



Dom Maklerski BDM S.A.

ENTER AIR

RAPORT ANALITYCZNY

W naszej ostatniej rekomendacji zachowawczo podchodziliśmy do prognoz na 2024 rok i kolejne lata, obawiając się, że obserwowany popyt może mieć charakter krótkoterminowy, będąc m.in. efektem postpandemicznym. Jednakże aktualne dane wskazują, że wysokie zapotrzebowanie na usługi lotnicze w Polsce ma szansę utrzymać się w średnim okresie. Wynika to m.in. z wejścia na rynek wyżu demograficznego z lat 80-tych i jego skłonności do podróżowania oraz wzrostu wynagrodzeń. Mając powyższe na uwadze, rewidujemy w górę nasze założenia wynikowe dla Enter Air. Na przestrzeni 2024 r. spodziewamy się wzrostu liczby wykonywanych operacji lotniczych przez przewoźnika na poziomie ok. 13% r/r, co w połączeniu z oczekiwaną poprawą marży powinno przełożyć się na rekordowy poziom wyniku EBITDA = 503,0 mln PLN (+24% r/r). Po czterech latach przerwy spółka wznowi wypłacanie dywidendy, oferując 4,4 PLN na akcję, co daje DY na atrakcyjnym poziomie 7,1%. Po aktualizacji modelu cenę docelową wyznaczamy na poziomie 77,5 PLN, co implikuje utrzymanie zalecenia Kupuj.

Podnosimy nasze oczekiwania dotyczące wzrostu liczby operacji lotniczych realizowanych przez Enter Air w 2024 roku do 13% r/r, co powinno przełożyć się na przychody na poziomie około 3,0 mld PLN. Liczymy, że brak opóźnień w dostawie zakontraktowanych samolotów oraz pierwsze przeglądy maszyn wykonywane we własnym zakresie przyczynią się do poprawy marży r/r, co w całym 2024 roku pozwoli spółce wygenerować rekordowy wynik EBITDA w wysokości 503,0 mln PLN (+24% r/r).

Aktualne dane sugerują, że wysoki popyt na usługi lotnicze w Polsce ma szansę utrzymać się w średnim okresie. Wynika to głównie z wejścia na rynek wyżu demograficznego z lat 80-tych i jego skłonności do podróżowania oraz wzrostu wynagrodzeń. W związku z powyższym, podnosimy nasze założenia dotyczące rozbudowy floty w kolejnych latach. Przewidujemy, że w 2025 roku spółka będzie dysponować 34 własnymi maszynami (w porównaniu do 31 w 2024 roku). W rezultacie, rewizji w górę ulegają prognozowane przez nas wyniki przewoźnika.

Ze względu na ograniczenia wynikające z umowy pożyczki od PFR, spółka nie była w stanie dzielić się zyskami z akcjonariuszami w ostatnich czterech latach. Jednakże, już w 3Q'24 po spłacie wspomnianego zobowiązania (zostało ok. 70 mln PLN), Enter zamierza zrekompensować udziałowcom ten okres, wypłacając rekordową dywidendę (DPS = 4,4 PLN, DY = 7,1%).

Spółka finalizuje rozmowy dotyczące pozyskania hangaru na Węgrzech. Jeszcze w tym roku planuje samodzielnie wykonać przegląd 20% swoich maszyn. Działania te powinny obniżyć koszty usług obcych w niskim sezonie, tym samym przyczynić się do poprawy rentowności.

Potencjalnym obszarem ryzyka pozostają opóźnienia w dostawie zakontraktowanych samolotów. Na ostatniej konferencji wynikowej (3.06.2024) zarząd spółki podkreślił, że ryzyko konieczności wynajmu dodatkowych maszyn w formule wet-lease jest znikome. Trzy z zamówionych samolotów są już zarejestrowane i powinny trafić do przewoźnika w najbliższych dniach. Początkowo miały być dostarczone w maju, ale ze względu na prace remontowe termin dostawy uległ przesunięciu. Przypominamy, że w 3Q'23 opóźnienia zmusiły spółkę do wynajmu dodatkowych maszyn na zasadach wet-lease, co kosztowało Enter Air około 35 mln PLN (ponad 18% wypracowanego w tym kwartale wyniku EBITDA). Liczymy, że tym razem brak dodatkowych kosztów związanych z wynajmem samolotów pozwoli przewoźnikowi na uzyskanie wyższej marży i poprawę wyników.

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	1 120,3	2 255,8	2 625,9	3 031,8	3 318,6	3 554,7
EBITDA MSSF 16 [mln PLN]	208,2	442,7	405,2	503,0	552,2	592,3
EBIT MSSF 16 [mln PLN]	-14,1	225,6	164,3	237,4	261,3	275,6
Wynik brutto [mln PLN]	-141,1	77,1	240,5	157,6	198,9	208,3
Wynik netto [mln PLN]	-117,1	72,3	196,4	124,4	161,1	168,7
P/BV	12,3	6,8	3,1	2,6	2,0	1,5
P/E	-	6,5	10,0	8,8	6,8	6,5
EV/EBITDA MSSF 16	11,9	5,1	5,8	4,8	4,4	4,2
EV/EBIT MSSF 16	-	10,0	14,3	10,2	9,4	9,0
DPS	0,0	0,0	0,0	4,4	1,1	1,3
DY	0,0%	0,0%	0,0%	7,1%	1,7%	2,1%

Report 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.

