



Dom Maklerski BDM S.A.

ENTER AIR

RAPORT ANALITYCZNY

W tym roku wysoki sezon dla spółki zaczął się szybciej, o czym świadczy znaczący wzrost wykonywanych operacji lotniczych w maju (ok. +25% r/r). W drugiej połowie 2Q'23 do floty przewoźnika dołączyły trzy nowe Boeingi 737 MAX 8, a Enter Air wkroczył w najbardziej intensywny okres w roku z flotą 31 samolotów. Według naszych szacunków, dalsza poprawa popytu na usługi spółki, w połączeniu z rozbudową floty, przełożyła się na wzrost o ok. 30% r/r liczby wykonywanych lotów na przestrzeni 2Q'23. W całym 2Q'23 oczekujemy progresji EBITDA MSSF 16 na poziomie 27,2% r/r do 143,1 mln PLN oraz zysku netto w wysokości 90,8 mln PLN (vs 31,0 mln PLN straty w 2Q'22). Prognozowane wyniki przewyższają nasze oczekiwania z ostatniej rekomendacji. Tym samym rewidujemy w górę nasze założenia również co do kolejnych okresów, podnosząc liczbę wykonywanych operacji lotniczych przez Enter Air w 2023 r. z 25% do 30%, co przekłada się na rekordowe odczyty spółki w tym okresie. W całym 2023 r. zakładamy przychody na poziomie 2,7 mld PLN, 287,4 mln PLN wyniku brutto ze sprzedaży, 468,4 mln PLN EBITDA oraz 186,7 mln PLN zysku netto. Zwracamy również uwagę, na plany ENT i TUI na stworzenie wspólnej firmy oferującej wynajem i czarter samolotów. Pozytywnie odbieramy tą inicjatywę, która może okazać się w przyszłości potencjalnym nowym źródłem przychodów dla spółki. Dodatkowo pozytywnie na wycenę wpływa spadek stopy wolnej od ryzyka. Po aktualizacji modelu cenę docelową wyznaczamy na poziomie 59,8 PLN, co implikuje podwyższenie zalecenia z Akumuluj do Kupuj.

W tym roku wysoki sezon dla spółki zaczął się szybciej, o czym świadczy znaczący wzrost wykonywanych operacji lotniczych w maju (ok. +25% r/r). W drugiej połowie 2Q'23 do floty przewoźnika dołączyły trzy nowe Boeingi 737 MAX 8, a Enter Air wkroczył w najbardziej intensywny okres w roku z flotą 31 samolotów (w najbliższych tygodniach powinna pojawić się jeszcze jedna maszyna tego typu). Według naszych szacunków, dalsza poprawa popytu na usługi spółki, w połączeniu z rozbudową floty, przełożyła się na wzrost o ok. 30% r/r liczby wykonywanych lotów na przestrzeni minionego kwartału. Uwzględniając m.in. spadek cen paliwa lotniczego i walut względem PLN szacujemy, że w omawianym okresie Enter Air wypracował 726,0 mln PLN przychodów (+20,5% r/r). W całym 2Q'23 oczekujemy progresji EBITDA MSSF 16 na poziomie 27,2% r/r do 143,1 mln PLN oraz zysku netto w wysokości 90,8 mln PLN (vs 31,0 mln PLN straty w 2Q'22). Prognozowane wyniki przewyższają nasze oczekiwania z ostatniej rekomendacji, tym samym rewidujemy w górę nasze założenia również co do kolejnych okresów.

Mając powyższe na uwadze podnosimy nasze oczekiwania co do wzrostu liczby wykonywanych operacji lotniczych przez Enter Air w 2023 r. z 25% do 30%, co przekłada się na rekordowe odczyty spółki w tym okresie. W całym 2023 r. zakładamy przychody na poziomie 2,7 mld PLN, 287,4 mln PLN wyniku brutto ze sprzedaży, 468,4 mln PLN EBITDA oraz 186,7 mln PLN zysku netto.

Podchodzimy konserwatywnie do prognozy rozbudowy floty w kolejnych latach, zakładając w sezonie '24 utrzymanie poziomu 32 maszyn (pomimo oddania pod koniec 2023 r. 2 samolotów Boeing 737-800). Zwracamy uwagę na ostatnie komentarze ze strony zarządu Entera, w których informowano o tym, iż aby obsłużyć aktualny popyt na swoje usługi, spółka musiałaby dysponować flotą ok. 40 samolotów. Zasygnalizowano jednocześnie, że jeżeli popyt dalej będzie dawał szansę na stabilizację w kolejnych latach, spółka planuje zwiększyć rozbudowę swojej floty. Pragniemy zauważyć, iż potencjalna silniejsza jej rozbudowa przy utrzymaniu mocnego popytu może skłonić nas do dalszej rewizji w górę naszych założeń.

Zwracamy również uwagę, na plany ENT i TUI na stworzenie wspólnej firmy oferującej wynajem i czarter samolotów, której pełna zdolność operacyjna planowana jest na sezon letni 2024 r. Aktualnie, w związku z niewielką ilością informacji dot. nowego podmiotu, nie ujmujemy go w naszym modelu. Jednakże pozytywnie odbieramy tą inicjatywę, która może okazać się w przyszłości potencjalnym nowym źródłem przychodów dla spółki.

Ze względu na ograniczenia wynikające z umowy pożyczki od PFR spółka nie była w stanie wypłacić dywidendy za 2022 r. Zakładamy, że w 2024 r. Enter spłaci całą pożyczkę (pozostało ok. 135 mln PLN) oraz wypłaci rekordową dywidendę na poziomie DPS = 3,2 PLN (DY = 7,3%).

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	470,5	1 120,3	2 255,8	2 677,1	2 267,5	2 349,7
EBITDA MSSF 16 [mln PLN]	23,9	208,8	442,7	468,4	473,1	501,3
EBIT MSSF 16 [mln PLN]	-150,5	-14,1	290,3	235,5	232,7	250,6
Wynik brutto [mln PLN]	-188,0	-141,1	77,1	233,8	170,1	187,8
Wynik netto [mln PLN]	-154,1	-117,1	72,3	186,7	137,8	152,1
P/BV	3,7	8,6	4,7	2,3	1,8	1,4
P/E	-	-	10,6	4,1	5,5	5,0
EV/EBITDA MSSF 16	83,9	10,3	4,4	3,6	3,4	3,4
EV/EBIT MSSF 16	-	-	6,7	7,2	7,0	6,8
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	3,2	1,2
DY	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,3%	2,7%

Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

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

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

KUPUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 59,8 PLN

29 SIERPNIĄ 2023, 08:30 CEST

Wycena końcowa [PLN]	59,8
Potencjał do wzrostu	37%
Koszt kapitału	8,3%
Cena rynkowa [PLN]	43,5
Kapitalizacja [mln PLN]	763,2
Ilość akcji [mln. szt.]	17,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	50,2
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	33,2
Stopa zwrotu za 3 mc	-10,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	18,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	60,5%
Struktura akcjonariatu:	
ENT Investments Ltd	51,5%
NN OFE	10,7%
Generali OFE	9,7%
Pozostali	28,1%

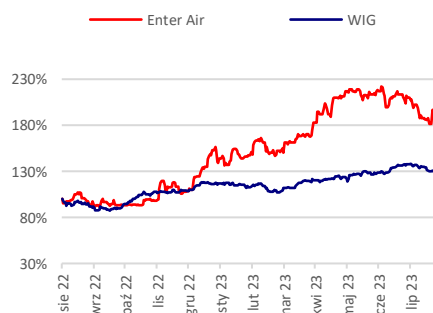
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

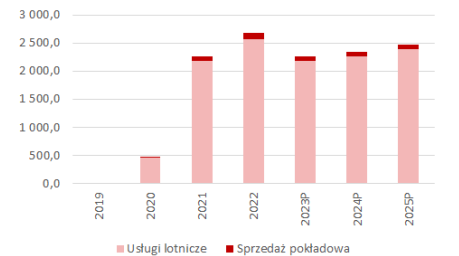
WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
WYNIKI ZA 1Q'23	8
PROGNOZA NA 2Q'23	10
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	11
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	14

