

Research

CEE | Equity Research

Enter Air

Przewidywalny wzrost w nieprzewidywalnej branży

Podtrzymujemy rekomendację BUY dla Enter Air, podnosząc cenę docelową do 68 PLN (z 66 PLN). Kluczowym katalizatorem w krótkim terminie będą naszym zdaniem komunikaty o podpisanych kontraktach na sezon 2026, których ogłoszenia spodziewamy się w grudniu. W perspektywie średnioterminowej spółka pozostaje beneficjentem silnego popytu na turystykę zorganizowaną w Polsce, strukturalnej przewagi kosztowej nad konkurentami oraz stabilnych relacji z największymi touroperatorami. Nasz DCF wskazuje na atrakcyjny potencjał wzrostu kursu, wsparty przewidywalnym modelem biznesowym, wysokimi przepływami operacyjnymi oraz atrakcyjnym DY (5.7% w 2026E) i FCF yield (10.5% w 2026E).

Wzrost pojemności. W ostatnich latach Enter Air dynamicznie zwiększał oferowaną pojemność dzięki rozbudowie floty i poprawie jej wykorzystania zimą. Średni dzienny czas latania wzrósł z 6:09 godz. w 2022 do 7:49 godz. w 2024, podczas gdy przed 2020 rokiem wynosił przeciętnie 6-7 godzin dziennie. W 2025 r. obserwujemy stabilizację na poziomie 7:48 godz., po przejściowych zakłóceniach związanych z zawieszeniem lotów do Izraela (ok. 5% wolumenu). Część tej pojemności została przekierowana na inne kierunki, jednak nie w pełni zrekompensowało to utracone wolumeny. Spółka ma odebrać kolejne 3 MAX-y i 2 NG w 1H26, co wraz z dalszą poprawą użycia pozwoli zwiększyć ASK o 15% r/r w 2026 roku. Od 2027E zakładamy przyrost floty o średnio 3 samoloty rocznie, co implikuje CAGR ASK na poziomie 13% w latach 2025-27E.

Marża jednostkowa i pozycja kosztowa. Prognozy opieramy na „zyskowności jednostkowej”, czyli EBITDA pomniejszonej o płatności leasingowe w przeliczeniu na godzinę lotu, która stabilizuje się w średnim terminie na poziomie 250 USD. Model czarterowy typu „cost-plus” zapewnia Enter Air relatywnie przewidywalne spread’y ekonomiczne, a spółka celowo utrzymuje marże na niskim poziomie, aby ograniczyć ryzyko wejścia nowych konkurentów. Analiza ex-fuel CASK (str. 20) pokazuje, że Enter Air pozostaje o ok. 20% tańszy od PLL LOT i o 40-60% tańszy od dużych europejskich przewoźników sieciowych, choć wciąż powyżej poziomów ultra-LCC (Ryanair, Wizz). Dzięki temu Enter Air może oferować touroperatorom atrakcyjne ceny przy jednoczesnym zabezpieczeniu własnych marż.

Zmiany prognoz. W 2025E obniżyliśmy prognozę EBIT o 6% wobec wcześniejszych założeń, co odzwierciedla wyższe koszty leasingu oraz słabszą dynamikę ASK w związku z Izraelem. Na 2026E jesteśmy jednak o 5% powyżej poprzednich prognoz, dzięki odbiciu wzrostu floty i lepszej marży jednostkowej r/r. W kolejnych latach prognozy pozostają zasadniczo stabilne.

Wycena & Czynniki ryzyka. Naszą wycenę w całości opieramy na metodzie DCF, którą uważamy za najlepiej oddającą przewidywalny charakter przepływów pieniężnych Enter Air. Nasz 12-miesięczny TP wynosi 68 PLN, co implikuje 24% potencjału wzrostu. Wycena porównawcza pozostaje jedynie uzupełnieniem. Enter Air handluje obecnie przy EV/EBITDA 2025E 4.7x (vs. mediana 5.1x), ale na mnożniku P/E 2025E jest wyceniany wyżej (12x vs. mediana 9x), co naszym zdaniem znajduje uzasadnienie w przewidywalnym wzroście EPS i atrakcyjnym DY (5.5% vs. 1.6% mediany). Do głównych czynników ryzyka zaliczamy ograniczoną dostępność nowych samolotów, wzrost konkurencji na rynku czarterowym oraz dostępność slotów na lotniskach w Polsce. Szerszy opis na stronie 21 raportu.

PLNm	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenues	2,256	2,626	2,926	2,984	3,297	3,654
adj. EBITDA	396	424	569	608	709	790
EBIT	226	166	261	187	256	267
adj. Net profit	109	81	109	80	117	124
adj. EPS (PLN)	6.2	4.6	6.2	4.6	6.6	7.1
adj. P/E (x)	8.9	11.9	8.9	12.0	8.3	7.8
adj. EV/EBITDA (x)	5.4	5.2	4.8	4.7	4.4	4.0
P/BV (x)	6.0	2.7	2.8	2.5	2.3	2.1
FCF yield (%)	8.2%	2.4%	15.7%	0.7%	10.5%	11.2%
DY (%)	-	-	8.0%	5.5%	5.7%	6.3%

Source: Company, Trigon. Note: adjusted for one-offs incl. FX.

Raport przygotowany w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Analitycznego

Research Department research@trigon.pl www.trigon.pl

Buy

(Previous: Buy PLN 66)

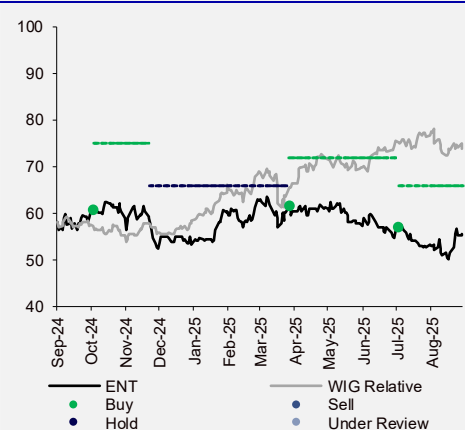
Target Price: PLN 68

Upside: +24%

FACT SHEET

Ticker	ENT		
Sector	Airlines		
Price (PLN)	55.0		
52W range (PLN)	49.6 / 66		
Shares outstanding (m)	17.5		
Market Cap (PLNm)	965		
Free-float	46%		
3M Avg. Vol. (PLNm)	0.5		
Price performance	1M	3M	1Y
	3.2%	-3.7%	-4.7%

RELATIVE SHARE PRICE VS WIG INDEX



RECOMMENDATIONS	DATE	TP
Buy	7/21/2025	66.0
Buy	4/14/2025	72.0
Hold	12/10/2024	66.0
Buy	10/21/2024	75.0

SHAREHOLDERS	Share %
Zarząd & RN	53.8%
OFE NN	10.7%
OFE Generali	7.6%
TFI Allianz	5.7%

INVESTOR CALENDAR

2Q25 Earnings	30-Sep
3Q25 Earnings	27-Nov

ANALYST

Volodymyr Shkuropat

+48 695 850 063

volodymyr.shkuropat@trigon.pl

Valuation	Current		Previous		Change
DCF	68	100%	66	100%	3%
Multiples	48	0%	50	0%	-4%

Estimates chng	2025E			2026E			2027E		
PLNm	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.
Revenues	2,984	3,015	-1%	3,297	3,353	-2%	3,654	3,785	-3%
EBITDA	597	603	-1%	709	699	1%	790	793	0%
margin	20.0%	20.0%	0.0pp	21.5%	20.8%	0.7pp	21.6%	21.0%	0.7pp
EBIT	187	200	-6%	256	244	5%	267	267	0%
margin	6.3%	6.6%	-0.4pp	7.8%	7.3%	0.5pp	7.3%	7.1%	0.2pp
Net profit	238	251	-5%	117	107	9%	124	120	4%
margin	8.0%	8.3%	-0.3pp	3.5%	3.2%	0.3pp	3.4%	3.2%	0.2pp

Trigon vs. cons	2025E			2026E			2027E		
PLNm	Trigon	Cons.	Diff.	Trigon	Cons.	Diff.	Trigon	Cons.	Diff.
Revenues	2,984			3,297			3,654		
EBITDA	597			709			790		
margin	20.0%			21.5%			21.6%		
EBIT	187			256			267		
margin	6.3%			7.8%			7.3%		
Net profit	238			117			124		
margin	8.0%			3.5%			3.4%		

KPIs (PLNm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	CAGR
Shares outstanding	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5	0%
DPS (PLN)	0.0	0.0	4.4	3.0	3.2	3.5	-
adj. EPS (PLN)	6.2	4.6	6.2	4.6	6.6	7.1	3%
BVPS (PLN)	9.2	20.4	19.8	22.1	24.0	25.6	23%
ND / EBITDA (x)	2.6	3.1	3.0	3.2	3.1	2.8	
ND / Equity (x)	7.2	3.5	5.1	4.9	5.2	4.9	
FCFF	44	21	133	6	93	95	17%
NWC	-1	50	20	20	25	28	
Net Debt	1,170	1,262	1,777	1,908	2,187	2,192	
Minorities & other EV adj.	0	0	1	1	1	1	
adj. Net Debt	1,170	1,262	1,777	1,908	2,188	2,193	

Ratios	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	Avg.
adj. EBITDA y/y	71%	7%	34%	7%	17%	11%	
EBIT y/y	-	-26%	57%	-28%	37%	4%	
adj. EPS y/y	-	-26%	35%	-26%	45%	7%	
Gross margin	9.6%	8.4%	10.9%	10.0%	10.0%	10.0%	9.8%
adj. EBITDA margin	17.6%	16.2%	19.4%	20.4%	21.5%	21.6%	19.4%
EBIT margin	10.0%	6.3%	8.9%	6.3%	7.8%	7.3%	7.8%
adj. Net profit margin	4.8%	3.1%	3.7%	2.7%	3.5%	3.4%	3.5%
ROE (%)	45%	55%	19%	61%	28%	28%	39%
ROA (%)	4%	9%	2%	8%	4%	4%	5%

Company specific KPIs	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	CAGR
ASK change y/y	42.9%	36.1%	16.0%	4.6%	14.8%	10.6%	16.0%
Flota, eop	25	28	30	34	39	42	10.9%
Aircraft utilization daily	6:09	7:15	7:49	7:48	7:54	8:00	5.4%
PAX (m)	3.2	4.6	4.9	5.0	5.7	6.3	14.5%
RASK (USD cents)	6.16	5.72	5.78	5.84	5.98	5.99	-0.6%
CASK (USD cents)	5.67	5.32	5.30	5.46	5.51	5.55	-0.4%
RASK – CASK (USD cents)	0.49	0.40	0.48	0.39	0.46	0.44	-2.3%

Source: Company, FlightRadar, Trigon

Multiples at PLN 55	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
P/E (x)	13.4	4.9	14.7	4.1	8.3	7.8
adj. P/E (x)	8.9	11.9	8.9	12.0	8.3	7.8
EV/EBITDA (x)	4.8	5.5	4.7	4.8	4.4	4.0
adj. EV/EBITDA (x)	5.4	5.2	4.8	4.7	4.4	4.0
P/BV (x)	6.0	2.7	2.8	2.5	2.3	2.1
FCFF Yield (%)	4.9%	2.4%	15.7%	0.7%	10.5%	11.2%
DY (%)	0.0%	0.0%	8.0%	5.5%	5.7%	6.3%

Multiples at Target Price	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
P/E (x)	16.5	6.1	18.2	5.0	10.2	9.6
adj. P/E (x)	10.9	14.7	11.0	14.8	10.2	9.6
EV/EBITDA (x)	5.3	6.1	5.1	5.2	4.8	4.3
adj. EV/EBITDA (x)	6.0	5.8	5.2	5.1	4.8	4.3
P/BV (x)	7.4	3.3	3.4	3.1	2.8	2.7
FCFF Yield (%)	3.9%	1.9%	12.4%	0.5%	8.3%	8.8%
DY (%)	0.0%	0.0%	6.5%	4.4%	4.6%	5.1%

P&L Statement (PLNm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenues	2,256	2,626	2,926	2,984	3,297	3,654
Sale of services	2,187	2,547	2,838	2,896	3,200	3,547
Sale of goods	68	79	88	88	97	108
Fuel related costs	-961	-984	-1,010	-995	-1,061	-1,147
Outsourced services	-773	-1,084	-1,161	-1,174	-1,297	-1,464
Other cash operating costs	-80	-152	-171	-218	-231	-253
EBITDA	443	405	585	597	709	790
adj. EBITDA	396	424	569	608	709	790
D&A	-217	-239	-324	-409	-453	-523
EBIT	226	166	261	187	256	267
Finance & investing result	-148	74	-184	112	-112	-113
EBT	77	241	77	299	144	154
Minority interest	0	0	0	0	0	0
Net profit	72	196	66	238	117	124
adj. net profit	109	81	109	80	117	124

Balance Sheet (PLNm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Non-current Assets	1,427	1,684	2,219	2,396	2,704	2,735
Current Assets	423	453	489	459	518	580
Inventories	5	7	11	10	10	11
Receivables	125	170	177	183	214	249
Cash and cash equivalents	293	276	300	265	293	319
Assets	1,850	2,137	2,709	2,855	3,222	3,314
Equity	161	358	347	388	421	449
Non-current Liabilities	1,117	1,125	1,643	1,754	2,061	2,092
Long-term borrowings	1,090	1,088	1,600	1,681	1,989	2,020
Current Liabilities	572	654	719	713	739	773
Short-term borrowings	373	450	476	492	492	492
Payables	139	126	142	119	134	156
Equity and Liabilities	1,850	2,137	2,709	2,855	3,222	3,314