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

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 77,5 PLN

10 CZERWCA 2024, 13:30 CEST

Wycena końcowa [PLN]	77,5
Potencjał do wzrostu	24%
Koszt kapitału	8,9%
Cena rynkowa [PLN]	61,0
Kapitałizacja [mln PLN]	1 070
Ilość akcji [mln. szt.]	17,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	74,4
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	47,5
Stopa zwrotu za 3 mc	-14,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	29,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	35,1%
Struktura akcjonariatu:	
ENT Investments Ltd	51,5%
NN OFE	10,7%
Generali OFE	7,6%
Pozostali	30,2%

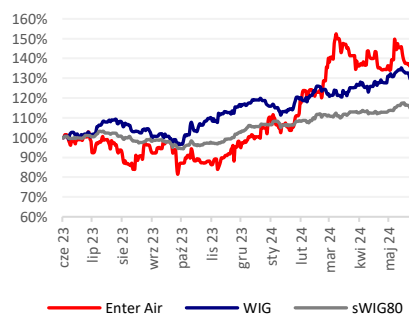
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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



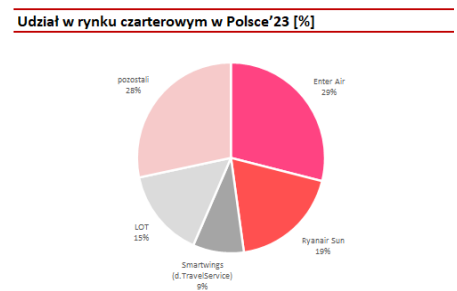
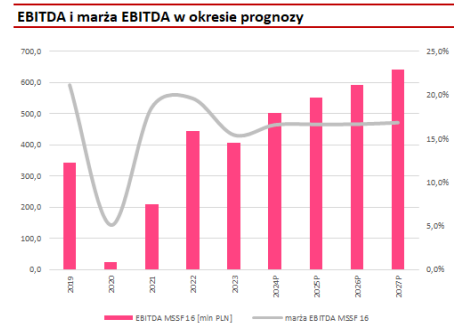
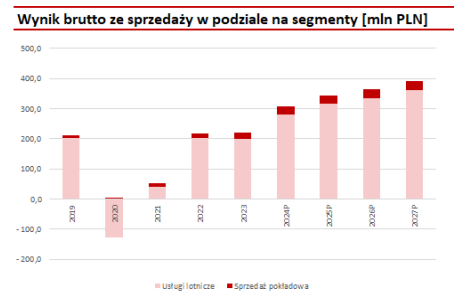
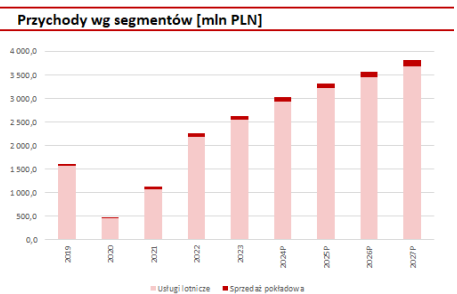
SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
WYNIKI ZA 1Q'24.....	8
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	10
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	15

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wyniki roczne [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	1 120,3	2 255,8	2 625,9	3 031,8	3 318,6	3 554,7	3 802,6
Usługi lotnicze	1 070,0	2 187,5	2 546,6	2 937,0	3 214,8	3 443,5	3 683,6
Sprzedż pokładowa	50,3	68,3	79,4	94,8	103,8	111,2	118,9
Zysk brutto ze sprzedaży	52,1	216,1	221,6	308,3	343,4	363,9	390,6
SG&A	36,2	43,4	57,6	72,3	79,1	84,7	90,6
PPO/PKO	-30,0	62,5	0,3	1,4	-3,0	-3,6	-1,9
EBITDA MSSF 16	208,2	442,7	405,2	503,0	552,2	592,3	640,5
EBIT MSSF 16	-14,1	225,6	164,3	237,4	261,3	275,6	298,1
Zysk brutto	-141,1	77,1	240,5	157,6	198,9	208,3	225,9
Zysk netto	-117,1	72,3	196,4	124,4	161,1	168,7	182,9
Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	1 395,4	1 426,9	1 683,9	1 810,7	1 988,2	2 170,9	2 359,3
Rzeczowe aktywa trwałe	1 236,3	1 258,8	1 526,4	1 630,2	1 800,9	1 976,7	2 158,2
Pozostałe aktywa trwałe	159,1	168,1	157,6	180,5	187,3	194,2	201,1
Aktywa obrotowe	351,6	422,9	452,9	336,4	458,0	575,6	701,2
Zapasy	4,2	4,6	6,8	8,6	8,9	10,5	8,6
Należności krótkoterminowe	78,7	125,0	170,4	194,2	208,0	217,8	231,7
Środki pieniężne	268,7	293,3	275,7	133,6	241,0	347,1	460,7
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aktywa razem	1 747,0	1 849,8	2 136,9	2 147,1	2 446,2	2 746,5	3 060,5
Kapitał własny	89,0	161,3	357,8	417,9	560,3	706,5	865,8
Udziały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 658,0	1 688,5	1 779,1	1 729,2	1 885,9	2 040,0	2 194,7
Rezerwy na zobowiązania	2,0	2,2	12,9	2,8	2,8	2,8	2,8
Oprocentowane zobow. długotermin.	1 579,1	1 090,1	1 088,3	1 162,7	1 316,3	1 470,0	1 623,7
Zobowiązania długoterminowe inne	-477,9	26,4	27,0	53,8	53,8	53,8	53,8
Oprocentowane zobow. krótkotermin.	386,1	372,7	449,5	291,0	279,4	267,9	256,3
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	139,2	139,1	126,0	153,9	168,5	180,4	193,0
Zobowiązania krótkoterminowe inne	29,4	58,0	75,4	65,0	65,0	65,0	65,0
Pasywa razem	1 747,0	1 849,8	2 136,9	2 147,1	2 446,2	2 746,5	3 060,5
Dług netto	1 389,3	1 169,5	1 262,2	1 320,1	1 354,8	1 390,7	1 419,3
Dług netto / Kapitał własny	15,6	7,2	3,5	3,2	2,4	2,0	1,6
Dług netto / EBITDA MSSF 16	6,7	2,6	3,1	2,6	2,5	2,3	2,2
Rachunek przepływu [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	225,5	360,3	351,6	442,2	514,9	553,2	598,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-1,1	10,5	-12,8	-33,1	-17,0	-22,1	-27,8
Przepływy z działalności finansowej	-35,4	-349,4	-351,8	-589,0	-390,5	-425,0	-456,7
Przepływy pieniężne netto	189,0	21,4	-17,7	-179,9	107,4	106,1	113,6
Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S	1,0	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
P/E	-	6,5	10,0	8,8	6,8	6,5	6,0
P/BV	12,3	6,8	3,1	2,6	2,0	1,5	1,3
EV/EBITDA MSSF 16	11,9	5,1	5,8	4,8	4,4	4,2	3,9
EV/EBIT MSSF 16	-	10,0	14,3	10,2	9,4	9,0	8,4
EV/S	2,2	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7
BVPS	5,1	9,2	20,4	23,8	31,9	40,3	49,4
EPS	-6,7	9,6	6,2	7,1	9,2	9,6	10,4
DPS (w danym roku)	0,0	0,0	0,0	4,4	1,1	1,3	1,3
Wskaźniki	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	138,1%	101,4%	16,4%	15,5%	9,5%	7,1%	7,0%
EBITDA MSSF 16 zmiana r/r	770,8%	112,6%	-8,5%	24,2%	9,8%	7,3%	8,1%
Zysk netto zmiana r/r	-	-	171,8%	-36,7%	29,5%	4,7%	8,4%
Marża brutto na sprzedaży	4,7%	9,6%	8,4%	10,2%	10,3%	10,2%	10,3%
Marża EBITDA MSSF 16	18,6%	19,6%	15,4%	16,6%	16,6%	16,7%	16,8%
Marża netto	-10,5%	3,2%	7,5%	4,1%	4,9%	4,7%	4,8%
ROE	-131,5%	44,8%	54,9%	29,8%	28,7%	23,9%	21,1%
ROA	-6,7%	3,9%	9,2%	5,8%	6,6%	6,1%	6,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; wskaźniki obliczone przy cenie rynkowej 62,3 PLN.