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

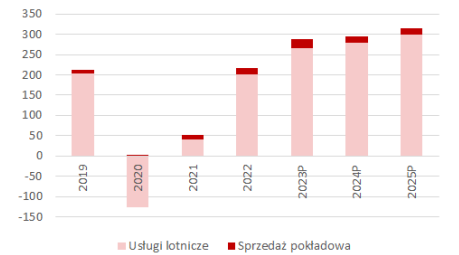
Wyniki roczne [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	470,5	1 120,3	2 255,8	2 677,1	2 267,5	2 349,7	2 469,8
Usługi lotnicze	453,3	1 070,0	2 187,5	2 577,5	2 189,4	2 268,8	2 384,8
Sprzedaż pokładowa	17,2	50,3	68,3	99,6	78,0	80,8	85,0
Zysk brutto ze sprzedaży	-124,4	52,1	216,1	287,4	294,3	314,4	290,3
SG&A	28,0	36,2	43,4	51,1	59,3	61,5	64,6
PPO/PKO	1,9	-30,0	62,5	-0,8	-2,3	-2,3	-2,5
EBITDA MSSF 16	23,9	208,2	442,7	468,4	473,1	501,3	528,2
EBIT MSSF 16	-150,5	-14,1	290,3	235,5	232,7	250,6	223,2
Zysk brutto	-188,0	-141,1	77,1	233,8	170,1	187,8	159,3
Zysk netto	-154,1	-117,1	72,3	186,7	137,8	152,1	129,0
Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	1 574,6	1 395,4	1 426,9	1 351,4	1 361,3	1 564,5	1 530,6
Rzeczowe aktywa trwałe	1 456,1	1 236,3	1 258,8	1 189,7	1 199,3	1 402,4	1 368,2
Pozostałe aktywa trwałe	118,5	159,1	168,1	161,8	162,0	162,2	162,4
Aktywa obrotowe	136,3	351,6	422,9	557,8	540,5	597,7	710,7
Zapasy	4,0	4,2	4,6	5,4	4,6	4,7	5,0
Należności krótkoterminowe	41,1	78,7	125,0	148,3	125,7	130,2	136,9
Środki pieniężne	78,8	268,7	293,3	404,1	410,3	462,7	568,9
Pozostałe aktywa obrotowe	12,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	1 710,9	1 747,0	1 849,8	1 909,3	1 901,8	2 162,2	2 241,3
Kapitał własny	206,2	89,0	161,3	331,6	413,3	544,8	651,0
Udziały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 504,7	1 658,0	1 688,5	1 577,7	1 488,4	1 617,4	1 590,3
Rezerwy na zobowiązania	2,0	2,0	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Oprocentowane zobow. długoterm.	940,4	1 077,5	1 090,1	965,8	927,8	1 080,8	1 075,2
Zobowiązania długoterminowe inne	34,7	23,7	26,4	9,9	9,9	9,9	9,9
Oprocentowane zobow. krótkoterm.	381,8	386,1	372,7	371,6	342,4	313,3	284,2
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	111,0	139,2	139,1	165,0	142,9	148,1	155,7
Zobowiązania krótkoterminowe inne	34,7	29,4	58,0	63,2	63,2	63,2	63,2
Pasywa razem	1 710,9	1 747,0	1 849,8	1 909,3	1 901,8	2 162,2	2 241,3
Dług netto	1 243,5	1 389,3	1 169,5	933,3	860,0	931,3	790,5
Dług netto / Kapitał własny	6,0	15,6	7,2	2,8	2,1	1,7	1,2
Dług netto / EBITDA MSSF 16	52,0	6,7	2,6	2,0	1,8	1,9	1,5
Rachunek przepływu [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	73,2	225,5	360,3	457,6	478,5	466,1	498,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-21,4	-1,1	10,5	-26,5	-61,2	-260,4	-69,4
Przepływy z działalności finansowej	-63,6	-35,4	-349,4	-320,4	-411,1	-153,3	-323,0
Przepływy pieniężne netto	-11,8	189,0	21,4	110,7	6,2	52,4	106,2
Wskaźniki rynkowe	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S	1,6	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P/E	-	-	10,6	4,1	5,5	5,0	5,9
P/BV	3,7	8,6	4,7	2,3	1,8	1,4	1,2
EV/EBITDA MSSF 16	83,9	10,3	4,4	3,6	3,4	3,4	2,9
EV/EBIT MSSF 16	-	-	6,7	7,2	7,0	6,8	7,0
EV/S	4,3	1,9	0,9	0,6	0,7	0,7	0,6
BVPS	14,9	18,1	20,6	11,8	5,1	9,2	0,0
EPS	3,3	3,8	4,8	-8,8	-6,7	4,1	0,0
DPS (w danym roku)	0,5	0,5	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Wskaźniki	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	-70,9%	138,1%	101,4%	18,7%	-15,3%	3,6%	5,1%
EBITDA MSSF 16 zmiana r/r	-93,0%	770,8%	112,6%	5,8%	1,0%	6,0%	5,4%
Zysk netto zmiana r/r	-	-	-	158,4%	-26,2%	10,4%	-15,2%
Marża brutto na sprzedaży	-26,4%	4,7%	9,6%	10,7%	13,0%	13,4%	11,8%
Marża EBITDA MSSF 16	5,1%	18,6%	19,6%	17,5%	20,9%	21,3%	21,4%
Marża netto	-32,8%	-10,5%	3,2%	7,0%	6,1%	6,5%	5,2%
ROE	-74,8%	-131,5%	44,8%	56,3%	33,3%	27,9%	19,8%
ROA	-9,0%	-6,7%	3,9%	9,8%	7,2%	7,0%	5,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; wskaźniki obliczone przy cenie rynkowej 43,5 PLN.

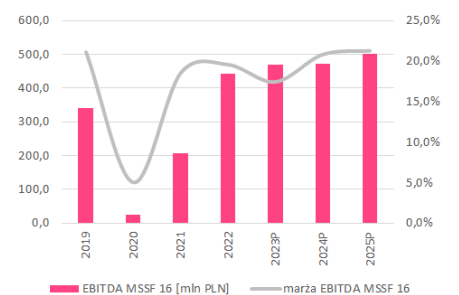
Przychody wg segmentów [mln PLN]



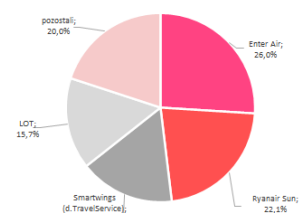
Wynik brutto ze sprzedaży w podziale na segmenty [mln PLN]



EBITDA i marża EBITDA w okresie prognozy



Udział w rynku czarterowym w Polsce '22 [%]



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

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Enter Air dokonaliśmy w oparciu o metodę DCF i metodę porównawczą (odpowiednio 70%/30% udziału w wycenie końcowej). Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 61,1 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 56,7 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 1 048,6 mln PLN, czyli **59,8 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	1 071,8	61,1	40%
B	Wycena porównawcza	994,2	56,7	30%
C = (70%*A + 30%*B)		Wycena końcowa	1 048,6	59,8

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 5,5%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 6,5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,2x. 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 2023 r. spółce uda się wypracować 2,7 mld PLN przychodów ze sprzedaży oraz 468,4 mln PLN na poziomie EBITDA MSSF 16.
- Pomimo silnego popytu na usługi przewoźnika na rynku krajowym i zagranicą, konserwatywnie podchodzimy do prognozy rozbudowy floty w kolejnych latach, zakładając w sezonie '24 utrzymanie poziomu 32 maszyn (przypominamy, że pod koniec 2023 r. spółka oddaje 2 samoloty Boeing 737-800).

Ścieżka wynikowa w podziale na segmenty [mln PLN]

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	470,5	1 120,3	2 255,8	2 677,1	2 267,5	2 349,7	2 469,8	2 556,2
Usługi lotnicze	453,3	1 070,0	2 187,5	2 577,5	2 189,4	2 268,8	2 384,8	2 468,2
Sprzedaż pokładowa	17,2	50,3	68,3	99,6	78,0	80,8	85,0	87,9
Wynik brutto ze sprzedaży	-124,4	52,1	216,1	287,4	294,3	314,4	290,3	304,6
Usługi lotnicze	-127,8	41,0	201,3	267,0	279,1	298,7	273,9	287,7
Sprzedaż pokładowa	3,4	11,0	14,6	20,4	15,2	15,7	16,4	16,9

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 2024-32 (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- W związku z ostatnimi wypowiedziami przedstawicieli spółki, przesuwamy nasze oczekiwania co do wypłaty rekordowej dywidendy z 2025 r. na 2024 r. (DPS = 3,2, czyli część nie uwzględniająca wyników za 2024 r.).
- Uwzględniamy również wartość posiadanych udziałów (Enter Air posiada 49% akcji; ok. 14,6 mln PLN wg sprawozdania za 1Q'23) i pożyczki dla Chair Airlines (ok. 12,5 mln PLN).
- Chair Airlines – w naszym modelu zakładamy, iż spółka w kolejnych latach będzie generowała niewielki sześciocyfrowy wynik netto.
- Własny hangar – oczekujemy, że zostanie sfinansowany przez jego dostawcę (leasing). Spodziewamy się, iż dzięki niemu Enter będzie w stanie w sezonie niskim dokonać przeglądu ok. 1/5 swojej floty, co przełoży się na niższe koszty z tego tytułu. W związku z przedłużającym się procesem wyboru destynacji, oczekujemy jego efektów dopiero w 2025 r.
- Aktualnie, w związku z niewielką ilością informacji dot. nowego podmiotu (oferującego wynajem i charter samolotów), nie ujmujemy go w naszym modelu. Jednakże pozytywnie odbieramy powyższą inicjatywę, która może okazać się potencjalnym nowym źródłem przychodów.
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2032 roku na poziomie 1,0%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2032 roku.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2022 roku, uwzględniając leasingi związane z obowiązującym standardem MSSF 16.
- Do obliczeń przyjęliśmy 17,5 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 30.11.2023 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Enter Air na poziomie 1 071,8 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 61,1 PLN.