CF Statement (PLNm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Operating CF	360	352	563	519	668	758
Change in NWC	-25	-51	28	0	-5	-2
D&A	217	239	324	409	453	523
Investing CF	10	-13	-39	-94	-117	-149
CAPEX	15	-13	-21	-94	-117	-149
Financing CF	-349	-352	-500	-456	-523	-583
Lease payments	-259	-256	-326	-313	-340	-389
Dividend/Buy-back	0	0	-77	-53	-55	-61
Net change in cash	21	-13	24	-31	28	26

Table of contents

<u>Prognozy finansowe.....</u>	<u>4</u>
<u>Wycena.....</u>	<u>4</u>
<u>Wycena DCF.....</u>	<u>8</u>
<u>Wycena Porównawcza.....</u>	<u>9</u>
<u>Profil spółki.....</u>	<u>10</u>
<u>Model biznesowy.....</u>	<u>10</u>
<u>Flota i strategia rozwoju.....</u>	<u>12</u>
<u>Opis rynku.....</u>	<u>15</u>
<u>Turystyka wypoczynkowa w CEE.....</u>	<u>15</u>
<u>Rynek touroperatorski w Polsce.....</u>	<u>16</u>
<u>Rynek czarterowy w Polsce.....</u>	<u>18</u>
<u>Czynniki ryzyka.....</u>	<u>21</u>

Kluczowe założenia

Wykorzystanie floty. W ostatnich trzech latach Enter Air zwiększał oferowaną pojemność (ASK) w tempie dwucyfrowym, korzystając zarówno z rozbudowy floty, jak i z wyraźnej poprawy jej użycia w niskim sezonie (str. 13). Średni dzienny czas latania wzrósł z 6:09 godzin w 2022 roku do 7:49 godzin w 2024 roku według danych z Flightradar, wobec 6-7 godzin dziennie przed pandemią. Wzrost był widoczny również w 1Q25 (+6% r/r), natomiast w 2Q i 3Q pojawiło się lekkie osłabienie związane z konfliktem na Bliskim Wschodzie i zawieszeniem lotów do Izraela, który odpowiadał za około 5% wolumenu przewozów według naszych szacunków. Mimo przekierowania części pojemności do innych kierunków oraz częściowego powrotu operacji do Izraela, efekt nie został w pełni skompensowany. W całym 2025 roku zakładamy więc stabilny poziom użycia (7:48 godzin), z poprawą w średnim terminie do około 8 godzin dziennie. Nie prognozujemy dalszej poprawy powyżej tego poziomu ze względu na sezonowość działalności oraz konieczność wykonywania przeglądów technicznych w okresie zimowym.

Wzrost floty. W najbliższych tygodniach Enter Air ma odebrać kolejnego Boeinga 737 MAX 8, a w 2026 roku zarząd oczekuje dostawy trzech MAX-ów oraz dwóch NG w 1H26, przed szczytem sezonu. Wraz z niewielką poprawą wykorzystania przełoży się to na wzrost oferowanej pojemności o około 15% r/r w skali roku. Od 2027 roku zakładamy przyrost floty o trzy samoloty netto rocznie, przy czym spółka ma już zakontraktowane dwa MAX-y na 2027 rok. W 2025 roku nie doszło do zwrotu żadnej maszyny, a Enter Air zdecydował się przedłużyć leasingi na kolejne lata ze względu na ograniczoną dostępność nowych samolotów na rynku (str. 21). Nasz prognozowany CAGR ASK w latach 2025-2027E wynosi 13%.

ASK model

	2022	2023	2024	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E
ASK (km, bn)	8.1	11.0	12.8	2.3	3.3	4.9	2.9	13.3	15.3	16.9
y/y	42.9%	36.1%	16.0%	13.2%	1.1%	0.2%	10.4%	4.6%	14.8%	10.6%
Flight hours per aircraft daily	6:09	7:15	7:49	6:30	7:46	10:48	6:41	7:48	7:54	8:00
y/y	35.0%	18.0%	7.8%	6.0%	-3.4%	-1.7%	2.9%	-0.3%	1.3%	1.3%
Average fleet size in operation	25.4	29.3	31.4	27.4	32.4	35.0	33.5	33.1	37.5	41.0
y/y	5.8%	15.4%	7.3%	7.9%	4.7%	1.9%	7.3%	5.2%	13.4%	9.2%
Fleet (ex. ACMI), eop	25.0	28	30	30	35	35	34	34	39	42
y/y	-3.8%	12.0%	7.1%	15.4%	6.1%	0.0%	13.3%	13.3%	14.7%	7.7%
B737 MAX 8	2	5	9	9	9	9	10	10	13	15
B737-800NG	23	23	21	21	24	24	24	24	26	27

Source: Company, FlightRadar, Trigon.

Nowe ujęcie kosztów emisji CO₂ wymaga korekt porównawczych. Od 4Q24 spółka zmieniła sposób prezentacji kosztów emisji CO₂, przesuwając je z usług obcych w kosztach operacyjnych do wartości niematerialnych w bilansie. Zakupione uprawnienia są traktowane jako CAPEX, natomiast nieodpłatnie przyznane jednostki zwiększają wartość niematerialną po stronie aktywów oraz rozliczenia międzyokresowe przychodów (RMP) po stronie pasywów. Amortyzacja zarówno zakupionych, jak i darmowych uprawnień następuje raz w roku, w zależności od poziomu emisji z roku ubiegłego. Przy amortyzacji darmowych jednostek spółka rozpoznaje przychód z ich otrzymania, co neutralizuje ich wpływ na EBIT. Warto podkreślić, że przyznawanie darmowych jednostek stopniowo wygasa i zakończy się w 2026 roku. Zmiana ta podnosi raportowaną EBITDA, ponieważ koszt zakupu uprawnień nie obciąża usług obcych, a dodatkowo spółka rozpoznaje przychód z umorzenia darmowych jednostek. Na poziomie EBIT efekt jest zasadniczo neutralny w skali roku, gdyż większość kosztów zakupu uprawnień jest amortyzowana w tym samym okresie. Wpływ na wycenę DCF również pozostaje neutralny.

Nasze modelowanie opiera się na zysku jednostkowym. W przeciwieństwie do przewoźników tradycyjnych, Enter Air działa w modelu czarterowym typu cost-plus, sprzedając touroperatorom pojemność obejmującą koszty operacyjne oraz uzgodnioną marżę za każdy rejs. Oznacza to, że przychody nie zależą od yieldów biletowych czy współczynników wypełnienia, lecz od zakontraktowanej liczby godzin lotów i jednostkowej marży. Aby w przybliżeniu odzwierciedlić tę specyfikę, nasze prognozy opieramy na tzw. 'zyskowności jednostkowej' definiowanej jako EBITDA pomniejszona o pełne płatności leasingowe (rata kapitałowa+odsetkowa) w przeliczeniu na godzinę. Jest to bezpośredni proxy dla spreadu ekonomicznego zawartego w umowach czarterowych. W praktyce wskaźnik ten pozostaje relatywnie stabilny, a jego wahania wynikają głównie z poziomu wykorzystania floty, jakości realizacji operacji oraz krótkoterminowych efektów rozliczania paliwa. W średnim terminie zakładamy znormalizowaną marżę jednostkową na poziomie 250 USD za godzinę. Lekki spadek w 2025 roku odzwierciedla nasze założenia dotyczące niższego wykorzystania floty w związku z konfliktem na Bliskim Wschodzie oraz przesunięcia części kosztów technicznych z 4Q24 na 1Q25. W modelu EBITDA wyznaczamy mnożąc marżę jednostkową przez prognozowaną liczbę godzin lotów, a następnie doliczając koszty leasingów i pozostałe pozycje, co pozwala odtworzyć pełny rachunek przychodów i kosztów. Naszym zdaniem podejście to lepiej oddaje ekonomiczną logikę działalności Enter Air, w której przychód jest funkcją kosztów powiększonych o marżę, a nie samodzielnym driverem.

Modelowanie zysku jednostkowego

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Macro assumptions								
USD/PLN, eop	3.9	4.1	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6
USD/PLN, avg	4.2	4.0	3.8	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6
Jet fuel price (USD/t)	885	794	717	700	700	700	700	700
Profitability assumptions (PLNm)								
Adj. EBITDA* from services - NEW method	403	528	607	685	763	835	907	979
(-) Cost of CO2 allowances		-25	-102	-129	-142	-162	-182	-204
Adj. EBITDA* from services - OLD method	403	503	505	556	621	673	725	775
(-) Total lease payment	-317	-408	-419	-458	-514	-557	-602	-644
Profitability from services	86	95	86	97	108	116	123	131
per ASK (USD cents)	0.19	0.19	0.17	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18
per hour flown (USD)	265	266	240	250	250	250	250	250

Source: Company, Trigon. Note: (*) adjusted for reported one-offs as well as assumed by Trigon.

Prognozy na 2Q25 [neutralne]

Na podstawie danych z Flight Radar szacujemy wzrost ASK o zaledwie 1% r/r w 2Q25, co odzwierciedla wysoką aktywność w kwietniu (+10%), spowolnienie w maju (+2%) oraz słaby czerwiec (-4%) wynikający z czasowego zawieszenia lotów do Izraela w drugiej połowie miesiąca. Szacujemy, że Izrael odpowiada zazwyczaj za ok. 5% oferowanej pojemności Enter Air w 2Q i charakteryzuje się ponadprzeciętną rentownością.

Po stronie kosztowej spodziewamy się niższych wydatków na wet lease, ponieważ w tym kwartale spółka miała w ACMI tylko 2 samoloty wobec 4 rok wcześniej, choć ten efekt mógł zostać zrównoważony przez wyższe koszty obsługi technicznej, które w tym roku są rozliczane w trzech kwartałach (4Q-2Q), podczas gdy w ubiegłym roku były ujmowane w dwóch (4Q-1Q).

Prognozujemy EBIT ex-FX na poziomie 95 mln PLN (+11% r/r) lub 90 mln PLN (+3% r/r) po uwzględnieniu efektów FX. Poniżej linii EBIT, kwartalna deprecjacja USD prawdopodobnie przełożyła się na niegotówkowy zysk FX w wysokości ok. 110 mln PLN. Po skorygowaniu o ten jednorazowy efekt oczekujemy, że skorygowany zysk netto będzie o 9% wyższy r/r na poziomie 60 mln PLN.

Prognozy na 2Q25

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	Y/Y	Q/Q	2Q25E	Cons.
Revenues	773	1,188	573	465	783	1%	68%	783	763
Fuel related costs	-249	-390	-198	-194	-236	-5%	22%	-236	
Outsourced services	-328	-485	-196	-183	-324	-1%	78%	-324	
Other cash operating costs	-44	-55	-38	-49	-55	27%	14%	-55	
EBITDA	152	257	140	40	168	10%	317%	168	165
Adj. EBITDA*	150	257	128	46	173	15%	272%	173	
EBIT	88	181	18	-36	90	3%	-	90	86
Adj. EBIT*	86	180	6	-30	95	11%	-	95	
Net profit	40	186	-96	27	145	262%	436%	145	140
Adj. Net profit*	55	140	-24	-45	60	9%	-	60	
OCF	296	274	5	-30	266	-10%	-	266	
FCF	184	175	-137	-125	130	-29%	-	130	
Net debt	1,510	1,512	1,777	1,811	1,879	24%	4%	1,879	
EBITDA margin	19.7%	21.7%	24.5%	8.6%	21.4%	1.7pp	12.8pp	21.4%	21.5%
Adj. EBITDA margin	19.5%	21.6%	22.4%	10.0%	22.0%	2.6pp	12.1pp	22.0%	
EBIT margin	11.3%	15.2%	3.2%	-	11.5%	0.2pp	-	11.5%	11.2%
Adj. EBIT margin	11.1%	15.2%	1.1%	-	12.2%	1.0pp	-	12.2%	
Net profit margin	5.2%	15.6%	-	5.8%	18.5%	13.3pp	12.7pp	18.5%	18.3%
Adj. Net profit margin	7.1%	11.7%	-	-	7.7%	0.5pp	-	7.7%	
P/E12M trailing	9.8	4.2	14.7	6.1	3.7				
Adj. P/E12M trailing	16.6	8.4	8.9	7.7	7.4				
EV/EBITDA 12M trailing	5.9	5.1	4.7	4.7	4.7				
Adj. EV/EBITDA 12M trailing	5.7	5.1	4.8	4.8	4.7				

Source: Company, Trigon, PAP consensus (median). Note: (*) adjusted for one-offs including FX.