Główne czynniki ryzyka: 1) COVID-19 i jego konsekwencje 2) Otoczenie makroekonomiczne 3) Koncentracja klientów 4) Konkurencja rynkowa 5) Katastrof lotnicze 6) Wstrzymanie lotów Boeing 737 MAX 7) Ataki terrorystyczne i konflikty militarne 8) Katastrofy naturalne i epidemie 9) Zmiany cen paliw 10) Sezonowość wyników 11) Ryzyko stóp procentowych 12) Opóźnienia w dostawie zakontraktowanych samolotów

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 83,7 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 63,1 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 1 361 mln PLN, czyli **77,5 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	1 469	83,7	34%
B	Wycena porównawcza	1 108	63,1	1%
C = (70%*A + 30%*B)		1 361	77,5	24%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wyceny akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10-letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopach zwrotu wolnych od ryzyka (na poziomie 5,7%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 6,5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,2x. 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 2024 r. spółce uda się wypracować 3,0 mld PLN przychodów ze sprzedaży oraz 503,0 mln PLN na poziomie EBITDA MSSF 16.
- Mając na uwadze aktualne dane wskazujące na to, że popyt na usługi lotnicze w Polsce ma szansę utrzymać się w średnim okresie podnosimy nasze oczekiwania co do rozbudowy floty w kolejnych latach, zakładając w sezonie '25 34 własne maszyny (vs 31 w 2024 r.).

Ścieżka wyniku w podziale na segmenty [mln PLN]

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	1 120,3	2 255,8	2 625,9	3 031,8	3 318,6	3 554,7	3 802,6	4 022,4
Usługi lotnicze	1 070,0	2 187,5	2 546,6	2 937,0	3 214,8	3 443,5	3 683,6	3 896,6
Sprzedaż pokładowa	50,3	68,3	79,4	94,8	103,8	111,2	118,9	125,8
Wynik brutto ze sprzedaży	52,1	216,1	221,6	308,3	343,4	363,9	390,6	410,9
Usługi lotnicze	41,0	201,3	199,2	281,3	316,5	335,2	360,0	378,6
Sprzedaż pokładowa	11,0	14,6	21,6	27,0	26,9	28,8	30,6	32,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Poziom zapasów, należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach.
- Zakładamy efektywną stawkę podatkową na poziomie 19,0% w latach 2024-33 (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- Oczekujemy, że w 3Q'24 spółka spłaci pozostałą część pożyczki od PFR (ok. 70 mln PLN) oraz wypłaci rekordową dywidendę na poziomie DPS = 4,4 PLN (DY = 7,1%).
- Uwzględniamy również wartość posiadanych udziałów (Chair Airlines = ok. 29,4 mln PLN oraz Fly4 = 7,9 mln PLN wg sprawozdania za 1Q'24) oraz pożyczki dla Chair Airlines (ok. 10,8 mln PLN) i Avengers Flight Poland (ok. 7,6 mln PLN).
- Chair Airlines – oczekujemy, że w kolejnych latach spółka będzie w stanie generować zbliżone wyniki do tych z 2023 r. (przy zakładanym braku dalszej rozbudowy floty).
- Własny hangar – oczekujemy, że zostanie sfinansowany przez jego dostawcę (leasing operacyjny). 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. Spodziewamy się pierwszych efektów już w 4Q'24.
- Fly4 – aktualnie poza wyżej wspomnianymi udziałami nie ujmujemy tego podmiotu w naszym modelu. Pragniemy jednak zauważyć, iż inicjatywa ta może m.in. pozytywnie wpłynąć na poprawę rentowności przewoźnika, ze względu na atrakcyjniejsze ceny wynajmu samolotów.
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2033 roku na poziomie 1%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2033 roku.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2023 roku, uwzględniając leasingi związane z obowiązującym standardem MSSF 16.
- Do obliczeń przyjęliśmy 17,5 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 30.08.2024 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Enter Air na poziomie 1 469 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 83,7 PLN.

Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	3 031,8	3 318,6	3 554,7	3 802,6	4 022,4	4 235,0	4 460,7	4 692,6	4 933,7	5 173,4
EBIT [mln PLN]	237,4	261,3	275,6	298,1	313,1	327,5	335,8	343,1	348,8	353,4
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	45,1	49,7	52,4	56,6	59,5	62,2	63,8	65,2	66,3	67,2
NOPLAT [mln PLN]	192,3	211,7	223,3	241,4	253,6	265,3	272,0	277,9	282,5	286,3
Amortyzacja [mln PLN]	265,6	290,9	316,7	342,4	368,2	394,0	419,8	445,6	471,4	497,3
CAPEX [mln PLN]	-285,8	-319,8	-348,6	-384,8	-415,7	-446,1	-473,0	-500,2	-527,4	-554,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	2,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,5	0,6	0,9	1,1	1,5
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]	174,5	183,2	191,8	199,6	206,8	213,6	219,4	224,3	227,7	230,7
DFCF [mln PLN]	169,5	163,1	156,3	148,5	140,3	132,1	123,4	114,7	105,8	97,4
Suma DFCF [mln PLN]	1 351,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	3 137,5									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 324,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	2 675,4									
Dług netto 2023 [mln PLN]	1 262,2									
Pozostałe aktywa finansowe [mln PLN]	55,7									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	1 468,9									
Ilość akcji [tys.]	17,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	83,7									

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

Przychody zmiana r/r	15,5%	9,5%	7,1%	7,0%	5,8%	5,3%	5,3%	5,2%	5,1%	4,9%
EBIT zmiana r/r	42,9%	10,1%	5,5%	8,1%	5,0%	4,6%	2,5%	2,2%	1,6%	1,3%
FCF zmiana r/r	5,3%	5,0%	4,7%	4,1%	3,6%	3,3%	2,7%	2,2%	1,5%	1,3%
Marża EBITDA	16,6%	16,6%	16,7%	16,8%	16,9%	17,0%	16,9%	16,8%	16,6%	16,4%
Marża EBIT	7,8%	7,9%	7,8%	7,8%	7,8%	7,7%	7,5%	7,3%	7,1%	6,8%
Marża NOPLAT	6,3%	6,4%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,1%	5,9%	5,7%	5,5%
CAPEX / Przychody	9,4%	9,6%	9,8%	10,1%	10,3%	10,5%	10,6%	10,7%	10,7%	10,7%
CAPEX / Amortyzacja	107,6%	109,9%	110,1%	112,4%	112,9%	113,2%	112,7%	112,2%	111,9%	111,5%
Zmiana KO / Przychody	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-0,6%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,3%	-0,2%	-0,3%	-0,4%	-0,5%	-0,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Premia za ryzyko	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Beta	1,2	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	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%
Udział kapitału własnego	32,3%	34,8%	36,7%	38,6%	40,2%	41,6%	42,8%	43,7%	44,6%	45,3%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Udział kapitału obcego	67,7%	65,2%	63,3%	61,4%	59,8%	58,4%	57,2%	56,3%	55,4%	54,7%
WACC	8,9%	9,1%	9,3%	9,5%	9,6%	9,8%	9,9%	10,0%	10,1%	10,1%

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	77,5	81,1	85,1	89,5	94,5	100,0	106,3	113,4	121,5
	1,0	73,5	76,8	80,5	84,6	89,1	94,2	99,9	106,4	113,7
	1,1	69,6	72,8	76,2	80,0	84,1	88,8	94,0	99,9	106,5
	1,2	66,0	68,9	72,1	75,6	79,5	83,7	88,5	93,9	99,9
	1,3	62,6	65,3	68,3	71,5	75,1	79,0	83,4	88,3	93,8
	1,4	59,3	61,9	64,6	67,6	70,9	74,5	78,6	83,1	88,1
	1,5	56,2	58,6	61,1	63,9	67,0	70,4	74,1	78,2	82,8

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%	81,0	84,9	89,1	93,9	99,2	105,1	111,9	119,6	128,5
	5,5%	73,1	76,5	80,1	84,2	88,7	93,7	99,4	105,8	113,1
	6,5%	66,0	68,9	72,1	75,6	79,5	83,7	88,5	93,9	99,9
	7,5%	59,6	62,1	64,9	67,9	71,3	74,9	79,0	83,5	88,6
	8,5%	53,8	56,0	58,4	61,1	63,9	67,1	70,6	74,4	78,7
	9,5%	48,5	50,4	52,5	54,9	57,4	60,1	63,1	66,4	70,1
	10,5%	43,6	45,3	47,2	49,2	51,4	53,8	56,4	59,3	62,4

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%	112,9	110,2	107,6	105,1	102,8	100,6	98,5	96,5	94,5
	5,5%	101,8	98,9	96,2	93,7	91,3	89,1	87,0	85,0	83,1
	6,5%	91,8	88,9	86,2	83,7	81,4	79,2	77,1	75,1	73,2
	7,5%	82,9	80,1	77,4	74,9	72,6	70,5	68,4	66,5	64,8
	8,5%	74,9	72,1	69,5	67,1	64,9	62,8	60,9	59,0	57,3
	9,5%	67,7	65,0	62,4	60,1	58,0	56,0	54,1	52,4	50,8
	10,5%	61,1	58,5	56,0	53,8	51,8	49,9	48,1	46,5	45,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

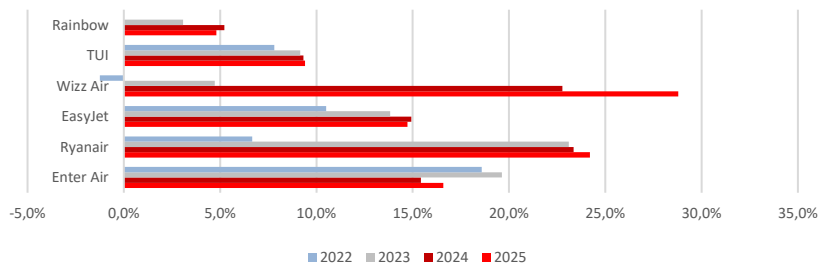
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o prognozy na lata 2024-26 dla wybranych spółek z branży lotniczej. W wycenie uwzględniliśmy przewoźników niskokosztowych (Ryanair, EasyJet, Wizz Air) oraz tour-operatorów (TUI, Rainbow – główni klienci grupy, dodatkowo TUI jest właścicielem linii lotniczej TUI Fly). Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 33%). Ostateczna wycena Enter Air metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **63,1 PLN**. Uwzględniamy ją w naszej końcowej wycenie, nadając jej wartość 30%.