Model DCF

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	2 677,1	2 267,5	2 349,7	2 469,8	2 556,2	2 684,5	2 858,5	3 038,9	3 178,1	3 319,3
EBIT [mln PLN]	235,1	232,7	250,6	223,2	236,5	254,0	277,3	250,0	273,8	288,5
Stopa podatkowa	21%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	48,5	44,2	47,6	42,4	44,9	48,3	52,7	47,5	52,0	54,8
NOPLAT [mln PLN]	186,6	188,5	203,0	180,8	191,5	205,7	224,6	202,5	221,8	233,7
Amortyzacja [mln PLN]	233,3	240,4	250,7	304,9	309,2	314,4	323,3	387,4	388,1	398,1
CAPEX [mln PLN]	-199,9	-250,0	-453,8	-270,8	-281,0	-293,9	-485,4	-329,4	-347,1	-367,1
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	1,8	1,4	0,5	0,7	0,5	0,7	1,0	1,0	0,8	0,8
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]	221,7	180,3	0,4	215,6	220,3	226,9	63,5	261,5	263,5	265,5
DFCF [mln PLN]	220,2	164,7	0,3	165,5	154,3	144,5	36,7	136,8	124,5	113,1
Suma DFCF [mln PLN]	1 260,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 238,2									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	953,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]	2 214,2									
Dług netto 2022 [mln PLN]*	1 169,5									
Udziały w Chair Airlines [mln PLN]	27,1									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	1 071,8									
Ilość akcji [tys.]	17,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	61,1									

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

Przychody zmiana r/r	18,7%	-15,3%	3,6%	5,1%	3,5%	5,0%	6,5%	6,3%	4,6%	4,4%
EBIT zmiana r/r	4,2%	-1,0%	7,7%	-10,9%	5,9%	7,4%	9,2%	-9,8%	9,5%	5,4%
FCF zmiana r/r	-43,9%	-18,7%	-	-	2,1%	3,0%	-72,0%	312,1%	0,8%	0,7%
Marża EBITDA	17,5%	20,9%	21,3%	21,4%	21,3%	21,2%	21,0%	21,0%	20,8%	20,7%
Marża EBIT	8,8%	10,3%	10,7%	9,0%	9,3%	9,5%	9,7%	8,2%	8,6%	8,7%
Marża NOPLAT	7,0%	8,3%	8,6%	7,3%	7,5%	7,7%	7,9%	6,7%	7,0%	7,0%
CAPEX / Przychody	7,5%	11,0%	19,3%	11,0%	11,0%	10,9%	17,0%	10,8%	10,9%	11,1%
CAPEX / Amortyzacja	85,7%	104,0%	181,0%	88,8%	90,9%	93,5%	150,2%	85,0%	89,4%	92,2%
Zmiana KO / Przychody	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-0,4%	0,3%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%

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

Kalkulacja WACC

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Stopa wolna od ryzyka	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Premia za ryzyko	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%
Udział kapitału własnego	30,0%	33,2%	35,5%	39,3%	43,2%	47,5%	49,1%	52,5%	55,1%	57,7%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,6%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Udział kapitału obcego	70,0%	66,8%	64,5%	60,7%	56,8%	52,5%	50,9%	47,5%	44,9%	42,3%
WACC	8,3%	8,7%	8,9%	9,3%	9,6%	10,0%	10,2%	10,5%	10,7%	10,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
beta	0,9	59,2	61,8	64,6	67,7	71,2	75,0	79,4	84,2	89,8
	1,0	55,6	58,0	60,6	63,4	66,5	70,0	73,9	78,2	83,2
	1,1	52,2	54,4	56,8	59,4	62,2	65,4	68,9	72,8	77,2
	1,2	49,1	51,1	53,3	55,6	58,2	61,1	64,3	67,8	71,7
	1,3	46,1	48,0	50,0	52,1	54,5	57,1	60,0	63,2	66,7
	1,4	43,3	45,0	46,9	48,9	51,0	53,4	56,0	58,9	62,1
	1,5	40,7	42,2	43,9	45,8	47,8	49,9	52,3	54,9	57,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
premia za ryzyko	4,5%	61,8	64,5	67,6	70,9	74,6	78,8	83,4	88,7	94,7
	5,5%	55,1	57,4	60,0	62,8	65,9	69,3	73,1	77,4	82,2
	6,5%	49,1	51,1	53,3	55,6	58,2	61,1	64,3	67,8	71,7
	7,5%	43,7	45,5	47,3	49,3	51,5	54,0	56,6	59,5	62,8
	8,5%	38,9	40,4	42,0	43,7	45,6	47,7	49,9	52,4	55,1
	9,5%	34,5	35,8	37,2	38,7	40,4	42,1	44,0	46,1	48,4
	10,5%	30,6	31,7	32,9	34,2	35,6	37,1	38,8	40,6	42,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta								
		0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7
premia za ryzyko	4,5%	85,7	83,2	80,9	78,8	76,7	74,8	73,0	71,3	69,7
	5,5%	76,3	73,8	71,5	69,3	67,3	65,4	63,6	61,9	60,3
	6,5%	68,0	65,5	63,2	61,1	59,1	57,3	55,6	54,0	52,5
	7,5%	60,7	58,3	56,0	54,0	52,1	50,3	48,7	47,2	45,7
	8,5%	54,2	51,8	49,7	47,7	45,9	44,2	42,7	41,2	39,9
	9,5%	48,3	46,1	44,0	42,1	40,4	38,8	37,4	36,1	34,8
	10,5%	43,1	40,9	38,9	37,1	35,5	34,0	32,7	31,5	30,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

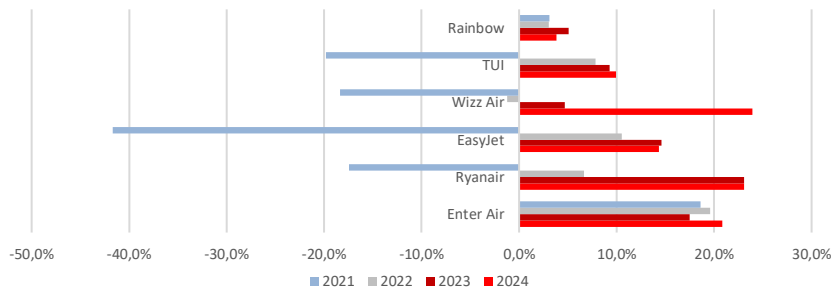
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o prognozy na lata 2022-24 dla wybranych spółek z branży lotniczej. W wycenie uwzględniliśmy przewoźników niskokosztowych (Ryanair, EasyJet, Wizz Air) oraz tour-operatorów (TUI, Rainbow – główni klienci grupy, dodatkowo TUI jest właścicielem linii lotniczej TUI Fly). Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). 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 **56,7 PLN**. Uwzględniamy ją w naszej końcowej wycenie, nadając jej wartość 30%.

Wycena porównawcza [PLN]

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Ryanair	12,9	10,1	7,9	7,4	5,6	4,0
EasyJet	8,5	7,5	5,9	2,9	2,6	2,3
Wizz Air	-	5,5	3,7	31,1	4,6	3,5
TUI	7,1	5,0	4,1	2,8	2,3	2,0
Rainbow	5,7	7,7	7,3	3,7	4,8	4,3
Mediana	7,8	7,5	5,9	3,7	4,6	3,5
Enter Air*	4,1	5,5	5,0	3,6	3,4	3,4
Premia/dyskonto dla Enter Air	-47,5%	-25,6%	-15,6%	-3,2%	-25,6%	-2,1%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	62,3	58,5	51,6	46,7	75,3	45,6
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników [PLN]		57,5			55,9	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		56,7				

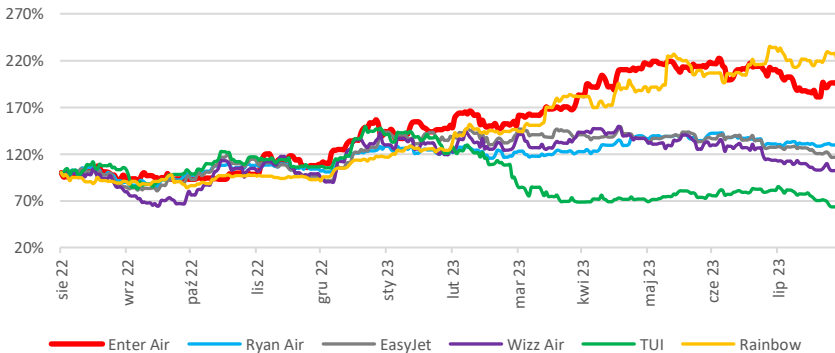
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg; *-oczyszczone o wpływ różnic kursowych z wyceny bil.