Podsumowanie prognoz

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Macro Assumptions								
USD/PLN avg	4.17	3.98	3.83	3.60	3.60	3.60	3.60	3.60
Jet fuel price (USD/t)	885	794	717	700	700	700	700	700
Capacity Assumptions								
ASK (km, bn)	11.0	12.8	13.3	15.3	16.9	18.2	19.4	20.7
y/y	36.1%	16.0%	4.6%	14.8%	10.6%	7.6%	6.5%	6.4%
Aircraft flights hours per day	7.3	7.8	7.8	7.9	8.0	8.0	8.0	8.0
Average aircraft stage length (km)	2,176	2,336	2,400	2,410	2,420	2,430	2,440	2,450
Fleet, eop	28	30	34	39	42	45	48	51
y/y nominal	3	2	4	5	3	3	3	3
Profitability								
Adj. EBITDA from services*	383	548	587	685	763	835	907	979
% margin	15.0%	19.3%	20.3%	21.4%	21.5%	21.7%	21.9%	22.0%
Costs Assumptions								
Fuel related costs	-984	-1,010	-995	-1,061	-1,147	-1,217	-1,283	-1,351
% of revenue	37.5%	34.5%	33.4%	32.2%	31.4%	30.7%	30.1%	29.5%
Pure fuel costs	-736	-744	-660	-715	-791	-851	-907	-965
% of revenue	28.0%	25.4%	22.1%	21.7%	21.6%	21.5%	21.3%	21.1%
fuel efficiency (kg per km)	3.40	3.52	3.52	3.52	3.52	3.52	3.50	3.50
Outsourced services	-1,084	-1,161	-1,174	-1,297	-1,464	-1,609	-1,749	-1,898
% of revenue	41.3%	39.7%	39.4%	39.3%	40.1%	40.6%	41.0%	41.5%
CASK (USD cents)	2.36	2.29	2.30	2.35	2.40	2.45	2.50	2.55
Other Cash operating expenses	-152	-171	-218	-231	-253	-273	-294	-317
CASK (USD cents)	1.38	1.34	1.63	1.50	1.49	1.50	1.51	1.53
D&A	-239	-324	-409	-453	-523	-582	-641	-698
% of revenue	9.1%	11.1%	13.7%	13.8%	14.3%	14.7%	15.0%	15.2%
Revenue Assumptions								
Total revenue	2,626	2,926	2,984	3,297	3,654	3,963	4,264	4,578
y/y	16.4%	11.4%	2.0%	10.5%	10.8%	8.4%	7.6%	7.4%
Revenue from sale of services	2,547	2,838	2,896	3,200	3,547	3,846	4,138	4,443
y/y	16.4%	11.5%	2.0%	10.5%	10.8%	8.4%	7.6%	7.4%
Revenue from sale of goods	79	88	88	97	108	117	126	135
y/y	16.2%	10.7%	0.0%	10.5%	10.8%	8.4%	7.6%	7.4%

Source: Company, Trigon. Note: (*) adjusted for reported one-offs including FX.

Wycena DCF

Założenia wyceny DCF:

- RFR 5.5% w okresie prognozy oraz 4.5% w okresie rezydualnym
- Premia rynkowa 6.5% zgodnie ze metodologią dla spółek mniejszych z SWIG80
- Efektywna stopa podatkowa na poziomie 19%
- Współczynnik beta nielewarowana 1.0x
- Stopa wzrostu FCF w okresie rezydualnym na poziomie 2.0%

DCF Valuation

DCF (PLNm)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	>2034E
Revenues	2,984	3,297	3,654	3,963	4,264	4,578	4,898	5,236	5,560	5,901	5,901
y/y	2.0%	10.5%	10.8%	8.4%	7.6%	7.4%	7.0%	6.9%	6.2%	6.1%	0.0%
EBIT	187	256	267	282	297	314	331	350	365	383	383
EBIT margin	6.3%	7.8%	7.3%	7.1%	7.0%	6.9%	6.8%	6.7%	6.6%	6.5%	6.5%
Tax rate	20.5%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
NOPLAT	149	207	216	228	241	255	268	283	295	310	310
D&A	409	453	523	582	641	698	757	817	880	943	943
Capex	-94	-117	-149	-171	-192	-213	-236	-260	-287	-312	-312
Lease payments	-419	-458	-514	-557	-602	-644	-686	-729	-772	-816	-816
NWC investment	-16	-13	-2	-2	-2	-3	-3	-3	-2	-3	-3
FCF	29	71	74	79	85	93	100	108	114	122	122
Relevered beta	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Risk-free rate	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	4.5%
Market premium	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
WACC	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	10.6%
DVCF	28	62	58	56	54	53	51	49	47	45	

PV FCF 2025-2034E	502
Residual growth rate	2.0%
Terminal Value	1,458
Discounted TV	490
EV	992
Net Debt (ex. Leases)	-115
Dividend paid-out in 2025	53
Minorities & Other	1
Equity Value	1,054
Shares outstanding (m)	17.5
Equity Value per share (PLN)	60
12M Target Price (PLN)	68

Residual WACC

	8.6%	9.6%	10.6%	11.6%	12.6%
1.0%	72	68	64	62	60
1.5%	74	70	66	63	61
2.0%	78	72	68	65	62
2.5%	81	75	70	66	63
3.0%	85	78	73	68	65

Residual EBIT mg

	4.5%	5.5%	6.5%	7.5%	8.5%
1.0%	42	53	64	75	86
1.5%	43	54	66	78	89
2.0%	43	55	68	80	93
2.5%	44	57	70	83	96
3.0%	44	58	72	86	101

Source: Trigon

Wycena Porównawcza

Podstawą naszej wyceny Enter Air pozostaje model DCF, natomiast w celach poglądowych prezentujemy także wycenę porównawczą. W naszej ocenie spółka zasługuje na wycenę zbliżoną do górnych przedziałów sektora dzięki specyfice modelu biznesowego opartego na kontraktach B2B z touroperatorami. Konstrukcja umów ogranicza typowe ryzyka branży lotniczej, takie jak cykliczność, ryzyko niewypełnienia samolotów czy zmienność kosztów paliwa, co przekłada się na wyższą przewidywalność wyników. Brak bezpośrednich notowanych odpowiedników w segmencie czarterowym sprawia, że grupa porównawcza obejmuje zarówno regionalnych przewoźników niskokosztowych (Ryanair, Wizz Air, Pegasus, Jet2, easyJet), jak i touroperatorów oraz platformy OTA (TUI, eDreams, Rainbow, On the Beach, Lastminute.com).

Enter Air notowany jest obecnie przy EV/EBITDA 2025E na poziomie 4.7x wobec mediany 5.1x, natomiast w latach 2026-2027 wycena rośnie do premii rzędu 4-14% względem mediany. Uważamy, że jest to uzasadnione wyższą przewidywalnością EBITDA oraz planowanym wzrostem floty. Wskaźnik P/E kształtuje się na poziomie 12.0x w 2025E i 7.8x w 2027E wobec mediany odpowiednio 9.0x i 6.2x, co może wyglądać wymagająco, jednak nasze prognozy zakładają dynamiczny wzrost zysku netto z CAGR skor. EPS 24% w latach 2025-2027E przy medianie peerów 16%, wspierany głównie efektem niskiej bazy. Dodatkowym elementem wspierającym wycenę jest atrakcyjny dividend yield, który na 2025E wynosi 5.5% wobec mediany grupy porównawczej na poziomie 1.6%.

Peer valuation

	MC (EURm)	EV/EBITDA			P/E			EBITDA CAGR	EPS 25-27E	EBITDA mg	Net margin	DY %	ND/EBITDA
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E				2025E		
Enter Air	227	4.7x	4.4x	4.0x	12.0x	8.3x	7.8x	14%	24%	20%	3%	5.5%	3.1x
Regional LCCs		4.8x	3.9x	3.1x	6.8x	6.7x	5.1x	13%	14%	23%	6%	1.8%	-0.2x
Ryan Air	24,405	6.3x	5.5x	4.9x	10.7x	10.1x	9.1x	8%	8%	24%	15%	2.4%	-0.5x
easyJet	3,909	1.7x	1.7x	1.0x	6.8x	6.2x	5.1x	41%	14%	17%	5%	3.9%	-0.2x
Jet2	3,243	1.0x	0.7x	0.8x	5.3x	8.9x	2.7x	9%	40%	10%	6%	1.2%	-2.7x
Pegasus	2,363	5.6x	4.7x	4.3x	6.0x	6.5x	5.2x	13%	8%	29%	13%	-	3.0x
Wizz Air	1,513	4.8x	3.9x	3.1x	14.1x	6.7x	4.2x	25%	70%	23%	6%	0.0%	3.8x
Tour operators & OTAs		5.3x	5.2x	3.5x	9.9x	8.3x	8.6x	5%	17%	14%	5%	1.6%	0.0x
TUI AG	4,047	2.6x	2.5x	2.3x	7.2x	5.6x	5.1x	5%	19%	10%	3%	1.6%	0.6x
eDreams ODIGEO	1,068	6.8x	6.8x	5.2x	10.8x	13.1x	10.7x	5%	2%	26%	13%	0.0%	1.4x
Rainbow	468	5.3x	5.3x	5.2x	8.1x	8.3x	8.6x	-1%	-3%	7%	5%	7.8%	-0.8x
On the Beach Group	461	6.4x	5.2x	3.5x	14.1x	12.9x	9.3x	22%	23%	32%	21%	1.6%	-2.2x
Lastminute.com NV	191	3.8x	3.7x	3.5x	9.9x	8.0x	7.2x	8%	17%	14%	5%	3.1%	0.0x
Median Total		5.1x	4.3x	3.5x	9.0x	8.2x	6.2x	8%	16%	20%	6%	1.6%	-0.1x
ENT premium/discount		-7%	4%	14%	34%	1%	26%						
Implied value of 1 share (PLN)		67	48	33	41	54	44						
weight of the year		33%	33%	33%	33%	33%	33%						
weight of the multiple			50%			50%							
Value of 1 share (PLN)		48											

Source: Trigon for Enter Air, BBG for the rest, as of COB 18 September 2025. Note: Financials are calendarized.

Profil spółki

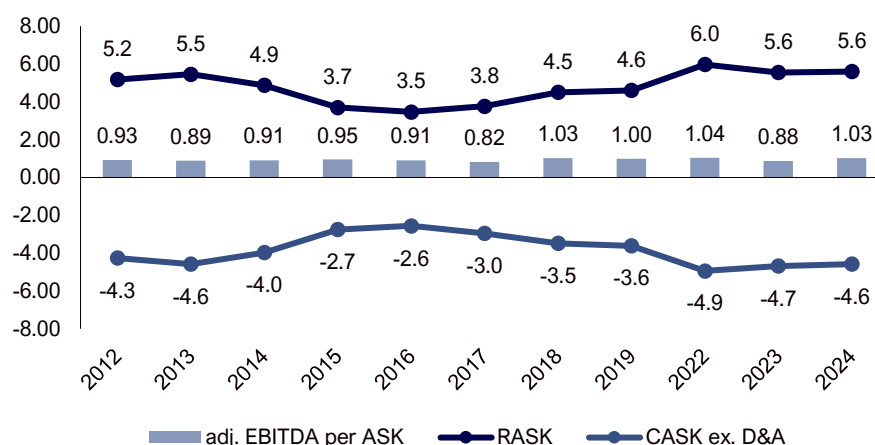
Model biznesowy

Charakterystyka modelu czarterowego. Enter Air działa w modelu czarterowym, w którym pojemność samolotów sprzedawana jest touroperatorom na zasadzie kontraktów B2B zawieranych z kilkunastomiesięcznym wyprzedzeniem. Konstrukcja umów sprawia, że ryzyko wypełnienia samolotu ponosi touroperator, a nie przewoźnik, co zapewnia wysoką przewidywalność przychodów i stabilność przepływów pieniężnych w porównaniu z liniami tradycyjnymi czy niskokosztowymi. Rozliczenia odbywają się zazwyczaj w formule stawki za dany rejs, uwzględniając oczekiwane koszty operacyjne takie jak paliwo, załoga, obsługa techniczna, opłaty lotniskowe, leasing czy koszty ogólne. Znaczna część przychodów i kosztów denominowana jest w USD, co ogranicza ekspozycję walutową na poziomie operacyjnym. Model Enter Air opiera się na długoterminowych relacjach z największymi touroperatorami w Polsce, którzy w wyborze przewoźnika kierują się przede wszystkim niezawodnością operacyjną i konkurencyjną ceną, podczas gdy jednolita flota Boeingów 737 daje samej spółce korzyści w postaci niższych kosztów i większej elastyczności.

Specyfika kontraktów z touroperatorami. Proces ustalania harmonogramu lotów trwa od marca do października roku poprzedzającego i kończy się podpisaniem kontraktów na okres od roku do trzech lat. Umowy obejmują podział godzin lotów na sezon letni (2Q i 3Q) i zimowy (4Q i 1Q) oraz szczegółową listę destynacji. Wycena połączeń opiera się na długości rotacji, destynacji oraz kosztach jednostkowych takich jak paliwo, CO₂, usługi handlingowe i opłaty lotniskowe między innymi. W przypadku paliwa i CO₂ stosowany jest mechanizm dopłaty, aktualizowany co miesiąc na podstawie średnich cen z miesiąca poprzedniego, co pozwala ograniczyć ryzyko kosztowe spółki. Należy jednak zauważyć, że przy gwałtownych zmianach cen paliwa występuje efekt opóźnienia. W miesiącu T spółka tankuje po aktualnej, wyższej lub niższej cenie, podczas gdy dopłata oparta jest na średniej z miesiąca T-2. Oznacza to, że w krótkim okresie Enter Air może ponosić stratę lub zyskiwać na tych różnicach. Od 4Q23 spółka zaczęła jednak korzystać z hedgingu paliwa, co pozwala zmniejszyć zmienność wyników. Pozostałe opłaty co do zasady nie podlegają aktualizacji w trakcie kontraktu, z wyjątkiem ich bardzo istotnego wzrostu. Płatności za loty dokonywane są w formie kilkudniowych przedpłat, co dodatkowo poprawia płynność finansową spółki i ogranicza ryzyko kredytowe wobec kontrahentów.

