,023</b>	<b>4,063</b>	<b>1,0%</b>	<b>4,067</b>	<b>4,105</b>	<b>0,9%</b>	<b>4,067</b>	<b>4,020</b>	<b>-1,1%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
<b>Bilans [mln PLN]</b>									
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>1 574,6</b>	<b>1 395,4</b>	<b>1 426,9</b>	<b>1 683,9</b>	<b>2 203,5</b>	<b>2 399,8</b>	<b>2 666,5</b>	<b>2 941,7</b>	<b>3 227,1</b>
RzAT	1 456,1	1 236,3	1 258,8	1 526,4	2 025,5	2 210,0	2 464,9	2 728,3	3 002,0
WNiP	0,4	0,3	0,3	4,4	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8
Pozostałe aktywa trwałe	118,1	158,9	167,9	153,1	172,3	184,0	195,8	207,6	219,4
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>136,3</b>	<b>351,6</b>	<b>422,9</b>	<b>452,9</b>	<b>427,7</b>	<b>455,2</b>	<b>502,8</b>	<b>550,9</b>	<b>593,8</b>
Zapasy	4,0	4,2	4,6	6,8	7,8	7,8	9,5	7,7	8,2
Należności z tyt. dostaw	41,1	78,7	125,0	170,4	188,8	194,5	210,5	224,7	238,4
Środki pieniężne	78,8	268,7	293,3	275,7	230,9	252,8	282,8	318,4	347,1
Pozostałe aktywa obrotowe	12,5	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Aktywa razem</b>	<b>1 710,9</b>	<b>1 747,0</b>	<b>1 849,8</b>	<b>2 136,9</b>	<b>2 631,1</b>	<b>2 854,9</b>	<b>3 169,3</b>	<b>3 492,6</b>	<b>3 820,9</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>206,2</b>	<b>89,0</b>	<b>161,3</b>	<b>357,8</b>	<b>571,0</b>	<b>651,3</b>	<b>748,2</b>	<b>850,2</b>	<b>955,1</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>975,2</b>	<b>1 101,2</b>	<b>1 116,5</b>	<b>1 125,4</b>	<b>1 282,2</b>	<b>1 430,7</b>	<b>1 643,1</b>	<b>1 862,7</b>	<b>2 089,7</b>
Zobowiązania finansowe	940,4	1 579,1	1 090,1	1 088,3	1 252,2	1 400,7	1 613,1	1 832,7	2 059,7
Pozostałe zob. długoterminowe	34,7	-477,9	26,4	37,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>529,6</b>	<b>556,7</b>	<b>571,9</b>	<b>653,8</b>	<b>778,0</b>	<b>772,9</b>	<b>778,0</b>	<b>779,7</b>	<b>776,1</b>
Zobowiązania finansowe	381,8	386,1	372,7	449,5	424,0	412,4	400,9	389,9	372,4
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	111,0	139,2	139,1	126,0	149,7	156,2	172,8	185,5	199,4
Pozostałe zob. krótkoterminowe	36,8	31,4	60,2	78,3	204,3	204,3	204,3	204,3	204,3
<b>Pasywa razem</b>	<b>1 710,9</b>	<b>1 747,0</b>	<b>1 849,8</b>	<b>2 136,9</b>	<b>2 631,1</b>	<b>2 854,9</b>	<b>3 169,3</b>	<b>3 492,6</b>	<b>3 820,9</b>
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>									
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>470,5</b>	<b>1 120,3</b>	<b>2 255,8</b>	<b>2 625,9</b>	<b>2 948,2</b>	<b>3 076,3</b>	<b>3 403,8</b>	<b>3 653,9</b>	<b>3 886,5</b>
Koszty wytworzenia	594,9	1 068,2	2 039,7	2 404,3	2 672,1	2 774,8	3 066,7	3 292,5	3 505,3
Wynik brutto ze sprzedaży	-124,4	52,1	216,1	221,6	276,0	301,5	337,1	361,4	381,2
Koszty SG&A	28,0	36,2	43,4	57,6	69,1	73,2	80,5	85,9	90,8
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	1,9	-30,0	62,5	0,3	14,5	-2,8	-3,4	-1,8	-1,9
EBITDA MSSF 16	23,9	208,2	442,7	405,2	492,2	523,8	579,6	626,0	666,7
EBIT MSSF 16	-150,5	-14,1	225,6	164,3	221,5	225,5	253,2	273,7	288,5
Saldo finansowe	-40,3	-124,9	-146,8	68,5	-64,2	-84,2	-91,7	-98,9	-105,6
Wynik brutto	-188,0	-141,1	77,1	240,5	153,0	153,1	173,3	186,6	194,7
Wynik netto	-154,1	-117,1	72,3	196,4	128,5	124,0	140,3	151,2	157,7
<b>Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]</b>									
<b>CF operacyjny</b>	<b>73,2</b>	<b>225,5</b>	<b>360,3</b>	<b>351,6</b>	<b>552,2</b>	<b>495,6</b>	<b>545,6</b>	<b>590,9</b>	<b>629,5</b>
CF inwestycyjny	-21,4	-1,1	10,5	-12,8	-38,9	-36,0	-42,5	-43,8	-46,6
CF finansowy	-63,6	-35,4	-349,4	-351,8	-546,8	-437,7	-473,1	-511,4	-554,2
CF netto	-11,8	189,0	21,4	-17,7	-33,5	21,9	29,9	35,7	28,7
Środki pieniężne na początek okresu	88,5	78,8	268,7	293,3	275,7	230,9	252,8	282,8	318,4
Środki pieniężne na koniec okresu	78,8	268,7	293,3	275,7	230,9	252,8	282,8	318,4	347,1
<b>Dynamiki / marże / wskaźniki</b>									
Przychody zmiana r/r	-70,9%	138,1%	101,4%	16,4%	12,3%	4,3%	10,6%	7,3%	6,4%
EBITDA MSSF 16 zmiana r/r	-93,0%	770,8%	112,6%	-8,5%	21,5%	6,4%	10,7%	8,0%	6,5%
Wynik netto zmiana r/r	-281,3%	-24,0%	-161,7%	171,8%	-34,6%	-3,5%	13,2%	7,7%	4,3%
Marża brutto na sprzedaży	-26,4%	4,7%	9,6%	8,4%	9,4%	9,8%	9,9%	9,9%	9,8%
Marża EBITDA MSSF 16	5,1%	18,6%	19,6%	15,4%	16,7%	17,0%	17,0%	17,1%	17,2%
Marża netto	-32,8%	-10,5%	3,2%	7,5%	4,4%	4,0%	4,1%	4,1%	4,1%
ROE	-74,8%	-131,5%	44,8%	54,9%	22,5%	19,0%	18,8%	17,8%	16,5%
ROA	-9,0%	-6,7%	3,9%	9,2%	4,9%	4,3%	4,4%	4,3%	4,1%
Odsetki/EBIT	-37,3%	-871,5%	66,4%	52,0%	79,6%	38,4%	37,2%	37,2%	37,7%
Dług netto MSSF 16 [mln PLN]	1243,5	1389,3	1169,5	1262,2	1445,3	1560,3	1731,2	1904,1	2084,9
Dług netto/Kapitał własny	603,1%	1560,1%	725,0%	352,8%	253,1%	239,6%	231,4%	224,0%	218,3%
Dług netto/EBITDA MSSF 16	5200,4%	667,2%	264,2%	311,5%	293,7%	297,9%	298,7%	304,2%	312,7%
EV [mln PLN]	2 217,1	2 362,9	2 143,2	2 235,9	2 419,0	2 534,0	2 704,9	2 877,8	3 058,6
Dług/EV	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7
CAPEX/Przychody	4,2%	-0,1%	-0,3%	-0,5%	3,3%	1,2%	1,3%	1,2%	1,2%
CAPEX/Amortyzacja	11,3%	-0,7%	-3,1%	-5,4%	35,4%	12,1%	13,0%	12,4%	12,3%
Amortyzacja/Przychody	37,1%	19,9%	9,6%	9,1%	9,3%	9,7%	9,6%	9,6%	9,7%
Zmiana KO/Przychody	9,9%	-0,9%	-2,1%	-2,3%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	-4,1%	-1,5%	-4,1%	-16,4%	1,3%	0,7%	-0,3%	0,1%	-0,1%
MC/S	2,1	0,9	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P/E	-	-	5,8	14,0	12,3	7,9	7,0	6,5	6,2
P/BV	4,7	11,0	6,1	2,7	1,7	1,5	1,3	1,2	1,0
EV/EBITDA MSSF 16	92,9	11,4	4,9	5,5	4,9	4,8	4,7	4,6	4,6
EV/EBIT MSSF 16	-	-	9,5	13,6	10,9	11,3	10,7	10,5	10,6
EV/S	4,7	2,1	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Dywidenda [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	77,2	43,7	43,4	49,1	52,9
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	4,4	2,5	2,5	2,8	3,0
Dywidenda	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,9%	4,5%	4,4%	5,0%	5,4%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	39,3%	34,0%	35,0%	35,0%	35,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 55,8 PLN.