Porównanie marża EBITDA [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów od sierpnia 2022 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI ZA 1Q'23

Wypracowane przez spółkę wyniki za 1Q'23 na poziomie EBITDA MSSF 16 były zgodne z naszymi oczekiwaniami, co **odebraliśmy neutralnie**. Na przestrzeni omawianego kwartału spółka wygenerowała 313,8 mln PLN **przychodów** (wzrost o ok. 45,9% r/r), co było poziomem zbliżonym do naszych prognoz. Na tak duży wzrost obrotów miało wpływ kilka czynników, w tym wzrost liczby wykonywanych lotów (ok. +20% r/r, m.in. efekt mocnego konsumenta – popyt wspierany przez Ukraińców, słaba kondycja konkurencji, spadek atrakcyjności lokalnych ofert przez rosnące ceny). W obszarze usług lotniczych spółka osiągnęła 301,9 mln PLN przychodów (+46,0% r/r), a w części sprzedaży pokładowej 11,9 mln PLN (+41,3% r/r). W 1Q'23 **koszt własny sprzedaży** urósł o 33,7% r/r do poziomu 317,2 mln PLN, a głównym czynnikiem wpływającym na wyższy poziom kosztów w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego jest przede wszystkim wzrost kosztów zużycia materiałów i energii (+40,0% r/r do poziomu 132,3 mln PLN) i usług obcych (+45,3% r/r do poziomu 116,0 mln PLN) w związku z większą ilością wykonanych operacji lotniczych. Dodatkowo w tym roku istotny wpływ na wyniki omawianego kwartału miały opóźnienia w dostawach nowych samolotów, które ostatecznie trafiły do spółki dopiero pod koniec maja, co spowodowało, że w 1Q'23 Enter miał większe niż normalnie obciążenie kosztami technicznymi ponieważ musiał przyspieszyć niektóre przeglądy, aby flota była gotowa do obsłużenia lotów zakontraktowanych w wiosennym rozkładzie. **Wynik brutto ze sprzedaży** spółki wyniósł -3,5 mln PLN (vs -22,2 mln PLN w 1Q'22). Na poziomie **EBITDA MSSF16** Enter Air zaraportował 40,5 mln PLN zysku (+123,4% r/r), co było poziomem zgodnym z naszymi oczekiwaniami. **Saldo finansowe** spółki wyniosło 10,0 mln PLN (z czego 23,2 mln PLN stanowiły różnice kursowe z wyceny bilansowej – w naszych prognozach szacowaliśmy poziom ok. 60,5 mln PLN). Wynik został znacząco obniżony stratą z wyniku rozliczenia jednostek wycenianych metodą praw własności (-13,8 mln PLN – dotyczy Chair Airlines AG), co negatywnie nas zaskoczyło (oczekiwaliśmy wpływu na poziomie -1,0 mln PLN). W omawianym okresie spółka wypracowała stratę netto na poziomie 16,5 mln PLN (vs -68,7 mln PLN w 1Q'22). W 1Q'23 cash flow z działalności operacyjnej wyniósł -22,3 mln PLN (vs -35,3 mln PLN przed rokiem), CF inwestycyjny = -0,4 mln PLN, a CF finansowy = -82,1 mln PLN. Na koniec marca'23 grupa miała 185,8 mln PLN środków pieniężnych (-107,5 mln PLN q/q). **Spółka optymistycznie patrzy na zbliżający się wielkimi krokami sezon letni, który będzie miał kluczowy wpływ na wyniki za cały rok. Popyt ze strony touroperatorów nigdy jeszcze nie był tak duży, dlatego Enter zdecydował się powiększyć swoją flotę o kilka samolotów. Tak dynamiczny wzrost floty jest wynikiem dużego popytu na tanią i pewną usługę czarterową, jaką dostarcza Enter Air klientom nie tylko z Polski ale z całej Europy.**

Wyniki za 1Q'2023 [mln PLN]

	1Q'22	1Q'23	zmiana r/r	1Q'23P BDM	odchyl.
Przychody	215,1	313,8	45,9%	308,7	1,6%
Usługi lotnicze	206,8	301,9	46,0%	298,6	1,1%
Sprzedaż pokładowa	8,4	11,9	41,3%	10,0	18,6%
Wynik brutto ze sprzedaży	-22,2	-3,5	-	-2,3	-
Usługi lotnicze	-24,2	-7,2	-	-4,5	-
Sprzedaż pokładowa	2,0	3,7	90,3%	2,2	70,2%
EBITDA MSSF 16	18,1	40,5	123,4%	40,9	-1,0%
EBIT MSSF 16	45,6	-13,2	-	-13,1	-
Wynik brutto	-82,2	-17,0	-	27,8	-
Wynik brutto adj.	-53,1	-40,3	-	-32,7	-
Wynik netto	-68,7	-16,5	-	22,5	-
Wynik netto adj.	-39,6	-39,7	-	-27,4	-
Marża brutto ze sprzedaży	-10,3%	-1,1%	-	-0,8%	-
Marża EBITDA MSSF 16	8,4%	12,9%	-	13,3%	-
Marża EBIT MSSF 16	21,2%	-4,2%	-	-4,3%	-
Marża zysku netto	-31,9%	-5,2%	-	7,3%	-
Marża zysku netto adj.	-18,4%	-12,6%	-	-8,9%	-

Źródło: BDM S.A., spółka; *-oczyszczone o wpływ różnic kursowych z wyceny bil.

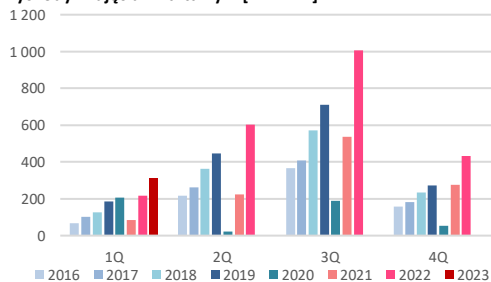
- W 1Q'23 grupa wypracowała 313,8 mln PLN przychodów, co oznacza wzrost o ok. 45,9% r/r.
- W obszarze usług lotniczych spółka osiągnęła 301,9 mln PLN obrotów (+46,0% r/r), a w części sprzedaży pokładowej 11,9 mln PLN (+41,3% r/r).
- W omawianym okresie koszt własny sprzedaży urósł o 33,7% r/r do poziomu 317,2 mln PLN, a głównym czynnikiem wpływającym na wyższy poziom kosztów w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego jest przede wszystkim wzrost kosztów zużycia materiałów i energii (+40,0% r/r do poziomu 132,3 mln PLN) i usług obcych (+45,3% r/r do poziomu 116,0 mln PLN) w związku z większą ilością wykonanych operacji lotniczych.
- Wynik brutto ze sprzedaży spółki wyniósł -3,5 mln PLN (vs -22,2 mln PLN w 1Q'22).
- Na poziomie EBITDA MSSF16 Enter Air zaraportował 40,5 mln PLN zysku (+123,4% r/r).

- Saldo finansowe spółki wyniosło 10,0 mln PLN (z czego 23,2 mln PLN stanowiły różnice kursowe z wyceny bilansowej). Wynik został znacząco obniżony stratą z wyniku rozliczenia jednostek wycenianych metodą praw własności (-13,8 mln PLN – dotyczy Chair Airlines AG).
- W omawianym okresie spółka wypracowała wynik netto na poziomie -16,5 mln PLN (vs -68,7 mln PLN w 1Q'22).
- W omawianym okresie cash flow z działalności operacyjnej wyniósł -22,3 mln PLN (vs -35,3 mln PLN przed rokiem), CF inwestycyjny = -0,4 mln PLN, a CF finansowy = -82,1 mln PLN. Na koniec marca'23 grupa miała 185,8 mln PLN środków pieniężnych (-107,5 mln PLN q/q).
- W tym roku istotny wpływ na wyniki 1Q'23 miały opóźnienia w dostawach nowych samolotów, które ostatecznie trafiły do spółki dopiero pod koniec maja, co spowodowało, że w omawianym kwartale Enter miał większe niż normalnie obciążenie kosztami technicznymi ponieważ musiał przyspieszyć niektóre przeglądy, aby flota była gotowa do obsłużenia lotów zakontraktowanych w wiosennym rozkładzie.
- Spółka optymistycznie patrzy na zbliżający się wielkimi krokami sezon letni, który będzie miał kluczowy wpływ na wyniki za cały rok. Popyt ze strony touroperatorów nigdy jeszcze nie był tak duży, dlatego Enter zdecydował się powiększyć swoją flotę o kilka samolotów. Tak dynamiczny wzrost floty jest wynikiem dużego popytu na tanią i pewną usługę czarterową, jaką dostarcza Enter Air klientom nie tylko z Polski, ale z całej Europy.
- W maju 2023 r. flota spółki powiększyła się o 3 nowe samoloty 737 MAX 8 (SP-EXC, SP-EXE, SP-EXF), które zostały odebrane z fabryki Boeinga i liczy obecnie 28 samolotów (23 Boeingi 737-800 oraz 5 maszyn 737 MAX 8). Przed rozpoczęciem sezonu letniego planowana jest dostawa jeszcze jednego Boeinga 737 MAX 8. W ostatnim miesiącu nowego A320 odebrał także Chair Airlines, której aktualna flota to 4 samoloty: trzy Airbusy A320 i jeden A319. Łącznie grupa będzie korzystała w sezonie letnim z 36 samolotów uwzględniając planowaną dostawę B 737 MAX 8 i trzy dodatkowe maszyny wynajęte na zasadach wet-lease.