Stabilność zyskowności jednostkowej. Wykres poniżej pokazuje relację pomiędzy przychodem jednostkowym (RASK) a kosztem jednostkowym (CASK ex. D&A) oraz wyliczoną na tej podstawie zyskowność jednostkową (adj. EBITDA/ASK w USD centach) dla segmentu sprzedaży usług. Widać, że mimo istotnych wahań poziomu RASK i CASK w poszczególnych latach, osiągnięta przez Enter Air marża jednostkowa pozostaje relatywnie stabilna w przedziale ok. 0.9-1.0 USD centa/ASK. Odzwierciedla to kontraktowy charakter modelu czarterowego, w którym przychód jest funkcją kosztów powiększonych o uzgodnioną marżę, a zyskowność zależy przede wszystkim od jakości wykonania, poziomu wykorzystania floty oraz krótkoterminowych zmian cen paliwa i opłat.

Przychody, koszty oraz EBITDA ze sprzedaży usług na ASK (USD centy)



Source: Company, Trigon. Note: reconciliated to IFRS 16.

Pozycjonowanie w łańcuchu turystycznym. Tabela poniżej przedstawia pozycjonowanie Enter Air w łańcuchu turystycznym na tle innych uczestników rynku. Na jednym końcu skali znajdują się w pełni zintegrowani touroperatorzy, tacy jak TUI, którzy kontrolują wszystkie elementy produktu turystycznego od linii lotniczych, przez hotele, po usługi na miejscu i charakteryzują się bardzo ciężką strukturą aktywów. Na przeciwnym biegunie znajdują się podmioty asset-light. Należą do nich internetowe biura podróży takie jak On the Beach, które tworzą dynamiczne pakiety na bazie dostępnych lotów i hoteli, a także multiagenci tacy jak Wakacje.pl, którzy dystrybuują oferty przygotowane przez touroperatorów. Enter Air zajmuje odrębną pozycję jako czysto czarterowa linia lotnicza z umiarkowanie ciężką bazą aktywów wynikającą głównie z posiadanej floty. Jej model jest zbliżony do niskokosztowych linii lotniczych, takich jak Ryanair, pod względem struktury floty i efektywności kosztowej, ale jednocześnie różni się tym, że nie ponosi ryzyka wypełnienia samolotów i działa wyłącznie w formule B2B.

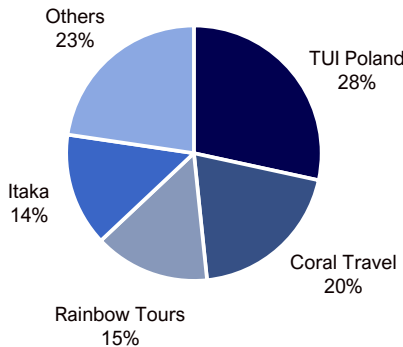
Modele biznesowe w turystyce

Type	Airlines		Tour operators					Hotels
			← Low integration		High integration →			
Company name	Enter Air	Ryan Air	On the Beach	Wakacje.pl	Rainbow	Jet2	Tui	Meliá Hotels
Business model	Charter	LCC	OTA	Multiagent	Traditional TO	Mixed TO	Integrated TO	Hotel operator
Asset base	Heavy	Heavy	Light	Light	Heavy	Heavy	Very Heavy	Heavy
Aircraft	Yes	Yes	No	No	No	Yes	Yes	No
Retail network	No	No	No	Yes	Yes	No	Yes	No
Hotels	No	No	No	No	Yes	No	Yes	Yes
In-resort services	No	No	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes
EBITDA margin	19.4%	22.9%	41.7%	31.8%	9.5%	10.0%	7.8%	27.2%
EBIT margin	8.1%	14.4%	29.3%	29.2%	8.9%	6.1%	4.3%	15.5%

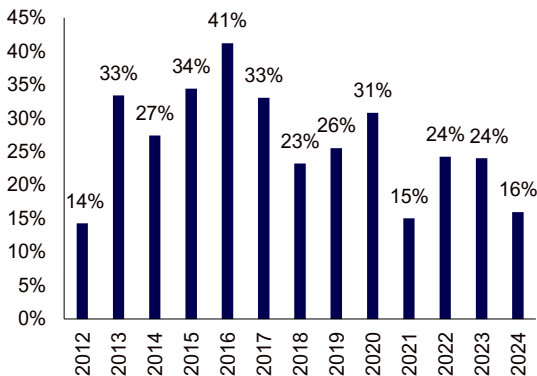
Source: Company, Bloomberg, Trigon. Note: OTA - Online Travel Agent; TO - Tour Operator. Financials as of 2024 or LTM where available.

Portfel klientów i koncentracja. Model biznesowy Enter Air opiera się na długoterminowej współpracy z największymi touroperatorami działającymi w Polsce, do których należą TUI, Itaka, Rainbow oraz Coral Travel. Czterech największych klientów odpowiadało łącznie za 77% przychodów spółki w 2024 roku, co potwierdza wysoki stopień koncentracji, ale jednocześnie stanowi barierę wejścia dla nowych przewoźników dzięki stabilnym relacjom i wieloletniej historii współpracy. Touroperatorzy oczekują przede wszystkim niezawodności operacyjnej, punktualności i konkurencyjnych cen jednostkowych, co sprawia, że zmiana przewoźnika wiązałaby się dla nich z istotnym ryzykiem biznesowym. Oprócz polskich kontrahentów Enter Air obsługuje także klientów zagranicznych, głównie z Europy Zachodniej i Skandynawii, którzy zazwyczaj generują wyższe marże. Udział przychodów z tego segmentu historycznie wahał się między 14% w 2012 roku a 41% w 2016 roku. Po pandemii widoczny był jednak spadek, a w 2024 roku udział zagranicy wyniósł 16%. Naszym zdaniem wynikało to z relatywnie lepszych dynamik rynku turystycznego w Polsce po pandemii, który dla spółki pozostaje kluczowy i gdzie koncentrowano większą część pojemności w celu utrzymania pozycji rynkowej. W perspektywie kolejnych lat spodziewamy się stopniowego wzrostu udziału klientów zagranicznych, wspieranego rozbudową floty i przewagą kosztową Enter Air umożliwiającą oferowanie atrakcyjnych cen w kontraktach międzynarodowych.

Udział największych klientów w sprzedaży, 2024



Udział klientów zagranicznych w sprzedaży



Source: Company, Trigon

Geograficzny profil operacji. Siatka połączeń Enter Air jest ściśle powiązana z preferencjami polskich turystów i kontraktami touroperatorów. W 2024 roku największy udział w destynacjach lotów spółki miały Turcja (16%), Egipt (15%), Hiszpania (13%) oraz Grecja (12%), które razem odpowiadały za 56% wszystkich operacji. Są to jednocześnie najpopularniejsze kierunki w polskiej turystyce wyjazdowej, które odpowiadały za 74% wszystkich lotów czarterowych w 2024 roku według danych ULC. Różnice w udziale tej czwórki wynikają głównie z 1) większej konkurencji na trasach do najpopularniejszych kierunków, szczególnie w sezonie letnim, 2) udziale zagranicznych klientów w realizowanych lotach Enter Air oraz 3) zastosowanej metodyki, w której analizujemy wyłącznie loty do destynacji wakacyjnych, z wyłączeniem lotów powrotnych do Polski, co lepiej oddaje strukturę popytu, ale ogranicza bezpośrednią porównywalność z danymi rynkowymi, gdyż obejmuje loty powrotne w przypadku krajów zagranicznych. Siatka połączeń zmienia się w zależności od sezonu. Latem dominują kierunki śródziemnomorskie (Turcja, Grecja, Hiszpania, Francja), natomiast zimą wzrasta znaczenie Egiptu, Zjednoczonych Emiratów Arabskich czy Zanzibaru.

Najpopularniejsze kierunki lotów Enter Air oraz wszystkich lotów czarterowych z Polski

Share of ENT flights				Share of Poland charter pax			
# Country	2023	2024	Change y/y	# Country	2023	2024	Change y/y
1 Turkey	14.2%	15.7%	1.6pp	1 Turkey	32.6%	30.7%	-1.9pp
2 Egypt	11.9%	15.3%	3.4pp	2 Greece	19.1%	17.7%	-1.4pp
3 Spain	10.5%	13.0%	2.6pp	3 Egypt	14.6%	17.1%	2.5pp
4 Greece	10.6%	11.5%	1.0pp	4 Spain	9.1%	8.8%	-0.3pp
5 France	6.9%	5.6%	-1.3pp	5 Tunisia	5.0%	6.1%	1.1pp
6 Tunisia	3.7%	5.2%	1.5pp	6 Bulgaria	4.6%	3.3%	-1.2pp
7 Germany	5.9%	3.8%	-2.1pp	7 Albania	2.2%	2.2%	0.0pp
8 Italy	3.8%	3.0%	-0.8pp	8 Cyprus	1.8%	1.6%	-0.2pp
9 Portugal	2.2%	2.2%	0.0pp	9 Italy	1.1%	1.2%	0.1pp
10 Switzerland	4.4%	2.1%	-2.3pp	10 Portugal	1.2%	1.2%	0.0pp
Others	26.0%	22.5%	-3.6pp	Others	8.8%	10.2%	1.4pp

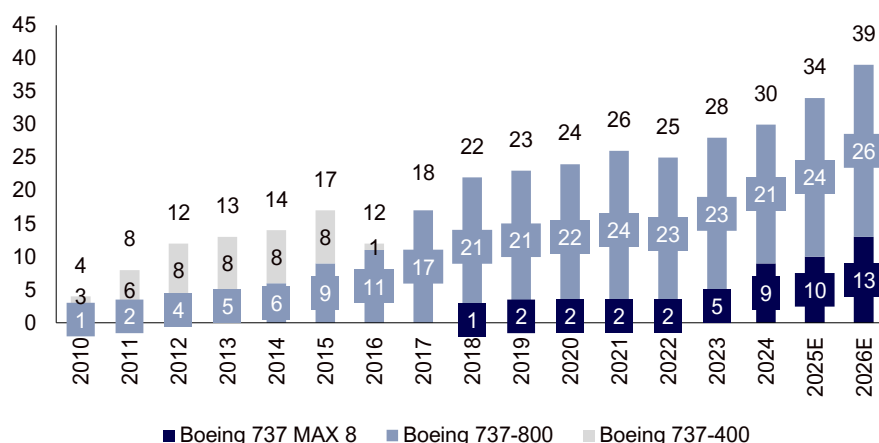
Source: ULC, Flight Radar, Trigon. Note: for ENT excluding flights to Poland.

Flota i strategia rozwoju

Flota i strategia jej rozwoju. Enter Air obecnie dysponuje flotą 33 samolotów (bez dwóch ACMI), w pełni jednolitą i obejmującą wyłącznie maszyny z rodziny Boeing 737. Taka struktura pozwala na optymalizację kosztów szkolenia załóg, obsługi technicznej i logistyki części zamiennych. Większość floty (24 maszyn) stanowią Boeingi 737-800NG, których średni wiek przekracza 20 lat. Starsze samoloty dobrze wpisują się w model czarterowy, ponieważ w okresach niższego popytu generują relatywnie niższe koszty utrzymania, a w szczycie sezonu są w stanie obsługiwać dużą częstotliwość lotów. Jednocześnie w ostatnich latach widoczny jest wzrost popytu zimą, co przełożyło się na dwucyfrową dynamikę liczby lotów i skłoniło spółkę do zwiększenia udziału nowszych maszyn. Obecnie Enter Air posiada dziewięć Boeingów 737 MAX 8, których średni wiek wynosi pięć lat. MAX-y oferują 12-14% lepszą efektywność paliwową niż NG oraz większy zasięg, co obniża jednostkowe koszty (CASK) i pozwala rozszerzyć siatkę połączeń o kierunki bardziej odległe, szczególnie atrakcyjne dla touroperatorów zagranicznych.

W najbliższych tygodniach spółka odbierze kolejny egzemplarz 737 MAX, a w 2026 roku planuje przyspieszenie wzrostu floty o pięć nowych samolotów, co podniesie flotę do 39 maszyn. W długim terminie Enter Air może stopniowo zastępować starsze NG nowymi MAX-ami, przy czym tempo procesu będzie uzależnione od warunków rynkowych i kosztów finansowania leasingów. Co istotne, kontraktacja nowych samolotów odbywa się dopiero po wcześniejszym potwierdzeniu zapotrzebowania ze strony touroperatorów, dzięki czemu ryzyko nadpodaży w działalności spółki pozostaje ograniczone.