Wycena porównawcza [PLN]

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Ryanair	10,5	8,9	8,1	5,9	5,0	3,9
EasyJet	7,0	6,5	6,0	2,3	2,1	2,1
Wizz Air	7,4	4,8	4,5	5,8	4,3	4,0
TUI	6,7	5,7	5,1	2,6	2,3	2,0
Rainbow	10,3	9,9	9,2	7,1	6,5	5,9
Mediana	7,4	6,5	6,0	5,8	4,3	3,9
Enter Air*	7,8	6,8	6,5	4,8	4,4	4,2
Premia/dyskonto dla Enter Air	4,3%	3,9%	7,2%	-17,0%	2,8%	7,9%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	59,7	60,0	58,1	90,5	58,5	51,9
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników [PLN]	59,3			67,0		
Waga wskaźnika	50%			50%		
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	63,1					

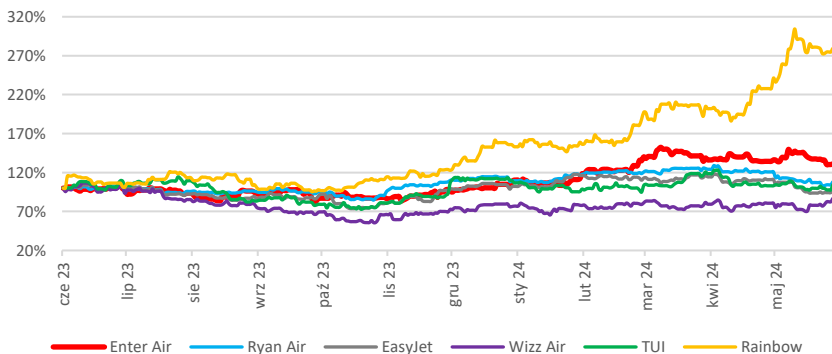
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg; *-oczyszczone o wpływ różnic kursowych z wyceny bil.

Porównanie marży EBITDA [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów od czerwca 2023 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI ZA 1Q'24

Wyniki spółki za 1Q'24 okazały się niższe od naszych oczekiwań i konsensusu, co odebraliśmy negatywnie. Różnica vs nasze prognozy wynikała w głównej mierze z większej ilości przeglądów wykonanych na przestrzeni pierwszego kwartału (w zeszłym roku rozłożone na trzy kwartały vs dwa w niskim sezonie 2023/24), wyższych kosztów paliwa oraz znaczącej straty z jednostek wycenianych metodą praw własności (Chair, Fly4). Pragniemy zauważyć jednak, że najważniejszy dla tegorocznych wyników będzie jak zwykle wysoki sezon, a więc wyniki za 2-3Q'24.

W raporcie przewoźnik poinformował o opóźnieniach w dostawach zakontraktowanych samolotów (miały pojawić się w maju), które aktualnie mają być gotowe i dopuszczone do latania przed szczytem sezonu. Podczas konferencji wynikowej (03.06.2024 r.) zarząd spółki podkreślił, że ryzyko konieczności wynajmu dodatkowych maszyn w formule wet-lease jest znikome. Aktualnie 3 z zamówionych samolotów są zarejestrowane i powinny trafić do przewoźnika w najbliższych dniach.

Wyniki za 1Q'2024 [mln PLN]

	1Q'23	1Q'24	zmiana r/r	1Q'24P BDM	odchyl.	1Q'24P kons.	odchyl.
Przychody	313,8	392,9	25,2%	395,2	-0,6%	391,4	0,4%
<i>Usługi lotnicze</i>	301,9	375,5	24,4%	380,3	-1,3%	-	-
<i>Sprzedaż pokładowa</i>	11,9	17,4	46,7%	14,9	16,7%	-	-
Wynik brutto ze sprzedaży	-3,5	-12,4	-	-1,4	-	-	-
<i>Usługi lotnicze</i>	-7,2	-19,0	-	-6,1	-	-	-
<i>Sprzedaż pokładowa</i>	3,7	6,6	75,4%	4,7	39,7%	-	-
EBITDA	40,5	35,1	-13,3%	42,9	-18,2%	-	-
EBIT	-13,2	-25,9	-	-15,3	-	-17,8	-
Wynik brutto	-17,0	-75,3	-	-32,9	-	-	-
Wynik netto	-40,3	-64,3	-	-43,2	-	-38,5	-
Wynik netto adj.*	-16,5	-47,7	-	-25,7	-	-	-
Marża brutto ze sprzedaży	-1,1%	-3,2%	-	-0,4%	-	-	-
Marża EBITDA	12,9%	8,9%	-	10,8%	-	-	-
Marża EBIT	-4,2%	-6,6%	-	-3,9%	-	-4,5%	-
Marża zysku netto	-5,2%	-16,4%	-	-10,9%	-	-9,8%	-
Marża zysku netto adj.*	-13,0%	-12,1%	-	-6,5%	-	-	-