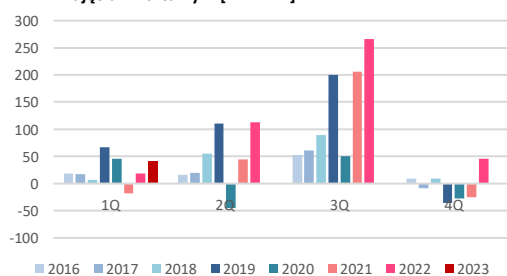
Wyniki za ostatnie kwartały [mln PLN]

	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23
Przychody	207,1	20,6	189,3	53,6	85,0	222,7	536,9	275,7	215,1	602,6	1 006,1	431,9	313,8
Usługi lotnicze	199,9	20,4	183,1	49,9	80,7	212,5	515,2	261,6	206,8	587,2	981,5	412,0	301,9
Sprzedaż pokładowa	7,3	0,1	6,2	3,6	4,3	10,2	21,6	14,2	8,4	15,4	24,6	19,9	11,9
Wynik brutto ze sprzedaży	9,5	-83,2	27,2	-77,9	-60,2	-6,0	155,5	-37,2	-22,2	68,7	164,0	5,6	-3,5
Usługi lotnicze	7,7	-82,9	26,5	-79,1	-61,0	-8,5	150,8	-40,3	-24,2	68,4	158,7	-1,6	-7,2
Sprzedaż pokładowa	1,8	-0,3	0,8	1,1	0,9	2,5	4,7	3,0	2,0	0,4	5,1	7,2	3,7
EBITDA MSSF 16	45,4	-44,6	50,2	-27,2	-17,7	44,9	206,1	-24,5	18,1	112,5	266,6	45,4	40,5
EBIT MSSF 16	2,1	-90,0	11,9	-74,5	-67,5	-8,4	146,5	-84,7	-36,2	58,6	211,7	-8,5	-13,2
Wynik brutto	-94,7	-66,0	32,9	-60,2	-142,1	25,4	92,5	-116,9	-82,2	-38,5	113,9	84,0	-17,0
Wynik netto	-77,0	-56,0	34,9	-56,0	-116,3	19,5	75,6	-96,0	-68,7	-31,0	104,0	67,9	-16,5
marża brutto ze sprzedaży	4,6%	-404,8%	14,4%	-145,5%	-70,8%	-2,7%	29,0%	-13,5%	-10,3%	11,4%	16,3%	1,3%	-1,1%
marża EBITDA MSSF 16	21,9%	-216,8%	26,5%	-50,7%	-20,8%	20,2%	38,4%	-8,9%	8,4%	18,7%	26,5%	10,5%	12,9%
marża EBIT MSSF 16	1,0%	-437,6%	6,3%	-139,1%	-79,4%	-3,8%	27,3%	-30,7%	-16,8%	9,7%	21,0%	-2,0%	-4,2%
marża netto	-37,2%	-272,4%	18,5%	-104,6%	-136,8%	8,8%	14,1%	-34,8%	-31,9%	-5,2%	10,3%	15,7%	-5,2%

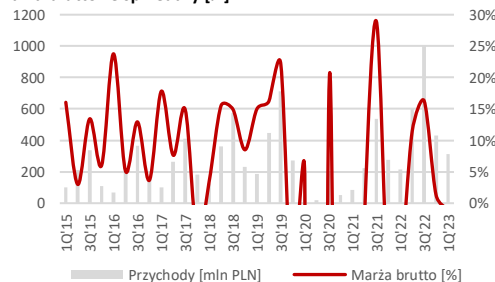
Źródło: BDM S.A., spółka

Przychody w ujęciu kwartalnym [mln PLN]


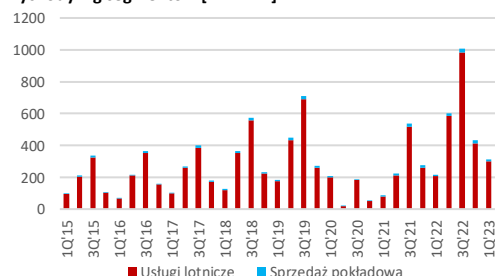
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA w ujęciu kwartalnym [mln PLN]*


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

Marża brutto ze sprzedaży [%]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody wg segmentów [mln PLN]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA 2Q'23

Pierwsza część 2Q w związku z występującą sezonowością podlega pod niski sezon. Jednak już w maju'23 zauważalny był znaczący wzrost operacji lotniczych wykonywanych przez spółkę (ok. +25% r/r), co świadczy o tym, iż wysoki sezon zaczął się w tym roku trochę szybciej. W drugiej połowie maja do floty spółki dołączyły trzy nowe Boeingi 737 MAX 8, a Enter Air wkroczył w najbardziej intensywny okres w roku z flotą 31 samolotów (w najbliższych tygodniach powinna pojawić się jeszcze jedna maszyna tego typu). Według naszych szacunków, dalsza poprawa popytu na usługi spółki (m.in. efekt mocnego konsumenta, słaba kondycja konkurencji, spadek atrakcyjności lokalnych ofert przez rosnące ceny), w połączeniu z rozbudową floty, przełożyła się na wzrost o ok. 30% r/r liczby wykonywanych lotów na przestrzeni 2Q'23. Uwzględniając m.in. spadek cen paliwa lotniczego i walut względem PLN szacujemy, że w omawianym okresie Enter Air wypracował 726,0 mln PLN przychodów (+20,5% r/r), z czego 96,7% stanowiły usługi lotnicze (701,7 mln PLN, +19,5% r/r), a za resztę odpowiadała sprzedaż pokładowa (24,2 mln PLN, +57,3% r/r). Dodatkowo pragniemy zauważyć, że na przestrzeni 1Q'23 spółka zrealizowała większą ilość przeglądów oraz napraw, co sprzyjało poprawie marży w 2Q'23. Według naszych kalkulacji, wynik brutto ze sprzedaży w minionym kwartale wyniósł 99,5 mln PLN (99,0 mln PLN – usługi lotnicze, 0,6 mln PLN – sprzedaż pokładowa). Na poziomie EBITDA MSSF 16 prognozujemy 143,1 mln PLN (+27,2% r/r). W związku z pozytywnym wpływem różnic kursowych (ok. 38,2 mln PLN), szacujemy że spółka w 2Q'23 wypracowała 90,8 mln PLN zysku netto (vs 31,0 mln PLN straty w 2Q'22). Po oczyszczeniu o różnice kursowe oczekujemy 62,1 mln PLN zysku (+42,3% r/r). Prognozowane wyniki przewyższają nasze oczekiwania z ostatniej rekomendacji.

2023 r. – z ostatnich wypowiedzi przedstawicieli spółki wyniki, iż spodziewają się oni wzrostu przychodów o kilkadziesiąt procent r/r oraz „solidnego” wyniku EBITDA, większego niż w 2022 r.

Dywidenda – rozmowy z PFR na temat zgody na wypłatę dywidendy z ubiegłorocznego zysku zakończyły się niepowodzeniem. Przewoźnik lotniczy planuje zwiększyć w 2024 roku wypłatę dywidendy o środki, które planował przeznaczyć na ten cel w bieżącym roku.

Potencjalne akwizycje - grupa jest aktywna w sprawie potencjalnych przejęć, ale obecnie nie ma żadnego podmiotu, który by jej się podobał i byłaby wstępnie zainteresowana. Przewoźnicy lotniczy objęci kryzysem dostali pomoc publiczną i ją w większości „przejedli”. Mało kto wykorzystał te środki na restrukturyzację, poprawę modelu biznesowego. Enter czeka, zobaczy kto zostanie na rynku, a kto będzie miał kłopoty i wówczas będzie ponownie przyglądać się potencjalnym celom.

Nowy hangar – firma nadal szuka lokalizacji na nowy hangar, nie jest jednak zainteresowana lokalizacją na lotnisku w Radomiu. Szacowany koszt wyniesie około 1-3 mln USD.