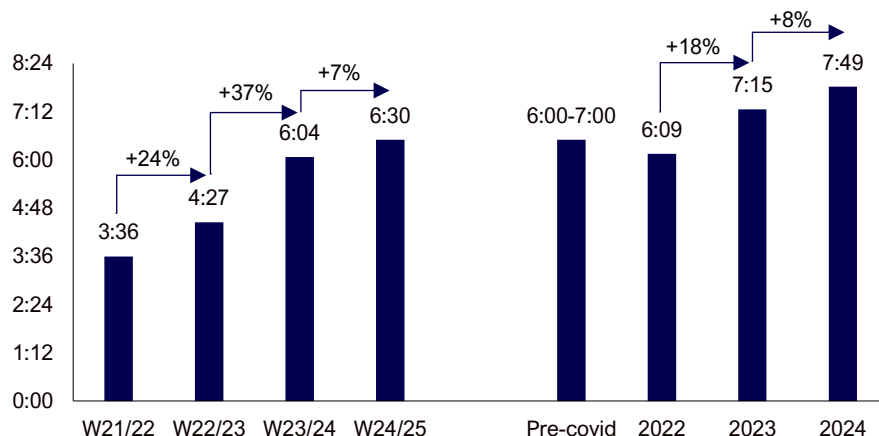
Flota Enter Air na koniec okresu



Source: Company, Trigon

Poprawa wykorzystania floty z jednej strony. Efektywność operacyjna Enter Air systematycznie poprawiała się w ostatnich latach dzięki rosnącej skali działalności, optymalizacji harmonogramu lotów oraz co najważniejsze dzięki znacznemu wzrostowi liczby operacji w sezonie zimowym (4Q i 1Q). Średnie dzienne wykorzystanie samolotu zimą zwiększyło się o dwie godziny w ciągu ostatnich dwóch lat, z 4:27 godzin w sezonie 2022/23 do 6:30 godzin w sezonie 2024/25. Przełożyło się to na poprawę rocznego wykorzystania floty z poziomu 6-7 godzin dziennie przed pandemią do prawie 8 godzin w 2024 roku. Wyższe wykorzystanie floty bezpośrednio obniża jednostkowe koszty operacyjne (CASK).

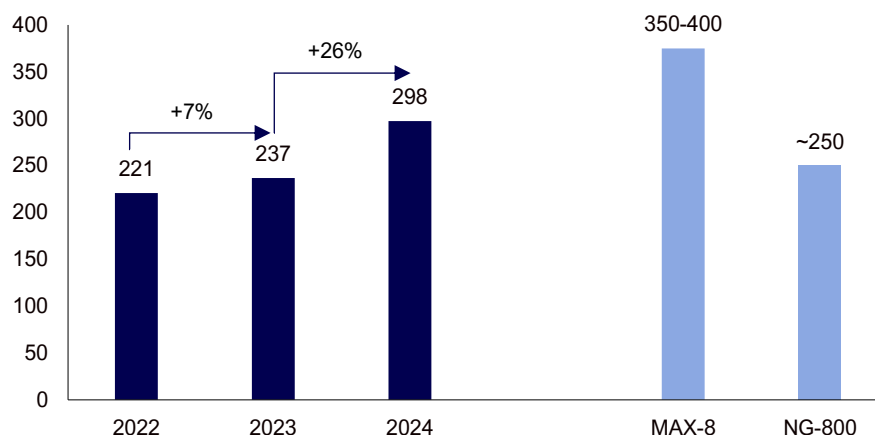
Liczba wylatanych godzin na samolot dziennie



Source: Company, Flightradar, Trigon. Note: W24/25 refers to Winter season 2024/25 including 4Q24 and 1Q25.

Droższy leasing z drugiej strony. Enter Air korzysta z mieszanej struktury finansowania samolotów, obejmującej około pięć maszyn w leasingu finansowym oraz pozostałą część floty w leasingu operacyjnym, którego płatności ujmowane są w sprawozdaniu z przepływów pieniężnych. Dodatkowo w sezonie letnim spółka wynajmuje kilka samolotów na zasadzie ACMI (Aircraft, Crew, Maintenance and Insurance), a koszty tych umów trafiają do pozycji operacyjnych w rachunku zysków i strat. W ostatnich latach średnie płatności leasingowe na samolot istotnie wzrosły wraz z rosnącym udziałem nowszych Boeingów 737 MAX 8, które kosztują średnio 350-400 tys. USD miesięcznie wobec około 250 tys. USD za B737-800NG. W efekcie przeciętne płatności leasingowe na samolot wzrosły z 221 tys. USD w 2022 roku do blisko 300 tys. USD w 2024 roku. Ponieważ jednak wszystkie główne koszty operacyjne, w tym leasingi, są uwzględniane przy ustalaniu stawek za lot, Enter Air przenosi wyższe koszty na touroperatorów, co pozwala utrzymywać stabilność marż.

Płatności leasingowe na jeden samolot miesięcznie (USD '000)



Source: Company, IBA, Trigon

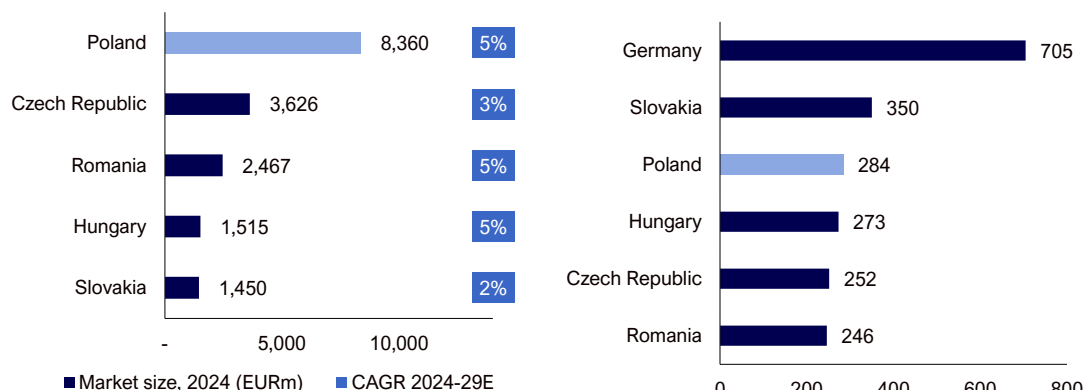
Chair Airlines AG oraz Fly4 Airlines. Enter Air posiada także udziały w spółkach działających poza główną działalnością czarterową, czyli w Chair Airlines AG (spółka stowarzyszona) oraz w Fly4 Airlines (joint venture z TUI, w którym Enter Air ma 51% udziałów). Obie spółki nie są konsolidowane liniowo, lecz wyceniane metodą praw własności. Chair Airlines to szwajcarska linia lotnicza z siedzibą w Glattbrugg, prowadząca przewozy regularne oraz czarterowe na rynkach europejskich oraz popularnych kierunkach wakacyjnych w Afryce i na Bliskim Wschodzie. Flota Chair Airlines liczy trzy Airbusy A320 oraz jednego A319, a wynik rozliczenia tej spółki ujęty w Enter Air w 2024 roku wyniósł 11,5 mln zł wobec 8,1 mln zł w 2023 roku. Fly4 Airlines rozpoczęło działalność w 2024 roku i funkcjonuje w modelu ACMI. Spółka posiada cztery Boeingi 737-800, które obsługują głównie potrzeby TUI w sezonie letnim, a poza sezonem mogą być wykorzystywane na rzecz innych przewoźników. Oba podmioty zwiększają elastyczność Enter Air, dają ekspozycję na nowe rynki i pozwalają lepiej wykorzystać potencjał floty, przy czym ich wyniki wpływają na sprawozdania finansowe Enter Air wyłącznie poprzez ujęcie metodą praw własności.

Opis rynku

Turystyka wypoczynkowa w CEE

Turystyka wypoczynkowa w CEE. Rynek turystyki wypoczynkowej w Europie Środkowo-Wschodniej charakteryzuje się solidnym tempem wzrostu i relatywnie niską penetracją w porównaniu z rynkami Europy Zachodniej. Największym rynkiem w regionie pozostaje Polska z wartością 8.4 mld EUR w 2024 roku i prognozowanym średniorocznym tempem wzrostu na poziomie 5% w latach 2024-29E. Kolejne miejsca zajmują Czechy (3.6 mld EUR, CAGR 3%), Rumunia (2.5 mld EUR, CAGR 5%), Węgry (1.5 mld EUR, CAGR 5%) oraz Słowacja (1.5 mld EUR, CAGR 2%).

Wartość rynku turystyki wypoczynkowej, 2024 (EURm) Średnie wydatki na wyjazd wakacyjny, 2023 (EUR)

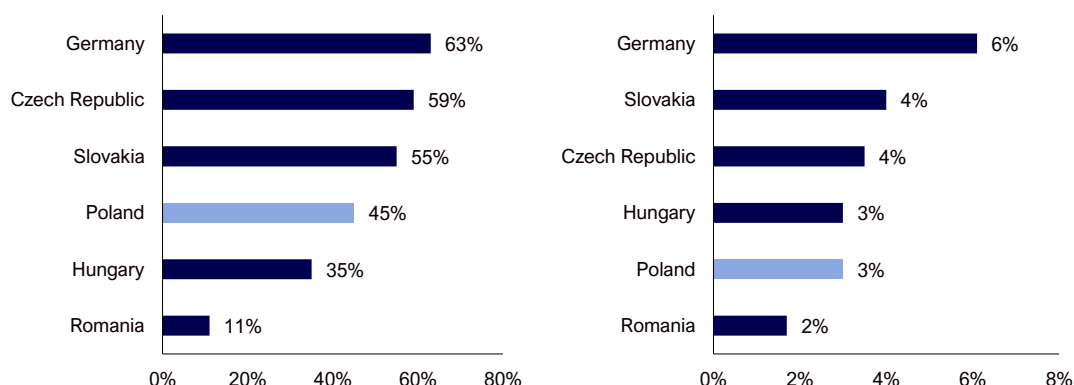


Source: TUI, Statista. Note: Market sizing includes Camping, Cruises, Hotels, Package Holidays and Vacation Rentals.

Czynniki wzrostu. Dynamika wzrostu turystyki wypoczynkowej w CEE wspierana jest przez kilka czynników strukturalnych. Po pierwsze, rosnące PKB per capita oraz poprawa sytuacji dochodowej gospodarstw domowych zwiększają dostępność zagranicznych wyjazdów. Po drugie, widoczny jest stopniowy wzrost tzw. travel intensity, czyli odsetka populacji wyjeżdżającej na minimum cztery dni w celach turystycznych. W Polsce w 2023 roku wynosił on 45% wobec ponad 60% w Niemczech, co pokazuje potencjał dalszego wzrostu. Po trzecie, systematycznie rosną wydatki na turystykę. Średnie wydatki per trip w Polsce sięgają 284 EUR wobec ponad 700 EUR w Niemczech, co wskazuje na potencjał konwergencji. Warto również zauważyć rosnący udział wydatków na podróże w strukturze budżetów gospodarstw domowych. W Polsce wynosi on około 3% wobec ponad 6% w Niemczech. Dodatkowo starzenie się społeczeństw w regionie, w tym w Polsce, sprzyja segmentowi turystyki pakietowej, ponieważ uczestnictwo w zorganizowanych wyjazdach jest wyższe w starszych grupach wiekowych. Czynnikiem wspierającym rozwój rynku jest także poprawa jakości infrastruktury turystycznej oraz rosnąca świadomość konsumentów w zakresie bezpieczeństwa podróży. Rozwój linii niskokosztowych zwiększa dostępność zagranicznych wyjazdów i wspiera ogólny popyt na turystykę, choć jednocześnie część klientów może w większym stopniu korzystać z dynamicznego pakietowania lub samodzielnej organizacji podróży zamiast tradycyjnych ofert touroperatorów.

Travel intensity, 2023

Udział wydatków na podróże, 2023



Source: Statista, Note: travel intensity as % of population travelled for personal purposes, 4 days or more.

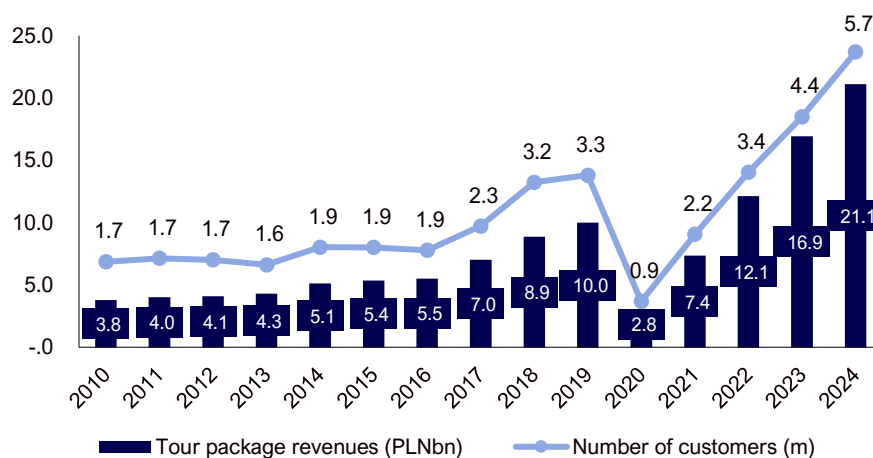
Rynek touroperatorski w Polsce

Przed pandemią, rynek touroperatorski w Polsce charakteryzował się silnym wzrostem. W latach 2010-19 przychody 25 największych biur podróży rosły w tempie średniorocznym 11.4% z 3.8 mld PLN w 2010 roku do 10 mld PLN w 2019 roku. W tym samym czasie liczba klientów zwiększała się o 8.1% rocznie z 1.7 mln w 2010 roku do 3.3 mln w 2019 roku, co implikowało wzrost przychodów na klienta średnio o 3.1% rocznie. Dla porównania w tym samym okresie PKB per capita w Polsce rósł w tempie 5.4% CAGR, a przeciętne wynagrodzenie o 4.8% CAGR, co pokazuje, że rynek turystyki zorganizowanej rozwijał się ponadprzeciętnie względem fundamentów makroekonomicznych.