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

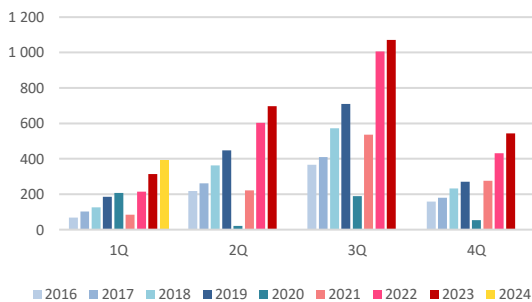
- W 1Q'24 grupa wypracowała 392,9 mln PLN przychodów, co oznacza wzrost o ok. 25,2% r/r.
- W obszarze usług lotniczych spółka osiągnęła 375,5 mln PLN obrotów (+24,4% r/r przy wzroście operacji lotniczych = 38% r/r – różnica wynika z niższych cen paliwa i umocnienia PLN względem USD), a w części sprzedaży pokładowej 17,4 mln PLN (+46,7% r/r).
- Przychody krajowe stanowiły 91,7% całości usług lotniczych (+46,3% r/r) = 344,3 mln PLN, natomiast zagranica 8,3% = 31,2 mln PLN (-53,2% r/r).
- W omawianym okresie koszt własny sprzedaży urosł o 27,8% r/r do poziomu 405,3 mln PLN, a głównym czynnikiem wpływającym na wyższy poziom kosztów w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego jest przede wszystkim wzrost kosztów zużycia materiałów i energii (+30,3% do poziomu 172,4 mln PLN) jak i usług obcych (+30,5% do 151,4 mln PLN), a co związane jest przede wszystkim z większą ilością wykonanych operacji lotniczych oraz przeprowadzonych przeglądów.
- Koszt usług obcych w relacji do przychodów lotniczych wyniósł 40,3% i zaliczył wzrost r/r jak i spadek q/q (38,4% w 1Q'23; 43,7% w 4Q'23), czym negatywnie nas zaskoczył (oczekiwaliśmy mniej dynamicznego wzrostu r/r). Koszt zużycia materiałów i energii w relacji do przychodów lotniczych wyniósł 45,9% vs 43,8% w 1Q'23 i również przewyższył nasze założenia.
- Ponadto znaczącemu zwiększeniu r/r uległy wynagrodzenia (+57,6%) do 15,6 mln PLN. Wzrost zatrudnienia o 7,0% q/q do 644 osób.
- W związku z większą ilością maszyn, zwiększeniu uległa amortyzacja (+13,6% r/r) do 61,0 mln PLN.
- Wynik brutto ze sprzedaży spółki wyniósł -12,4 mln PLN (vs -3,5 mln PLN w 1Q'23).
- Na poziomie EBITDA Enter Air zaraportował 35,1 mln PLN zysku (-13,3% r/r), co było wynikiem niższym od naszych oczekiwań.
- Saldo finansowe spółki wyniosło -33,6 mln PLN (z czego -16,6 mln PLN stanowiły różnice kursowe z wyceny bilansowej vs -17,5 mln PLN BDM) i było zbliżone do naszych prognoz. Koszty odsetek z leasingów finansowych urosły r/r o 44,3% do 16,6 mln PLN.
- Wynik został obniżony wynikiem rozliczenia jednostek wycenianych metodą praw własności (-16,9 mln PLN – z czego -7,1 mln PLN dotyczy spadku wyceny Chair Airlines AG, a -9,7 mln PLN Fly4), co jest dla nas sporym rozczarowaniem.
- W omawianym okresie spółka wypracowała skoryg. wynik netto na poziomie -47,7 mln PLN (vs -16,5 mln PLN w 1Q'23).

- W omawianym okresie cash flow z działalności operacyjnej wyniósł -12,2 mln PLN (vs -22,3 mln PLN przed rokiem), CF inwestycyjny = -22,6 mln PLN (CAPEX = 5,0 mln PLN, zakup udziałów w jednostkach stowarzyszonych = 17,6 mln PLN), a CF finansowy = -37,7 mln PLN (z czego 54,1 mln PLN dot. płatności zobowiązań z tyt. leasingu). Na koniec marca'24 grupa miała 203,1 mln PLN środków pieniężnych i pozostałych aktywów finansowych (-72,5 mln PLN q/q).
- Dług netto wzrósł q/q o 75,6 mln PLN do 1 387,8 mln PLN.
- W sezonie lato 2024 planowane operacje z wykorzystaniem 43 samolotów (31 własnych maszyn, 4 wet-leasy, 4 samoloty Chair Airlines i 4 samoloty Fly4).
- Pomimo pojawienia się niezawinionych przez przewoźnika opóźnień w dostawach, większość nowych maszyn ma być gotowa i dopuszczona do latania przed szczytem sezonu.
- Ze względu na wysokie koszty finansowania po pandemii grupa dokonała przesunięcia planowanych dostaw samolotów B737MAX na 2028 rok z możliwością elastycznego dostosowania terminów dostaw. Jednocześnie spółka zaczęła poszukiwania na rynku samolotów lub slotów produkcyjnych posiadanych przez firmy leasingowe, porzuconych przez inne linie lotnicze ze względu na pandemię. Takie egzemplarze miały finansowanie skonfigurowane jeszcze przed pandemią, oferując atrakcyjne wysokości rat leasingowych. Grupa pozyskała z rynku 6 takich maszyn typu B737-8 Max z dostawą zaplanowaną na 2025 i 2026 rok. Samoloty te mogą zastąpić samoloty z pierwotnego zamówienia złożonego przez grupę. W takim przypadku Boeing dokona zwrotu zaliczek (PDP) na rzecz Enter Air, które to zaliczki były wpłacone na każdy samolot z pierwotnego zamówienia grupy.

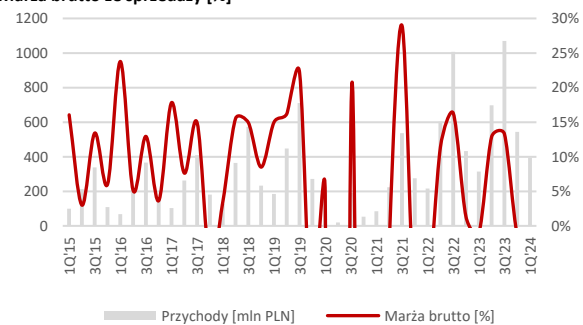
Wyniki za ostatnie kwartały [mln PLN]

	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	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24
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	697,7	1 070,6	543,9	392,9
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	676,3	1 042,9	525,5	375,5
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	21,4	27,6	18,5	17,4
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	89,9	142,3	-7,1	-12,4
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	84,5	133,2	-11,3	-19,0
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	5,4	8,3	4,2	6,6
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	134,6	192,8	37,2	35,1
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	75,6	128,6	-24,9	-25,9
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	109,6	68,1	79,9	-75,3
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	-40,3	90,0	56,9	66,0	-64,3
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%	12,9%	13,3%	-1,3%	-3,2%
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%	19,3%	18,0%	6,8%	8,9%
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%	10,8%	12,0%	-4,6%	-6,6%
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%	12,9%	5,3%	12,1%	-16,4%

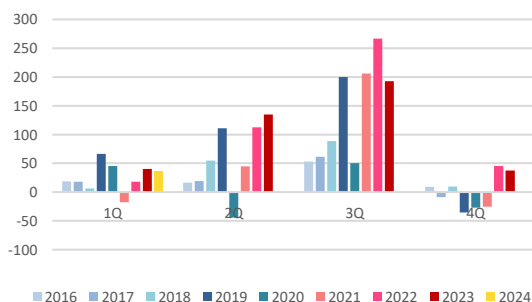
Źródło: BDM S.A., spółka

Przychody w ujęciu kwartalnym [mln PLN]