Umowa z Coral Travel – w 2Q'23 Enter zawarł umowę czarteru lotniczego (lato 2023 – zima 2023/2024), której szacunkowa wartość kształtuje się na poziomie 408,5 mln PLN.

Chair – zakładamy, że w 2Q'23 wyniki tego podmiotu oscylowały w okolicach -1 mln PLN.

Prognozy wyników na 2Q'2023 [mln PLN]

	2Q'22	2Q'23P	zmiana r/r	1H'22	1H'23P	zmiana r/r
Przychody	602,6	726,0	20,5%	817,8	1 039,8	27,1%
Usługi lotnicze	587,2	701,7	19,5%	794,0	1 003,7	26,4%
Sprzedaż pokładowa	15,4	24,2	57,3%	23,8	36,1	51,7%
Wynik brutto ze sprzedaży	68,7	99,5	44,8%	46,5	96,1	106,5%
Usługi lotnicze	68,4	99,0	44,6%	44,2	91,8	107,6%
Sprzedaż pokładowa	0,4	0,6	57,3%	2,3	4,3	85,3%
EBITDA MSSF 16	112,5	143,1	27,2%	130,6	183,7	40,6%
EBIT MSSF 16	58,6	85,8	46,4%	104,3	72,9	-30,0%
Wynik brutto	-38,5	112,1	-	-120,7	95,1	-
Wynik brutto adj.*	36,1	73,9	104,6%	-17,0	33,7	-
Wynik netto	-31,0	90,8	-	-99,7	74,4	-
Wynik netto adj.*	43,6	62,1	42,3%	4,0	28,3	601,7%
Marża brutto ze sprzedaży	11,4%	13,7%		5,7%	9,2%	
Marża EBITDA MSSF 16	18,7%	19,7%		16,0%	17,7%	
Marża EBIT MSSF 16	9,7%	11,8%		12,7%	7,0%	
Marża zysku netto	-5,2%	12,5%		-12,2%	7,2%	
Marża zysku netto adj.*	7,2%	8,6%		0,5%	2,7%	

Źródło: BDM S.A., spółka; *oczyszczone o wpływ różnic kursowych z wyceny bil.

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

- Po udanym początku wysokiego sezonu, spowodowanym wysokim popytem na usługi przewoźnika jak i zwiększeniem floty, spodziewamy się, że 3Q'23 przyniesie znaczącą poprawę ilości wykonywanych operacji lotniczych o ok. 30% r/r, co przełoży się na rekordowe wyniki w tym okresie.
- Zakładamy, że w okolicach połowy 4Q'23 nastąpi oddanie 2 samolotów Boeing 737-800, a spółka będzie kończyła rok 2023 r. z flotą na poziomie 27 samolotów (vs 25 w 4Q'22). Oczekujemy, że również w tym okresie (niski sezon) poprawie r/r ulegnie liczba lotów.
- Podnosimy nasze oczekiwania co do wzrostu liczby wykonywanych operacji lotniczych przez Enter Air w 2023 r. z 25% do 30%, co przekłada się na rekordowe odczyty spółki w tym okresie. W całym 2023 r. zakładamy przychody na poziomie 2,7 mld PLN, 287,4 mln PLN wyniku brutto ze sprzedaży, 468,4 mln PLN EBITDA oraz 186,7 mln PLN zysku netto.
- Podchodzimy konserwatywnie do prognozy rozbudowy floty w kolejnych latach, zakładając w sezonie'24 utrzymanie poziomu 32 maszyn. Przypominamy jednocześnie, o planowanym oddaniu pod koniec 2023 r. 2 samolotów Boeing 737-800 (w ich miejsce przyjmujemy w naszych założeniach dobrane dwóch maszyn B-737-8 MAX, w leasingu operacyjnym). Pragniemy zauważyć, iż spółka wymienia flotę na starsze maszyny, po to aby nie narażać się na wyższe koszty rat. Jednocześnie w związku z lepszą efektywnością wykorzystania floty vs nasze wcześniejsze oczekiwania podnosimy założenia co do wzrostu ilości operacji lotniczych w kolejnych latach.
- Zamówienia na usługi ENT cały czas znacząco przewyższają jej obecne możliwości przewozowe. Do takiego stanu rzeczy przyczynił się m.in. efekt mocnego konsumenta na rynku krajowym (popyt wspierany przez Ukraińców, spadek atrakcyjności lokalnych ofert przez rosnące ceny) oraz zainteresowanie za granicą (w obecnym otoczeniu makroekonomicznym, oferta spółki jest atrakcyjna cenowo na tle swoich konkurentów).
- Jak już wyżej zaznaczyliśmy, w 2024 r. zakładamy utrzymanie floty 32 samolotów. W kolejnych latach podchodzimy ostrożnie do zwiększania liczebności samolotów - w latach 2025 i 2029 zakładamy dołożenie do floty po jednym B-737-8 MAX (wykorzystanie leasingu finansowego).
- Pragniemy zauważyć, iż potencjalna silniejsza jej rozbudowa przy utrzymaniu mocnego popytu może skłonić nas do dalszej rewizji w górę naszych założeń.
- Zwracamy uwagę na plany Enter Air i TUI (touroperator prawdopodobnie będzie mniejszościowym udziałowcem) na stworzenie wspólnej firmy oferującej wynajem i charter samolotów na rzecz odbiorców komercyjnych. Nowy podmiot w pierwszej kolejności będzie świadczył usługi wynajmu samolotów dla TUI oraz Enter Air, jak i sprzedawał usługę innym liniom lotniczym (wet-lease). W ostatnich wypowiedziach przedstawiciele ENT zaznaczali, że liczą na duże zainteresowanie nową usługą. Podkreślają, że obecnie brakuje na rynku takich rozwiązań. Osiągnięcie pełnej zdolności operacyjnej tego podmiotu planowane jest na sezon letni 2024 r. Ma ona wzmocnić pozycję ENT m.in. w Wielkiej Brytanii, która jest jednym z największych rynków dla lotnictwa. Aktualnie, w związku z niewielką ilością informacji dot. nowego podmiotu, nie ujmujemy go w naszym modelu. Jednakże pozytywnie odbieramy powyższą inicjatywę, która może w przyszłości okazać się potencjalnym nowym źródłem przychodów dla spółki. Dodatkowo uważamy, że ryzyko niepowodzenia nowej ścieżki biznesowej jest niewielkie, gdyż od samego początku zaczyna ona działalność z dużym klientem (TUI), a na rynku europejskim zapotrzebowanie na usługi we lease jest duże.
- Spółka nadal szuka lokalizacji na nowy hangar w Południowej Europie oraz w Polsce. ENT prowadzi zaawansowane rozmowy z jednym z polskich portów. Decyzja prawdopodobnie zostanie podjęta w perspektywie najbliższych kilku miesięcy, a hangar powinien być gotowy w ciągu dwóch lat (zakładamy jego pełną funkcjonalność w 2025 r).
- Grupa nie wyklucza potencjalnych akwizycji, jest aktywna na tym polu ale obecnie nie dostrzega ciekawych okazji. W naszym modelu nie zakładamy przejęć.
- Potencjalnym ryzykiem dla spółki może okazać się zakończenie wojny na Ukrainie, gdzie powrót obywateli tego kraju do swojej ojczyzny, mógłby wiązać się ze spadkiem popytu na rynku krajowym. Ponadto ponowne dopuszczenie rosyjskich firm do europejskiego rynku może przełożyć się na większe problemy z dostępnością slotów w wybranych destynacjach.