Po pandemii tempo wzrostu przyspieszyło. W 2024 roku przychody sektora wyniosły 21.1 mln PLN i były 2.1x wyższe niż w 2019 roku, co odpowiada CAGR 16,1% w latach 2019-2024. Liczba klientów wzrosła w tym samym okresie 1.7x razy do 5.7 mln, czyli rosła w tempie 11.4% CAGR. Tak silne odbicie było efektem skumulowanego odłożonego popytu („pent-up demand”) oraz dynamicznego wzrostu dochodów gospodarstw domowych, kiedy PKB per capita oraz średnie wynagrodzenie zwiększały się o 10-11% CAGR w 2019-24.

Strukturalnymi driverami pozostają zmiana preferencji konsumentów w kierunku zagranicznych wyjazdów wakacyjnych oraz trendy demograficzne, ponieważ uczestnictwo w turystyce jest wyższe w starszych grupach wiekowych. W perspektywie kolejnych lat oczekujemy dalszego wzrostu rynku, choć w bardziej umiarkowanym tempie. Dynamika powinna utrzymać się powyżej tempa wzrostu realnych wynagrodzeń i PKB per capita, wspierana przez rosnącą częstotliwość podróży, konwergencję wydatków turystycznych z krajami Europy Zachodniej oraz proces starzenia się społeczeństwa, który sprzyja segmentowi pakietowanych wyjazdów.

Przychody z imprez turystycznych w Polsce (PLNm) i liczba klientów (m)



Source: Travel data. Note: data for 25 biggest touroperators.

Rynek pozostaje silnie skoncentrowany: w 2024 czterech największych graczy (TUI, Itaka, Rainbow, Coral) miało 79% przychodów i 75% klientów. Liderem pozostaje TUI (23% przychodów, 24% klientów), który korzysta z zaplecza zintegrowanej grupy i deklaruje dalszą ekspansję w regionie CEE, wskazując Polskę jako „blueprint” dla wzrostu w regionie. Itaka pozostaje numerem dwa (22% przychodów, 20% klientów), utrzymując masowe portfolio, ale jednocześnie inwestuje w segment premium (np. Itaka Platinum) i rozwija ofertę egzotyczną oraz dynamiczne pakiety w ramach Itaka Smart. Rainbow wyróżnia się najwyższym ARPC (ok. 5000 PLN) dzięki bardziej zróżnicowanemu mikrowi produktowemu, większemu udziałowi kierunków egzotycznych i rozwojowi własnej sieci hoteli White Olive w Grecji. Coral Travel pozostaje silny w kierunkach masowych (Turcja, Egipt), a właściciel grupy sygnalizuje ambicję przekroczenia 4 mln klientów z rynków europejskich, w tym Polski.

Walka o udział wśród mniejszych graczy. Udział top-4 w przychodach był w 2024 taki sam jak w 2019 (79%), po przejściowym skoku do 83% w 2022, gdy popyt po pandemii wracał najpierw do największych marek. Spadek udziału z 2022 do 2024 odzwierciedla powrót konkurencji i wejście nowych graczy. Największymi beneficjentami w ostatnich latach są Anex Tour, Join UP! i eSky.pl. Anex szybko zwiększa dostępność kierunków value-for-money i rozwija siatkę wylotów

regionalnych (m.in. poszerzając obecność w Katowicach), dodając również kierunki egzotyczne takie jak Dominikana czy Kuba, co pozwoliło spółce zwiększyć udział do 5% (7% w wolumenach) przy niskim ARPC (2493 PLN) w 2024 roku. Join UP! wszedł do Polski po rozpoczęciu wojny w Ukrainie i w krótkim czasie zdobył 2% rynku, rozwijając sieć biur sprzedaży i celując w segment value. W 2025 spółka konsoliduje działalność w ramach holdingu europejskiego i planuje dalszą ekspansję regionalną. eSky.pl działający w modelu OTA przyspiesza w pakietach dynamicznych, a po przejęciu marki Thomas Cook eSky planuje ekspansję na Europę Zachodnią we współpracy z Ryanair i LOT. Niski ARPC (1863 PLN) odzwierciedla krótsze city-breaki i wrażliwość cenową klientów tego segmentu. Pozostali gracze z top 10, tacy jak Exim Tours, Grecos czy Sun&Fun, pozostają stabilni, koncentrując się na swoich niszach: Exim w ofercie śródziemnomorskiej, Grecos w Grecji, a Sun&Fun w masowych kierunkach typu Egipt czy Turcja.

Udział największych touroperatorów w rynku

# Company	Market share by revenue				Market share by client volumes				ARPC*
	2019	2022	2023	2024	2019	2022	2023	2024	
1 TUI Poland	27%	25%	18%	23%	30%	27%	25%	24%	3,561
2 Itaka Poland	27%	23%	24%	22%	27%	22%	22%	20%	4,050
3 Rainbow Tours	16%	19%	19%	19%	15%	16%	14%	14%	4,985
4 Coral Travel	9%	15%	15%	15%	11%	18%	16%	16%	3,382
TOP 4	79%	83%	75%	79%	82%	83%	78%	75%	3,923
5 Anex Tour	-	-	4%	5%	-	1%	6%	7%	2,493
6 Exim Tours	3%	5%	4%	5%	4%	6%	5%	5%	3,349
7 Grecos Holidays	5%	5%	4%	4%	5%	5%	4%	4%	3,556
8 Join UP!	-	-	0%	2%	-	-	0%	2%	2,662
9 Sun&Fun	1%	2%	2%	1%	2%	2%	2%	2%	3,005
10 eSky.pl	-	-	0%	1%	-	-	1%	2%	1,863

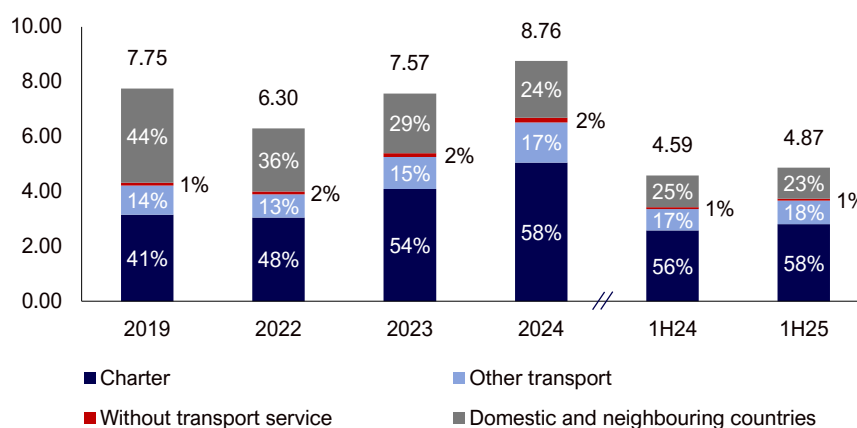
Source: Travel Data, Company, Trigon. Note: (*) Average Revenue per Customer in PLN.

Implikacje dla Enter Air. Profil klientów Top-4 różni się od bazy klientów mniejszych touroperatorów. TUI, Itaka, Rainbow i Coral obsługują bardziej zróżnicowaną i relatywnie mniej wrażliwą cenowo grupę turystów, generującą wyższe ARPC (średnio 3600-5000 PLN). Tymczasem Anex i Join UP! kierują ofertę do segmentu value-for-money (hotele 2-3*, ARPC 2500-2700 PLN), a eSky rozwija model dynamicznego pakietowania adresowany głównie do młodszych i bardziej elastycznych klientów. W naszej ocenie dynamiczne pakietowanie stanowi obecnie uzupełnienie, a nie substytut dla klasycznych czarterów, ponieważ dociera do innego profilu klienta i koncentruje się na krótszych wyjazdach. W średnim terminie może ono jednak ograniczać tempo wzrostu tradycyjnych czarterów poza wysokim sezonem, zwiększając presję konkurencyjną na touroperatorów i pośrednio również na Enter Air. W praktyce jednak bariery wejścia wynikające z relacji biznesowych pozostają bardzo wysokie. Najwięksi touroperatorzy naszym zdaniem preferują zwiększać programy z obecnymi partnerami zamiast dopuszczać nowych graczy do współpracy z Enter Air. W efekcie spółka nie musi dzielić pojemności między większą liczbę klientów, a planowany wzrost floty na 2026 rok zostanie w pełni wykorzystany przez dotychczasowych kontrahentów, co wzmacnia przewidywalność wyników.

Rynek czarterowy w Polsce

Czarter najpopularniejszym środkiem podróży. Według danych TFG (Turystyczny Fundusz Gwarancyjny), liczba podróżnych w ramach organizatorów turystyki wyniosła 8.8 mln w 2024 roku (+16% r/r i +13% wobec 2019). W strukturze rynku dominują loty czarterowe, które obsłużyły 5.1 mln klientów (+24% r/r i +60% względem 2019) i odpowiadały za 58% wszystkich podróży, wobec 41% w 2019 roku. Potwierdza to rosnące znaczenie tego segmentu w organizowanej turystyce zagranicznej. Na drugim miejscu znajdują się wyjazdy krajowe i do państw sąsiednich, z których skorzystało 2.1 mln podróżnych w 2024 roku. Ich udział spadł do 24% z 44% w 2019 roku, co naszym zdaniem odzwierciedla rosnącą popularność i dostępność wyjazdów zagranicznych z touroperatorami, którzy najczęściej korzystają z przewozów czarterowych. Trzecią grupę stanowią podróże oparte na innych środkach transportu niż loty czarterowe, takich jak autokary, pociągi czy rejsy liniami regularnymi w ramach pakietów dynamicznych. Skorzystało z nich 1.5 mln podróżnych w 2024 roku (+25% r/r i +37% wobec 2019), a ich udział w strukturze rynku wzrósł do 17% z 14% w 2019 roku. W 1H25 był to najszybciej rosnący segment (+11% r/r wobec +9% dla czarterów i +6% dla całego rynku), choć efekt ten wynikał częściowo z niższej bazy gdyż segment dodał 86 tys. podróżnych r/r, podczas gdy czartery zyskały 221 tys.

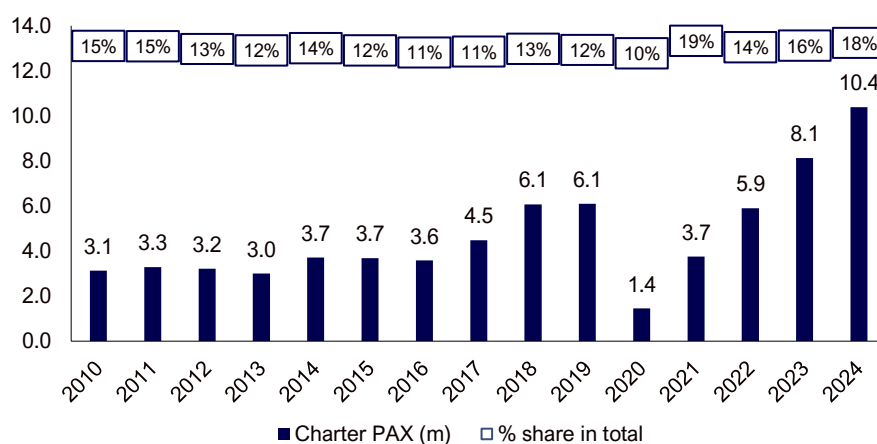
Liczba podróżnych OT w podziale na działy (m)



Source: Turystyczny Fundusz Gwarancyjny, Trigon. Note: OT - Organizator Turystyki.

Dynamiczny wzrost segmentu czarterowego. Liczba pasażerów czarterowych w Polsce rosła w tempie 7,7% CAGR w latach 2010-2019, co było zbliżone do dynamiki liczby klientów touroperatorów. Jednocześnie udział czarterów w całkowitym ruchu lotniczym spadł z 15% w 2010 r. do 12% w 2019 roku. Uważamy, że spadek ten wynikał przede wszystkim z ekspansji dwóch największych przewoźników niskokosztowych (Ryanair i Wizz Air), których łączny udział w rynku zwiększył się w tym okresie z 37% do 44%. Po pandemii, mimo dalszej ekspansji LCC (wzrost udziału Ryanaira i Wizz Air do 48% w 2024 r.), segment czarterowy rozwijał się szybciej. W 2024 roku obsłużył 10,4 mln pasażerów wobec 6,1 mln w 2019 roku, a jego udział w rynku wzrósł do 18%, najwyższego poziomu w historii.