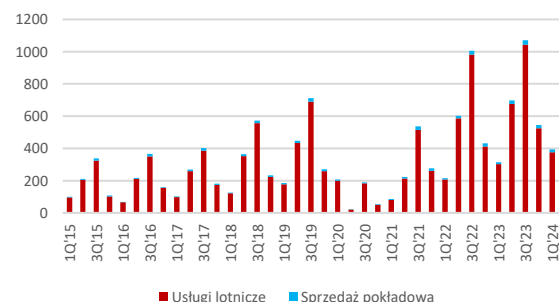
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży [%]


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

Przychody wg segmentów [mln PLN]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

2024 r. pod znakiem utrzymującego się silnego popytu

Oczekujemy, że na przestrzeni kolejnych tygodni do spółki trafią zakontraktowane w leasingu operacyjnym samoloty, tj. cztery Boeingi 737-MAX i jeden Boeing 737-800. Dzięki temu przewoźnik będzie dysponował w wysokim sezonie 31 własnymi maszynami oraz czterema w formule wet-lease. Mając na uwadze udany początek 2024 roku oraz utrzymujący się silny popyt na usługi spółki, podnosimy nasze prognozy dotyczące wzrostu liczby operacji lotniczych wykonywanych przez Enter Air w 2024 roku do 13% w porównaniu do roku poprzedniego. W całym 2024 r. prognozujemy przychody na poziomie 3,0 mld PLN (+15% r/r).

Liczymy, że brak opóźnień w dostawie zakontraktowanych samolotów oraz przeprowadzenie pierwszych przeglądów maszyn we własnym zakresie przełoży się na poprawę marży r/r (w 3Q'23 konieczność wynajmu dodatkowych samolotów przełożyła się na wzrost kosztów usług obcych o ok. 35 mln PLN). Dodatni wpływ na marżowość spółki powinien mieć fakt, że w ramach przygotowań do przyjęcia pięciu nowych samolotów, przeglądy floty przed wysokim sezonem 2024 zostały skumulowane w dwóch kwartałach (4Q'23 i 1Q'24)) zamiast trzech (4Q'22, 1Q'23, 2Q'23) jak to miało miejsce rok temu. Dodatkowym wsparciem dla rentowności przewoźnika powinna być również cena paliwa lotniczego (model oparty o ok. miesięczne opóźnienie w rozliczeniu z touroperatorem), która w 2023 r. sukcesywnie rosła osiągając szczyt pod koniec wysokiego sezonu.

Cena paliwa lotniczego [USD/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena uprawnień do emisji CO2 [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Pragniemy również zauważyć, że w 3Q'23 spółka dokonywała dodatkowe zakupy uprawnień do emisji CO2, przy wysokich cenach certyfikatów (aktualnie około 11% niżej) ponosząc koszty na poziomie około 11 mln PLN. Szacujemy, że w całym 2024 roku przewoźnik będzie potrzebował uprawnień na około 170-180 tys. ton (z czego 60 tys. darmowych), co oznacza, że całkowity roczny koszt z tego tytułu powinien oscylować w okolicach 34-37 mln PLN.

Mając powyższe na uwadze, liczymy że 2024 r. okaże się najlepszym w historii pod względem generowanych wyników. Prognozujemy, że w omawianym okresie spółka wypracuje 308,3 mln PLN wyniku brutto ze sprzedaży, 503,0 mln PLN EBITDA oraz 124,4 mln PLN zysku netto.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
Przychody	215,1	602,6	1 006,1	431,9	313,8	697,7	1 070,6	543,9	392,9	858,5	1 150,4	630,0
Usługi lotnicze	206,8	587,2	981,5	412,0	301,9	676,3	1 042,9	525,5	375,5	832,2	1 120,7	608,6
Sprzedaż pokładowa	8,4	15,4	24,6	19,9	11,9	21,4	27,6	18,5	17,4	26,3	29,7	21,4
Wynik brutto ze sprzedaży	-22,2	68,7	164,0	5,6	-3,5	89,9	142,3	-7,1	-12,4	115,4	195,0	10,3
Usługi lotnicze	-24,2	68,4	158,7	-1,6	-7,2	84,5	133,2	-11,3	-19,0	108,8	186,0	5,5
Sprzedaż pokładowa	2,0	0,4	5,1	7,2	3,7	5,4	8,3	4,2	6,6	6,6	9,0	4,8
EBITDA MSSF 16	18,1	112,5	266,6	45,4	40,5	134,6	192,8	37,2	35,1	162,6	247,2	58,2
EBIT MSSF 16	-36,2	58,6	211,7	-8,5	-13,2	75,6	128,6	-24,9	-25,9	97,4	177,5	-11,5
Wynik brutto	-82,2	-38,5	113,9	84,0	-17,0	109,6	68,1	79,9	-75,3	90,0	171,1	-28,2
Wynik netto	-68,7	-31,0	104,0	67,9	-16,5	90,0	56,9	66,0	-64,3	72,9	138,6	-22,8
marża brutto ze sprzedaży	-10,3%	11,4%	16,3%	1,3%	-1,1%	12,9%	13,3%	-1,3%	-3,2%	13,4%	17,0%	1,6%
marża EBITDA MSSF 16	8,4%	18,7%	26,5%	10,5%	12,9%	19,3%	18,0%	6,8%	8,9%	18,9%	21,5%	9,2%
marża EBIT MSSF 16	-16,8%	9,7%	21,0%	-2,0%	-4,2%	10,8%	12,0%	-4,6%	-6,6%	11,3%	15,4%	-1,8%
marża netto	-31,9%	-5,2%	10,3%	15,7%	-5,2%	12,9%	5,3%	12,1%	-16,4%	8,5%	12,0%	-3,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rekordowe umowy z touroperatorami na sezon lato 2024 i zima 2024/25