- Innym potencjalnymi czynnikami ryzyka dla naszych prognoz pozostają: 1) wpływ COVID-19; 2) spowolnienie gospodarcze; 3) ceny paliw (model biznesowy grupy zakłada oparcie stawki lotu o koszt paliwa, co pozwala niwelować w dużej mierze negatywne wahania); 4) braki pracowników na europejskich portach oraz strajki w liniach lotniczych; 5) problemy z wykwalifikowanymi kadrami niezbędnymi przy potencjalnej mocniejszej rozbudowie floty.
- Zmiana naszych prognoz vs poprzednia rekomendacja wynika m.in. z: 1) szacowanych przez nas lepszych wyników za 2Q'23; 2) wyższej efektywności wykorzystywanej floty zarówno w 2023 r. jak i kolejnych latach; 3) lepszej marżowości sprzedaży pokładowej; 4) znacząco gorszych wyników Chair Airlines w 1Q'23; 5) oczekiwanego wyższego poziomu opłat leasingowych i amortyzacji nowych samolotów.
- Na zmianę prognozowanych przez nas przychodów oprócz liczby wykonywanych operacji lotniczych wpływają również zmiany cen paliwa lotniczego oraz walut (przekładane są na klienta).
- Rekordowe umowy z touroperatorami na sezon lato 2023 i zima 2023/24:

TOUROPERATOR	SEZON LATO 2023 I ZIMA 2023/24 [MLN PLN]	SEZON LATO 2022 I ZIMA 2022/23 [MLN PLN]
TUI POLAND	718,3	543,3
CORAL TRAVEL	408,5	312,6
RAINBOW TOURS	196,8	159,5
ITAKA FLY	248	NIEUJAWNIONA

Źródło: BDM S.A., spółka

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P
Przychody	85,0	222,7	536,9	275,7	215,1	602,6	1 006,1	431,9	313,8	726,0	1 142,6	494,7
Usługi lotnicze	80,7	212,5	515,2	261,6	206,8	587,2	981,5	412,0	301,9	701,7	1 102,8	471,0
Sprzedaż pokładowa	4,3	10,2	21,6	14,2	8,4	15,4	24,6	19,9	11,9	24,2	39,8	23,7
Wynik brutto ze sprzedaży	-60,2	-6,0	155,5	-37,2	-22,2	68,7	164,0	5,6	-3,5	99,5	184,8	6,5
Usługi lotnicze	-61,0	-8,5	150,8	-40,3	-24,2	68,4	158,7	-1,6	-7,2	99,0	177,0	-1,8
Sprzedaż pokładowa	0,9	2,5	4,7	3,0	2,0	0,4	5,1	7,2	3,7	0,6	7,8	8,3
EBITDA MSSF 16	-17,7	44,9	206,1	-25,1	18,1	112,5	266,6	45,4	40,5	143,1	235,1	49,6
EBIT MSSF 16	-67,5	-8,4	146,5	-84,7	45,6	58,6	211,7	-25,6	-12,9	85,8	172,0	-9,5
Wynik brutto	-142,1	25,4	92,5	-116,9	-82,2	-38,5	113,9	84,0	-17,0	112,2	161,3	-22,6
Wynik netto	-116,3	19,5	75,6	-96,0	-68,7	-31,0	104,0	67,9	-16,5	90,8	130,6	-18,3
marża brutto ze sprzedaży	-70,8%	-2,7%	29,0%	-13,5%	-10,3%	11,4%	16,3%	1,3%	-1,1%	13,7%	16,2%	1,3%
marża EBITDA MSSF 16	-20,8%	20,2%	38,4%	-9,1%	8,4%	18,7%	26,5%	10,5%	12,9%	19,7%	20,6%	10,0%
marża EBIT MSSF 16	-79,4%	-3,8%	27,3%	-30,7%	21,2%	9,7%	21,0%	-5,9%	-4,1%	11,8%	15,1%	-1,9%
marża netto	-136,8%	8,8%	14,1%	-34,8%	-31,9%	-5,2%	10,3%	15,7%	-5,2%	12,5%	11,4%	-3,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza ogólna na lata 2023-2027 [mln PLN]

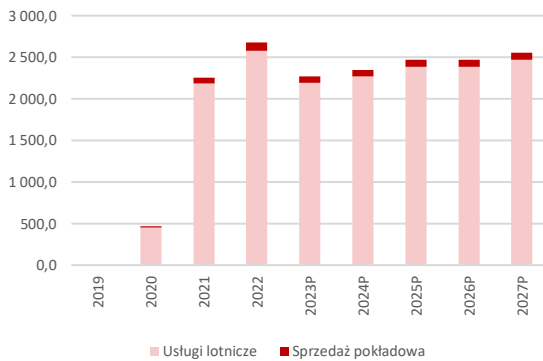
	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	1 296,1	1 614,7	470,5	1 120,3	2 255,8	2 677,1	2 267,5	2 349,7	2 469,8	2 556,2
Usługi lotnicze	1 251,9	1 559,9	453,3	1 070,0	2 187,5	2 577,5	2 189,4	2 268,8	2 384,8	2 468,2
Sprzedaż pokładowa	44,3	54,8	17,2	50,3	68,3	99,6	78,0	80,8	85,0	87,9
Wynik brutto ze sprzedaży	166,1	212,1	-124,4	52,1	216,1	287,4	294,3	314,4	290,3	304,6
Usługi lotnicze	157,8	203,1	-127,8	41,0	201,3	267,0	279,1	298,7	273,9	287,7
Sprzedaż pokładowa	8,3	9,0	3,4	11,0	14,6	20,4	15,2	15,7	16,4	16,9
EBITDA MSSF 16	159,3	341,7	23,9	208,2	442,7	468,4	473,1	501,3	528,2	545,7
EBIT MSSF 16	118,9	168,5	-150,5	-14,7	225,6	235,1	232,7	250,6	223,2	236,5
Wynik brutto	84,6	107,8	-188,0	-141,1	77,1	233,8	170,1	187,8	159,3	175,8
Wynik netto	66,3	85,0	-154,1	-117,1	72,3	186,7	137,8	152,1	129,0	142,4
marża brutto ze sprzedaży	12,8%	13,1%	-26,4%	4,7%	9,6%	10,7%	13,0%	13,4%	11,8%	11,9%
marża EBITDA MSSF 16	12,3%	21,2%	5,1%	18,6%	19,6%	17,5%	20,9%	21,3%	21,4%	21,3%
marża EBIT MSSF 16	9,2%	10,4%	-32,0%	-1,3%	10,0%	8,8%	10,3%	10,7%	9,0%	9,3%
marża netto	5,1%	5,3%	-32,8%	-10,5%	3,2%	7,0%	6,1%	6,5%	5,2%	5,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

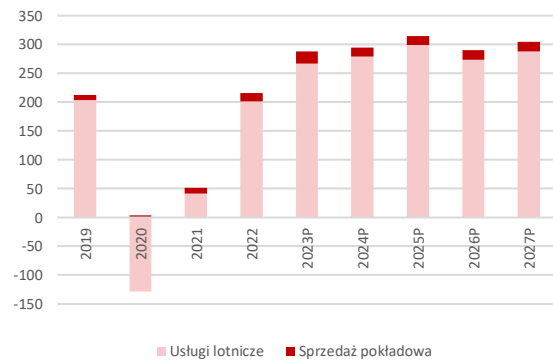
Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 23.05.2023 [mln PLN]

	2023P			2024P			2025P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	2 488,0	2 677,1	7,6%	2 093,00	2 267,5	8,3%	2 187,9	2 349,7	7,4%
<i>Usługi lotnicze</i>	2 397,4	2 577,5	7,5%	2 022,70	2 189,4	8,2%	2 114,5	2 268,8	7,3%
<i>Sprzedaż pokładowa</i>	90,5	99,6	10,0%	70,3	78,0	11,0%	73,5	80,8	10,0%
Wynik brutto ze sprzedaży	273,0	287,4	5,3%	273,2	294,3	7,7%	294,4	314,4	6,8%
<i>Usługi lotnicze</i>	255,6	267,0	4,5%	259,8	279,1	7,4%	280,5	298,7	6,5%
<i>Sprzedaż pokładowa</i>	17,3	20,4	17,8%	13,4	15,2	13,4%	13,9	15,7	12,7%
EBITDA MSSF 16	439,0	468,4	6,7%	443,8	473,1	6,6%	471,1	501,3	6,4%
EBIT MSSF 16	221,5	235,1	6,2%	214,4	232,7	8,6%	232,9	250,6	7,6%
Wynik brutto	225,1	233,8	3,9%	152,8	170,1	11,3%	171,2	187,8	9,7%
Wynik netto	182,4	186,7	2,4%	123,8	137,8	11,3%	138,7	152,1	9,7%
marża brutto ze sprzedaży	11,0%	10,7%		13,1%	13,0%		13,5%	13,4%	
marża EBITDA MSSF 16	17,6%	17,5%		21,2%	20,9%		21,5%	21,3%	
marża EBIT MSSF 16	8,9%	8,8%		10,2%	10,3%		10,6%	10,7%	
marża netto	7,3%	7,0%		5,9%	6,1%		6,3%	6,5%	
USD/PLN	4,257	4,150	-2,5%	4,347	4,182	-3,8%	4,316	4,123	-4,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody w podziale na segmenty [mln PLN]


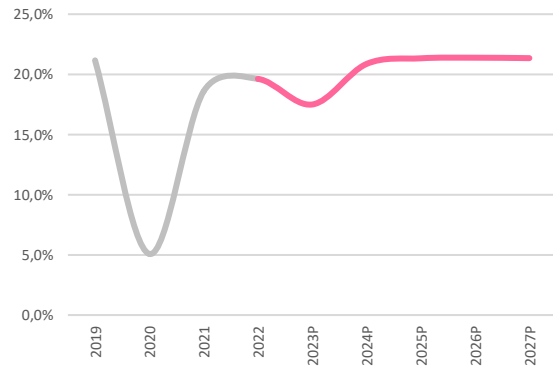
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA w kolejnych okresach [mln PLN]*