**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**

**Maciej Bobrowski**  
Dyrektor Wydziału  
tel. (032) 208 14 12  
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl  
strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT

**Krzysztof Pado**  
Zastępca Dyrektora  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 32  
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl  
oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy

**Krzysztof Tkocz**  
Analityk rynku akcji  
tel. (032) 208 14 38  
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl  
gry komputerowe

**Anna Tobiasz**  
Doradca Inwestycyjny  
Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (032) 208 14 35  
e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl

**Andrzej Wodecki**  
Doradca Inwestycyjny  
Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (032) 208 14 39  
e-mail: andrzej.wodecki@bdm.pl

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**

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

**Piotr Dedecjus**  
tel. (022) 62-20-100  
e-mail: piotr.dedecjus@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

**Tomasz Grzeszczyk**  
tel. (022) 62-20-854  
e-mail: tomasz.grzeszczyk@bdm.pl

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
<b>Kupuj</b>	<b>69,5</b>	<b>Kupuj</b>	<b>71,0</b>	<b>13.12.2024</b>	<b>13:35 CET</b>	<b>55,8</b>	<b>81 670</b>
Kupuj	71,0	Kupuj	77,5	29.10.2024	08:50 CET	60,0	80 763
Kupuj	77,5	Kupuj	59,8	10.06.2024	13:30 CEST	62,3	84 406
Kupuj	59,8	Akumuluj	52,3	29.08.2023	08:30 CEST	43,5	68 722
Akumuluj	52,3	Akumuluj	24,0	23.05.2023	11:55 CEST	46,2	65 734
Akumuluj	24,0	Akumuluj	25,3	26.10.2022	11:10 CET	21,5	48 263
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

\*Material 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

**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 4Q'24\*:

, 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	7	54%	0	0%
Akumuluj	4	31%	0	0%
Trzymaj	1	8%	0	0%
Redukuj	1	8%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

\* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

**INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:**

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) 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.

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. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

**Data sporządzenia materiału: 2024-12-13.**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-12-13 (13:35 CET).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-12-13 (13:35 CET).**

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

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. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

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.

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.

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 wahanom 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 zredukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument 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 portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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. Tym samym 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.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka 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.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

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. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwa miesiące” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

**DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:**

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie premiowe. Dodatkowo 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 analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

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.”

**Na dzień 2024-12-13:**

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

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

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