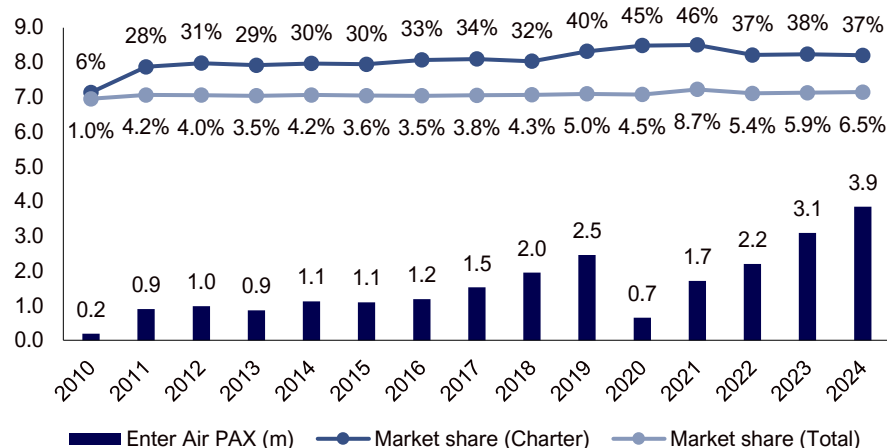
Pasażerowie czarterowi w polskich portach lotniczych (m)



Source: ULC, Trigon. Note: data adjusted to reclassify Enter Air's regular passengers as charter passengers.

Enter Air jako dominujący przewoźnik czarterowy na rynku krajowym. Od momentu powstania w 2010 roku Enter Air szybko zbudował silną pozycję, osiągając 28% udziału w rynku czarterowym już w 2011 roku. W kolejnych latach jego udział utrzymywał się zasadniczo stabilnie na poziomie ok. 30%, a w 2019 wzrósł do 40% po tym, jak jeden z kluczowych konkurentów (Small Planet) zakończył działalność w Polsce. W 2024 Enter Air przewiózł przez Polskę 3.9 mln pasażerów, co odpowiadało 37% udziału w rynku czarterowym. Zwracamy uwagę, że nasze obliczenia udziałów rynkowych korygują dane ULC o pasażerów raportowanych jako regularni. W praktyce wszyscy pasażerowie Enter Air przewożeni z Polski to pasażerowie czarterowi, jednak ze względów formalnych część rejsów klasyfikowana jest jako regularna w celu utrzymania slotów na wybranych lotniskach.

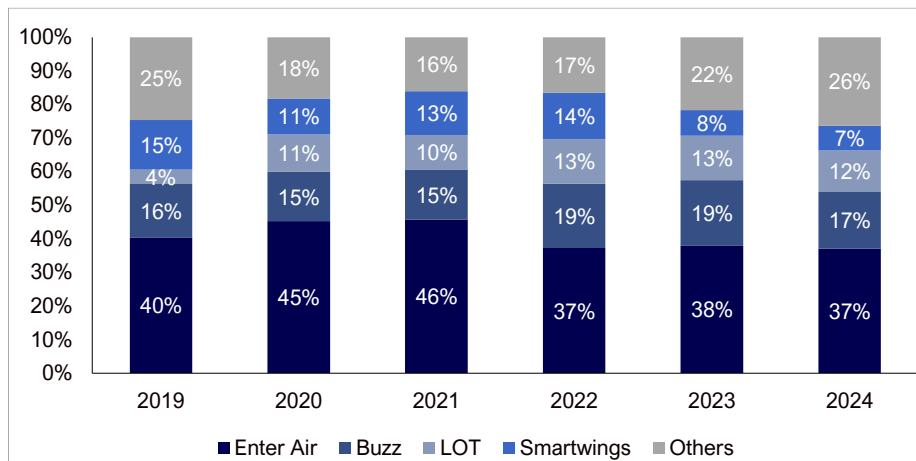
Liczba pasażerów Enter Air przewiezionych przez Polskę (m)



Source: ULC, Trigon. Note: data adjusted to reclassify Enter Air's regular passengers as charter passengers.

Konkurencja wśród największych. W 2024 r. drugim największym graczem na rynku był Buzz (17%), a następnie PLL LOT (12%) oraz Smartwings (7%). Uważamy, że Buzz, posiadający polskie AOC w Grupie Ryanair, został utworzony głównie w celu optymalizacji kosztowej i regulacyjnej (tańsze załogi, dywersyfikacja licencji). Dane z Flightradar wskazują, że większość jego operacji to loty rozkładowe, a nie czarterowe. Zawyża to raportowany udział Buzz w rynku czarterowym i oznacza, że linia stanowi raczej źródło pośredniej presji cenowej w szczycie sezonu niż systematycznego konkurenta w walce o bloki miejsc. PLL LOT obsługuje wybrane, często prestiżowe lub dalekodystansowe rotacje współpracując między innymi z Itaką i Rainbow. Smartwings jest najbardziej bezpośrednim rywalem Enter Air na kierunkach śródziemnomorskich i wybranych egzotykach. Choć jego udział spadł z 14% w 2022 roku do 7% w 2024, w 1Q25 widoczna była poprawa (pasażerowie +33% r/r), a w całym 2025 roku linia otworzyła nowe trasy z Polski ([LINK](#)). Warto również podkreślić, że łączny udział największej czwórki przewoźników (Enter Air, Buzz, LOT, Smartwings) zmniejszył się z 83% w 2022 roku do 74% w 2024, co jednak pozostaje na poziomie zbliżonym do 2019. Podobnie jak w przypadku touroperatorów, spadek koncentracji wynikał z ekspansji mniejszych przewoźników po pandemii.

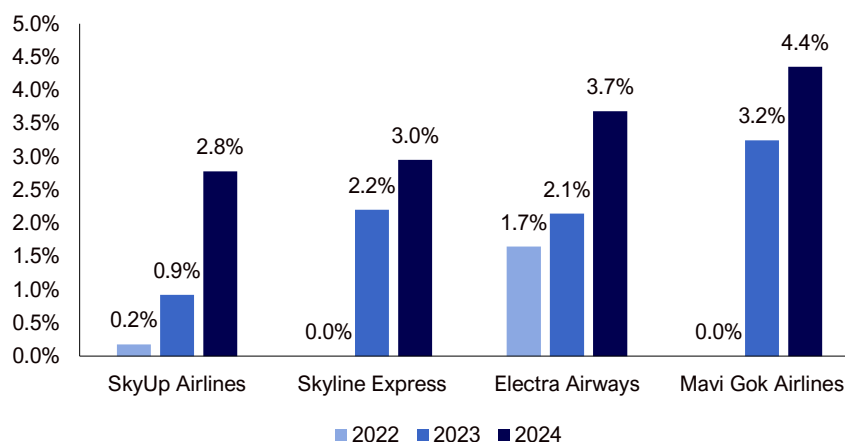
Udział w rynku czterech wiodących linii czarterowych



Source: ULC, Trigon

Wzrost znaczenie mniejszych przewoźników. Ostatnie dwa lata przyniosły dynamiczny wzrost udziałów kilku mniejszych linii, które rozwijają działalność w ścisłej współpracy z challengerami wśród touroperatorów. Mavi Gok Airlines, obsługujący głównie programy Anex Tour, zwiększył udział w rynku do 4.4% w 2024 roku i dysponuje flotą 13 samolotów. Skyline Express, również związany z Anexem, osiągnął 3.0% udziału przy flocie 7 maszyn, poszerzając siatkę o kierunki śródziemnomorskie. Szybko rozwija się także ukraiński SkyUp Airlines, który po rozpoczęciu współpracy z Join UP! zwiększył udział do 2.8% w 2024 i operuje flotą 14 samolotów. Z kolei bułgarska Electra Airways, obsługująca kontrakty kilku mniejszych touroperatorów, w tym Anex ale też dla Itaki, poprawiła udział do 3.7% i posiada flotę 8 samolotów. Ekspansja tych przewoźników odzwierciedla rosnącą rolę challengersów w rynku touroperatorskim i ich strategię dywersyfikacji liftu poza Enter Air i największych graczy. W naszej ocenie jest to trend strukturalny, jednak przy obecnym profilu klientów (value-for-money, wyższa wrażliwość cenowa) konkurencja ta stanowi dla Enter Air raczej pośrednie zagrożenie.

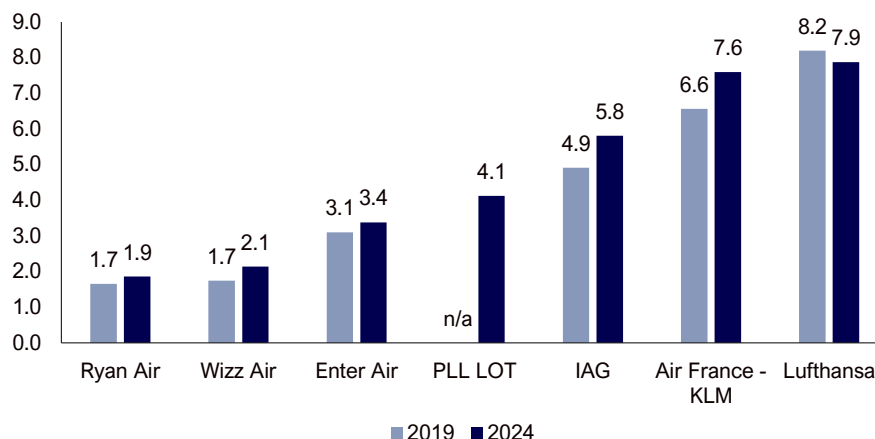
Udział w rynku mniejszych ale szybko rosnących graczy



Source: ULC, Trigon

Pozycja kosztowa Enter Air. Analiza jednostkowych kosztów operacyjnych (ex-fuel CASK, skorygowany o długość rejsu 2500 km) pokazuje, że Enter Air utrzymuje istotną przewagę kosztową względem linii sieciowych, choć nie osiąga tak niskich poziomów jak przewoźnicy ultra low-cost. W 2024 roku ex-fuel CASK Enter Air wyniósł 3.4 eurocenta, co jest około 40% niższe niż w przypadku IAG (5.8 eurocenta) i blisko 60% niższe niż u Air France-KLM (7.6 eurocenta) czy Lufthansy (7.9 eurocenta). Jednocześnie Enter Air pozostaje powyżej Ryanaira (1.9 eurocenta) i Wizz Aira (2.1 eurocenta), którzy korzystają z większej skali oraz wyższego współczynnika wykorzystania floty między innymi. Na tle PLL LOT, którego jednostkowe koszty w 2024 roku szacujemy na 4.1 eurocenta, Enter Air utrzymuje około 20% przewagi kosztowej. Taka pozycja kosztowa pozwala spółce oferować konkurencyjne ceny touroperatorom i zabezpieczać marże w kontraktach, nawet w warunkach rosnącej konkurencji na rynku.

Ex-fuel CASK skorygowany o długość rejsu (w eurocentach)



Source: Company, pasażer.com, Trigon. Note: ASL assumed at 2500km.

Czynniki ryzyka

Ograniczona dostępność samolotów i presja kosztowa. Opóźnienia Globalna podaż nowych samolotów pozostaje ograniczona wskutek opóźnień produkcyjnych u Boeinga i Airbusa oraz problemów w łańcuchu dostaw, zwłaszcza w zakresie silników i komponentów kabinowych. W szczególności Boeing boryka się z kontrolami jakości i problemami u kluczowego dostawcy Spirit AeroSystems, a dodatkowo silniki Pratt & Whitney GTF powodują uziemienia części maszyn A320neo u przewoźników. W efekcie rośnie popyt na starsze samoloty, a stawki leasingowe utrzymują się na podwyższonych poziomach. Napięty rynek ogranicza elastyczność rozbudowy floty Enter Air i może generować umiarkowaną presję kosztową w średnim terminie.

Ryzyko konkurencji. Historycznie udział Enter Air w rynku czarterowym w Polsce był stabilny na poziomie 35-40%, jednak konkurencja rośnie zarówno ze strony dużych graczy, jak i mniejszych przewoźników współpracujących z challengerami wśród touroperatorów. Smartwings pozostaje najbardziej bezpośrednim rywalem na trasach śródlądowych i wybranych egzotycznych i w 2025 roku rozszerzył siatkę połączeń z Polski. Coraz większą rolę odgrywają także mniejsze linie takie jak Mavi Gok, Skyline Express, SkyUp czy Electra Airways, których wzrost jest bezpośrednio powiązany z ekspansją Anex Tour i Join UP!. Jednocześnie spółka stara się utrzymywać konkurencyjne warunki dla touroperatorów, co ogranicza przestrzeń dla nowych graczy i działa jako bariera wejścia. Ryzykiem pozostaje również konkurencja pośrednia wynikająca z dynamicznej ekspansji linii niskokosztowych w Polsce i CEE.

Dostępność slotów na lotniskach. Wraz z odbudową ruchu lotniczego po pandemii dostępność slotów na głównych lotniskach w Europie jest ograniczona. Szczególnym wyzwaniem pozostaje Warszawa Chopin, gdzie rosnąca obecność linii niskokosztowych i tradycyjnych przewoźników zmniejsza elastyczność planowania siatki. W dłuższym terminie częściowo może to złagodzić uruchomienie CPK, jednak w krótkim i średnim okresie ograniczenia slotowe pozostają ryzykiem.