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

Marża EBITDA w okresie prognozy*


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

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Bilans [mln PLN]									
Aktywa trwałe	1 517,6	1 574,6	1 395,4	1 426,9	1 351,4	1 361,3	1 564,5	1 530,6	1 502,5
RzAT	1 389,2	1 456,1	1 236,3	1 258,8	1 189,7	1 199,3	1 402,4	1 368,2	1 340,0
Aktywo z tyt. pod. odr.	0,0	0,0	29,6	24,9	25,6	25,6	25,6	25,6	25,6
Pozostałe aktywa trwałe	128,5	118,5	129,5	143,2	136,2	136,4	136,6	136,8	137,0
Aktywa obrotowe	212,0	136,3	351,6	422,9	557,8	540,5	597,7	710,7	822,3
Zapasy	6,0	4,0	4,2	4,6	5,4	4,6	4,7	5,0	5,2
Należności z tyt. dostaw	95,6	41,1	78,7	125,0	148,3	125,7	130,2	136,9	141,7
Środki pieniężne	88,5	78,8	268,7	293,3	404,1	410,3	462,7	568,9	675,5
Pozostałe aktywa obrotowe	21,9	12,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	1 729,7	1 710,9	1 747,0	1 849,8	1 909,3	1 901,8	2 162,2	2 241,3	2 324,9
Kapitał własny	361,6	206,2	89,0	161,3	331,6	413,3	544,8	651,0	767,6
Zobowiązania długoterminowe	953,4	975,2	1 101,2	1 116,5	975,7	937,7	1 090,7	1 085,1	1 075,8
Zobowiązania finansowe	874,7	940,4	1 077,5	1 090,1	965,8	927,8	1 080,8	1 075,2	1 065,9
Pozostałe zob. długoterminowe	78,7	34,7	23,7	26,4	9,9	9,9	9,9	9,9	9,9
Zobowiązania krótkoterminowe	414,7	529,6	556,7	571,9	602,0	550,7	526,8	505,2	481,5
Zobowiązania finansowe	230,4	381,8	386,1	372,7	371,6	342,4	313,3	284,2	255,0
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	120,9	111,0	139,2	139,1	165,0	142,9	148,1	155,7	161,1
Pozostałe zob. krótkoterminowe	63,3	36,8	31,4	60,2	65,3	65,3	65,3	65,3	65,3
Pasywa razem	1 729,7	1 710,9	1 747,0	1 849,8	1 909,3	1 901,8	2 162,2	2 241,3	2 324,9
Rachunek zysków i strat [mln PLN]									
Przychody ze sprzedaży	1 614,7	470,5	1 120,3	2 255,8	2 677,1	2 267,5	2 349,7	2 469,8	2 556,2
Koszty wytworzenia	1 402,5	594,9	1 068,2	-2 039,7	1 755,1	1 973,1	2 035,2	2 179,5	2 251,6
Wynik brutto ze sprzedaży	212,1	-124,4	52,1	216,1	287,4	294,3	314,4	290,3	304,6
Koszty SG&A	37,6	28,0	36,2	43,4	51,1	59,3	61,5	64,6	66,9
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-6,0	1,9	-30,0	62,5	-0,8	-2,3	-2,3	-2,5	-1,3
EBITDA MSSF 16	341,7	23,9	208,2	442,7	468,4	473,1	501,3	528,2	545,7
EBIT MSSF 16	168,5	-150,5	-14,1	290,3	235,5	232,7	250,6	223,2	236,5
Saldo finansowe	-74,9	-40,3	-124,9	-146,8	12,6	-62,9	-63,0	-64,1	-60,9
Wynik brutto	107,8	-188,0	-141,1	77,1	233,8	170,1	187,8	159,3	175,8
Wynik netto	85,0	-154,1	-117,1	72,3	186,7	137,8	152,1	129,0	142,4
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]									
CF operacyjny	325,8	73,2	225,5	360,3	457,6	478,5	466,1	498,6	512,8
CF inwestycyjny	-11,0	-21,4	-1,1	10,5	-26,5	-61,2	-260,4	-69,4	-74,6
CF finansowy	-326,7	-63,6	-35,4	-349,4	-320,4	-411,1	-153,3	-323,0	-331,5
CF netto	-11,9	-11,8	189,0	21,4	110,7	6,2	52,4	106,2	106,6
Środki pieniężne na początek okresu	100,4	88,5	78,8	268,7	293,3	404,1	410,3	462,7	568,9
Środki pieniężne na koniec okresu	88,5	78,8	268,7	293,3	404,1	410,3	462,7	568,9	675,5
Dynamiki / marże / wskaźniki									
Przychody zmiana r/r	24,6%	-70,9%	138,1%	101,4%	18,7%	-15,3%	3,6%	5,1%	3,5%
EBITDA MSSF 16 zmiana r/r	-	-93,0%	770,8%	112,6%	5,8%	1,0%	6,0%	5,4%	3,3%
Wynik netto zmiana r/r	28,3%	-281,3%	-24,0%	-161,7%	158,4%	-26,2%	10,4%	-15,2%	10,3%
Marża brutto na sprzedaży	13,1%	-26,4%	4,7%	9,6%	10,7%	13,0%	13,4%	11,8%	11,9%
Marża EBITDA MSSF 16	21,2%	5,1%	18,6%	19,6%	17,5%	20,9%	21,3%	21,4%	21,3%
Marża netto	5,3%	-32,8%	-10,5%	3,2%	7,0%	6,1%	6,5%	5,2%	5,6%
ROE	23,5%	-74,8%	-131,5%	44,8%	56,3%	33,3%	27,9%	19,8%	18,5%
ROA	4,9%	-9,0%	-6,7%	3,9%	9,8%	7,2%	7,0%	5,8%	6,1%
Odsetki/EBIT	45,5%	-37,3%	-871,5%	66,4%	23,1%	28,7%	26,8%	30,8%	28,2%
Dług netto MSSF 16 [mln PLN]	1016,7	1243,5	1389,3	1169,5	933,3	860,0	931,3	790,5	645,4
Dług netto/Kapitał własny	281,2%	603,1%	1560,1%	725,0%	281,5%	208,1%	171,0%	121,4%	84,1%
Dług netto/EBITDA MSSF 16	297,5%	5200,4%	665,3%	264,2%	199,3%	181,8%	185,8%	149,7%	118,3%
EV [mln PLN]	1 793,9	2 006,6	2 152,4	1 932,7	1 696,5	1 623,1	1 694,5	1 553,6	1 408,6
Dług/EV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
CAPEX/Przychody	5,2%	4,2%	-0,1%	-0,3%	1,1%	2,7%	11,1%	2,8%	2,9%
CAPEX/Amortyzacja	48,2%	11,3%	-0,7%	-3,1%	12,5%	25,4%	103,9%	22,8%	24,1%
Amortyzacja/Przychody	10,7%	37,1%	19,9%	9,6%	8,7%	10,6%	10,7%	12,3%	12,1%
Zmiana KO/Przychody	-1,9%	9,9%	-0,9%	-2,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	-9,9%	-4,1%	-1,5%	-4,1%	0,4%	-0,3%	0,6%	0,6%	0,6%
MC/S	0,5	1,6	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P/E	9,0	-	-	10,6	4,1	5,5	5,0	5,9	5,4
P/BV	2,1	3,7	8,6	4,7	2,3	1,8	1,4	1,2	1,0
EV/EBITDA MSSF 16	5,2	83,9	10,3	4,4	3,6	3,4	3,4	2,9	2,6
EV/EBIT MSSF 16	10,6	-	-	6,7	7,2	7,0	6,8	7,0	6,0
EV/S	1,1	4,3	1,9	0,9	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6
Dywidenda [mln PLN]	12,3	0,0	0,0	0,0	0,0	56,0	20,7	22,8	25,8
DPS	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	3,2	1,2	1,3	1,5
Dywidend	1,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,3%	2,7%	3,0%	3,4%
Payout ratio	18,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%	15,0%	15,0%	20,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 43,5 PLN.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Dyrektor Wydziału

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 35

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

Młodszy analityk rynku akcji

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 35

e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dyrektor Wydziału

Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału

tel. (022) 62-20-848

e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Tomasz Ilczyszyn

tel. (022) 62-20-854

e-mail: tomasz.ilczyszyn@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855

e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Piotr Komorowski

tel. (022) 62-20-851

e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
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

*Materiał został opracowany przez Dom Maklerski BDM na zlecenie GPW w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego **- autorem raportów nt. Enter Air w latach 2019-2021 r. był Adrian Górniak

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

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

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

System rekomendacji:

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

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

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

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

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

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

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'23*:

, 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	4	57%	0	0%
Akumuluj	2	29%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	14%	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: 2023-08-29.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-08-29 (08:30 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-08-29 (08:30 CEST).

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 redukować 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 jakakolwiek 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 wyczytane 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 dwanaście miesięcy” 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. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

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

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac 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 2023-08-29:

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

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

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak 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.