Ryzyko towarowe. Ponieważ paliwo stanowi lwią część kosztów operacyjnych linii lotniczych (około 30-40%), wszelkie zmiany cen paliwa mogą mieć znaczący wpływ na ich rentowność. Uważamy, że Enter Air jest bardziej zabezpieczony przed wzrostem cen paliwa niż inne linie lotnicze, ponieważ jego umowy z touroperatorami obejmują dopłaty paliwowe. Dopłata jest wyliczana na okres przyszłego miesiąca, na podstawie średniej ceny paliwa/CO₂ z poprzedniego miesiąca. Jeśli ceny paliwa utrzymują się w trendzie spadkowym lub wzrostowym przez więcej niż jeden miesiąc, Enter Air odpowiednio zyskuje lub traci.

Ryzyko walutowe. Walutą sprawozdawczą spółki jest PLN z kolei przychody oraz koszty (paliwo, leasing, przeglądy techniczne) są w większości ponoszone w USD. W przypadku Enter Air osłabienie PLN względem USD ma mieszany wpływ na wyniki finansowe spółki. Na poziomie EBIT jest on nieznacznie pozytywny, ponieważ udział USD w przychodach jest nieco wyższy niż w kosztach operacyjnych, co przekłada się na wyższe marże EBIT w ujęciu lokalnym. Jednak poniżej EBIT, w wyniku przeszacowania zobowiązań leasingowych (wyrażonych w USD), spółka wykazuje niegotówkowe straty kursowe w rachunku zysków i strat. Choć te straty nie mają bezpośredniego wpływu na przepływy pieniężne, mogą znacząco obniżyć raportowany zysk netto.

Ryzyko makroekonomiczne. Działalność czarterowych linii lotniczych jest silnie skorelowana ze wzrostem PKB, a spowolnienie gospodarcze lub recesja prowadzą do zmniejszenia wydatków konsumentów na wypoczynek i turystykę, wpływając na wolumeny firmy.

Wysoka koncentracja klientów. Portfel Enter Air cechuje się dużą koncentracją gdyż czterech największych touroperatorów odpowiadało za ok. 77% przychodów w 2024 roku, a największy kontrahent za ok. 30%. Tak wysoka zależność zwiększa ryzyko negocjacyjne i ogranicza dywersyfikację źródeł przychodów.

TRIGON DOM MAKLEPSKI S.A.

Plac Unii, Puławska 2 st.,
Building B,
02-566 Warszawa

+48 22 330 11 11
repcja@trigon.pl

[LinkedIn](#)
www.trigon.pl

CEE EQUITY RESEARCH

Grzegorz Kujawski *Head of Research*
Consumer, E-commerce,
Financials

Dominik Niszczyński, CFA *Senior Analyst*
TMT, E-commerce

Maciej Marcinowski *Deputy Head of Research*
Strategy, Banks, Financials

Łukasz Rudnik *Senior Analyst*
Strategy, Foreign Markets,
Industrials

Grzegorz Balcerski, CFA *Analyst*
Gaming, TMT

David Sharma, CFA *Senior Analyst*
Construction, Real Estate,
Building Materials

Katarzyna Kosiorek, PhD *Analyst*
Biotechnology

Piotr Chodyra *Analyst*
FMCG, Defence, Deep tech

Michał Kozak *Senior Analyst*
Oil & Gas, Chemicals,
Utilities, Mining

Volodymyr Shkuropat *Analyst*
Retail, Airlines, Healthcare

Kacper Mazur *Assistant Analyst*

EQUITY SALES

Grzegorz Skowroński *Managing Director*

SALES TRADING

Paweł Szczepański *Head of Sales*

Paweł Czupryński *Senior Sales Trader*

Michał Sopiński, CFA *Deputy Head of Sales*

Hubert Kwiecień *Sales Trader*

DISCLAIMER

Trigon Dom Maklerski S.A. | Mogińska 65 | 31-545 Kraków | Sąd Rejonowy dla Krakowa - Śródmieście w Krakowie XI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego | NIP 676-10-44-221 | KRS 0000033118. Trigon Dom Maklerski S.A. działa pod nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejsze opracowanie ma charakter promocyjny i zostało przygotowane przez zespół analityczny Trigon Domu Maklerskiego S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Niniejsze opracowanie jest zgodne 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. Przedstawione dane historyczne odnoszą się do przeszłości. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych wyników. Trigon Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za jakiegokolwiek szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych, nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, ani nie zapewnia, że zawarte w opracowaniu stwierdzenia dotyczące przyszłości okażą się prawdziwe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Publikacja, rozpowszechnianie, kopiowanie lub jakiegokolwiek inne wykorzystanie części lub całości niniejszego opracowania wymaga uprzedniej pisemnej zgody Trigon Domu Maklerskiego S.A.

Raport przygotowany w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Analitycznego

Disclaimer**Informacje ogólne**

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”) odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. („GPW”), na podstawie Umowy o świadczenie usług przygotowania usług przygotowania raportów analitycznych („Umowa”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Dokument począwszy od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektyw Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE („Rozporządzenie MAR”), oraz w Rozporządzeniu Delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów „Rozporządzenie w sprawie rekomendacji”).

Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki
free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie głosów z akcji, pomniejszony o akcje własne należące do spółki

min/max 52 tyg. – minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni
średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację

zysk skorygowany – zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym

CF – cash flow, przepływy pieniężne

CAPEX – suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe

OCF – środki pieniężne wygenerowane poprzez operacyjną działalność przedsiębiorstwa

FCF – gotówka wygenerowana przez przedsiębiorstwo po uwzględnieniu wpływów na wsparcie działalności oraz utrzymanie kapitałów

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROIC - zwrot na zainwestowanym kapitale

NWC – kapitał obrotowy netto

Cykl konwersji gotówki – okres od momentu wydatkowania środków pieniężnych za zakup czynników produkcji do momentu uzyskania przychodów pieniężnych ze sprzedaży wyrobów lub usług wyprodukowanych.

Marża Brutto na Sprzedaży (MBnS) - iloraz zysku brutto do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki

EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki

DY – stopa dywidendy, relacja wypłaconej dywidendy do kursu akcji

RFR - stopa wolna od ryzyka

WACC - średni ważony koszt kapitału

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – Enter Air S.A.

KUPUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 15%

TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 15%

SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -0%.

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.

Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.

Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.

Dokument sporządził: Volodymyr Shkuropat

Stosowane metody wyceny

Metoda DCF (Discounted Cash Flow) wycenia przedsiębiorstwo poprzez szacowanie jego przyszłych przepływów pieniężnych i dyskontowanie ich do wartości bieżącej.

- zalety: skoncentrowana na przyszłości, elastyczność co do założeń modelowych, odzwierciedla rzeczywistą wartość przedsiębiorstwa, powszechnie akceptowana.

- wady: wrażliwość na założenia, złożoność, subiektywność, nie uwzględnia sentymentu rynkowego ani krótkoterminowych fluktuacji.

Metoda porównawcza polega na zestawieniu podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych.

- zalety: prostota, transparentność, zapewnia benchmark wyceny, odzwierciedla aktualne wyceny rynkowe i sentyment inwestorów.

- wady: brak specyfiki, ograniczone porównanie, wrażliwość na wahania rynkowe, pomijanie różnic fundamentalnych.

SOTP - metoda sumy części wycenia wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki.

zalety: możliwość zastosowania różnych metod wyceny do różnych linii biznesowych, przydatna do oceny wartości firmy np. w scenariuszu przejęcia lub restrukturyzacji.

wady: często niewielka liczba spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych, metoda nie uwzględnia synergii między poszczególnymi segmentami.

rNPV (risk-adjusted net present value)- metoda wyceny ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto

zalety: uwzględnienie prawdopodobieństw zaistnienia przyszłych przepływów, urealnienie bieżącej wartości przyszłych przepływów oraz odzwierciedlenie specyfiki biznesu, szczególnie dla spółek innowacyjnych.

wady: subiektywizm przy przyjmowaniu stopy dyskonta, duża ilość założeń, wysoki poziom skomplikowania obliczeń oraz pominięcie czynników jakościowych w wycenie.

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych (ZZR)

zalety: oparcie wyceny na nadwyżce zysku nad skorygowanym o ryzyko kosztem alternatywnym dla właścicieli kapitału, może być wykorzystywana w przypadku firm, które nie wypłacają dywidend lub nie generują dodatnich wolnych przepływów pieniężnych

wady: ilość subiektywnych parametrów i założeń, a także wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM)

zalety: uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego, model ten najlepiej sprawdza się w przypadku spółek z długą historią dywidend

wady: ograniczony tylko do spółek płacących dywidendę, nie jest odpowiedni dla spółek krótką historią dywidend

Metoda wartości aktywów netto (NAV)

zalety: przydatność dla spółek holdingowych o stosunkowo dużych wartościach rzeczowych aktywów trwałych, stosunkowa łatwość przeprowadzenia wyceny

wady: podejście nie uwzględnia wzrostu przychodów lub zysków netto i może nie wyceniać prawidłowo wartości aktywów niematerialnych i prawnych

Mnożnik docelowy

zalety: możliwość zastosowania jej do dowolnej spółki

wady: metoda ta jest bardzo subiektywna

Metoda wartości odtworzeniowej - określa koszty, jakie należy ponieść, aby odtworzyć majątek wycenianego przedsiębiorstwa

zalety: przydatność dla spółek o stosunkowo dużych wartościach rzeczowych aktywów trwałych

wady: trudność oszacowania, ile warte są aktywa niematerialne i prawne spółki, reputacja firmy oraz jej rynkowy potencjał

Metoda wartości likwidacyjnej - suma cen, jakie można byłoby uzyskać na rynku ze sprzedaży poszczególnych składników przedsiębiorstwa

zalety: dzięki tej metodzie możliwe jest oszacowanie najniższego progu wartości przedsiębiorstwa

wady: trudność oszacowania, ile warte są aktywa niematerialne i prawne spółki

[Jako podstawy wyceny lub metodyk oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto metodę DCF.](#)

Wycena, metodyka wyceny lub przyjęte założenia nie ulegały zmianie od daty sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia Dokumentu. Dokument nie został przedstawiony emitentowi a następnie zmieniony. Dokument nie ulegał zmianom od dnia jego sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia. Sporządzający rekomendację Zespół Analityczny bazuje jedynie na źródłach zweryfikowanych, publicznie dostępnych w ramach komercyjnych baz wiedzy i danych (raporty okresowe Emitentów, Bloomberg, Reuters, GUS), a także na opracowaniach własnych. Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, jak również informacje odnośnie wcześniejszych rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, opublikowanych w okresie ostatnich 12 miesięcy przed datą niniejszej rekomendacji, zamieszczono na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.trigon.pl.

Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony obiektywnie, z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumencie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumencie.

Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.

Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w Dokumencie zostaną wykorzystane. Przedstawiane dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wynik oceny własnej Domu Maklerskiego.

Posługując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumencie nie należy rezygnować z: przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę.

O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacji w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji w szczególności aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Dział zgodności.

Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w Domu Maklerskim jest „Polityka zarządzania konfliktami interesów w Trigon Domu Maklerskim S.A.” Szczegółowe informacje odnośnie niniejszej Polityki znajdują się na stronie www.trigon.pl.

Dom Maklerski 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 Domu Maklerskim lub innymi osobami.

W szczególności Zespół Analityczny stanowi wyodrębnioną organizacyjnie, funkcjonalnie oraz fizycznie, samodzielną komórkę organizacyjną Domu Maklerskiego.

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

Na datę sporządzenia Dokumentu:

między Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzaniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązanymi a Emitentem nie występuje konflikt interesów

Dom Maklerski posiada akcje Emitenta

Dom Maklerski pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcję animatora emitenta.

Dom Maklerski nie świadczy dla Emitenta i spółek powiązanych z Emitentem usług doradztwa finansowego lub usługi bankowości inwestycyjnej lub innych usług maklerskich

Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem

sporządzania analiz i rekomendacji instrumentów finansowych Emitenta

oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu

nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego

nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe

z zastrzeżeniem, iż Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług

wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta; jeden z autorów dokumentu posiada znikomy pakiet akcji Emitenta, co pozostaje bez wpływu dla rzetelności sporządzonego Dokumentu

członkowie władz Emitentów ani osoby im bliskie nie są członkami władz Trigon Domu Maklerskiego S.A.

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitentów, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie otrzymał od Emitenta dywidendy.

Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzeniu Dokumentu nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Dom Maklerski z transakcji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Dom Maklerski. Pracownicy Domu Maklerskiego biorący udział w sporządzaniu rekomendacji: nie otrzymują wynagrodzenia bezpośrednio powiązanego z transakcjami dotyczącymi usług Domu Maklerskiego określonymi w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub z innym rodzajem transakcji, które prowadzi Dom Maklerski lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy kapitałowej co Dom Maklerski, ani z opłatami za takie transakcje, które otrzymuje Dom Maklerski lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy co Dom Maklerski

nie otrzymują ani nie kupują akcji emitenta przed ofertą publiczną.

Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem Emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz Emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane, również zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom.

Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym Dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują GPW na podstawie Umowy, Dom Maklerski jest uprawniony do redystrybucji niniejszego Dokumentu na rzecz swoich klientów. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody Domu Maklerskiego.

Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechnianie może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać.

Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;

potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: www.trigon.pl, zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;

wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumencie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu.

Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego, porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej, reklamy ani oferty, zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data i godzina zakończenia sporządzania rekomendacji: [19.09.2025] godz. [07:50]

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia: [19.09.2025] godz. [07:51]