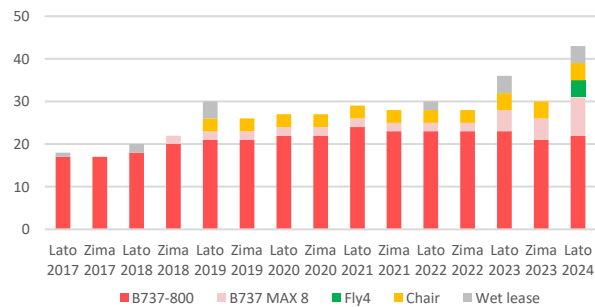
TOUROPERATOR	SEZON LATO 2024 I ZIMA 2024/25 [MLN PLN]	SEZON LATO 2023 I ZIMA 2023/24 [MLN PLN]	ZMIANA R/R
TUI POLAND	894,2	718,3	24%
CORAL TRAVEL	508,9	408,5	25%
RAINBOW TOURS	365,6	196,8	86%
ITAKA FLY	296,8	248,0	20%

Źródło: BDM S.A., spółka

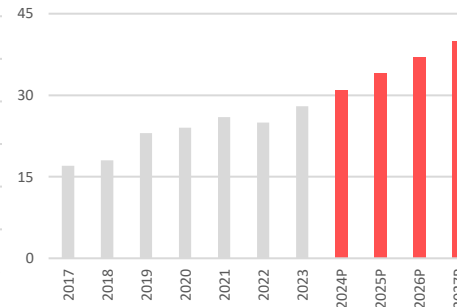
Rozbudowa floty

W naszej ostatniej rekomendacji zachowawczo podchodziliśmy do prognoz na 2024 rok i kolejne lata, obawiając się, że obserwowany popyt może mieć charakter krótkoterminowy (m.in. efekt postpandemiczny). Aktualne dane sugerują jednak, że popyt na usługi lotnicze w Polsce ma szansę utrzymać się w średnim okresie. Wynika to m.in. z wejścia na rynek wyżu demograficznego z lat 80-tych i jego skłonności do podróżowania oraz wzrostu wynagrodzeń. W związku z powyższym podnosimy nasze założenia co do rozbudowy floty w kolejnych latach. Zakładamy, że w 2025 roku spółka będzie dysponować 34 własnymi maszynami (wobec 31 w 2024 roku).

Flota Enter Air na przestrzeni 2017-2024 r.



Prognozowana rozbudowa floty Enter Air



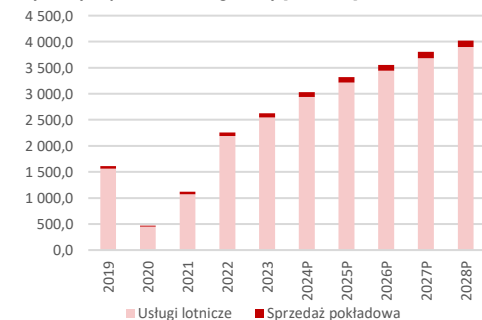
Źródło: BDM S.A., spółka

Prognoza ogólna na lata 2024-2028 [mln PLN]

	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	1 614,7	470,5	1 120,3	2 255,8	2 625,9	3 031,8	3 318,6	3 554,7	3 802,6	4 022,4
Usługi lotnicze	1 559,9	453,3	1 070,0	2 187,5	2 546,6	2 937,0	3 214,8	3 443,5	3 683,6	3 896,6
Sprzedaż pokładowa	54,8	17,2	50,3	68,3	79,4	94,8	103,8	111,2	118,9	125,8
Wynik brutto ze sprzedaży	212,1	-124,4	52,1	216,1	221,6	308,3	343,4	363,9	390,6	410,9
Usługi lotnicze	203,1	-127,8	41,0	201,3	199,2	281,3	316,5	335,2	360,0	378,6
Sprzedaż pokładowa	9,0	3,4	11,0	14,6	21,6	27,0	26,9	28,8	30,6	32,3
EBITDA MSSF 16	341,7	23,9	208,2	442,7	405,2	503,0	552,2	592,3	640,5	681,2
EBIT MSSF 16	168,5	-150,5	-14,7	225,6	166,2	237,4	261,3	275,6	298,1	313,1
Wynik brutto	107,8	-188,0	-141,1	77,1	240,5	157,6	198,9	208,3	225,9	235,8
Wynik netto	85,0	-154,1	-117,1	72,3	196,4	124,4	161,1	168,7	182,9	191,0
marża brutto ze sprzedaży	13,1%	-26,4%	4,7%	9,6%	8,4%	10,2%	10,3%	10,2%	10,3%	10,2%
marża EBITDA MSSF 16	21,2%	5,1%	18,6%	19,6%	15,4%	16,6%	16,6%	16,7%	16,8%	16,9%
marża EBIT MSSF 16	10,4%	-32,0%	-1,3%	10,0%	6,3%	7,8%	7,9%	7,8%	7,8%	7,8%
marża netto	5,3%	-32,8%	-10,5%	3,2%	7,5%	4,1%	4,9%	4,7%	4,8%	4,7%

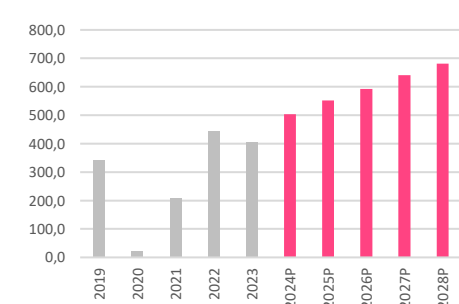
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody w podziale na segmenty [mln PLN]



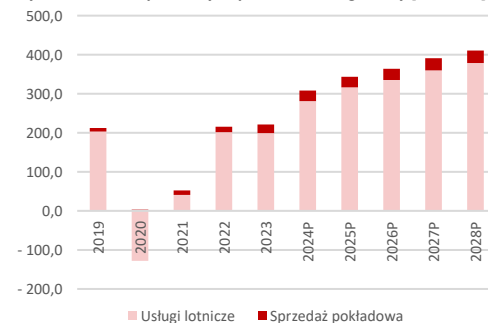
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA w kolejnych okresach [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBITDA w okresie prognozy



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

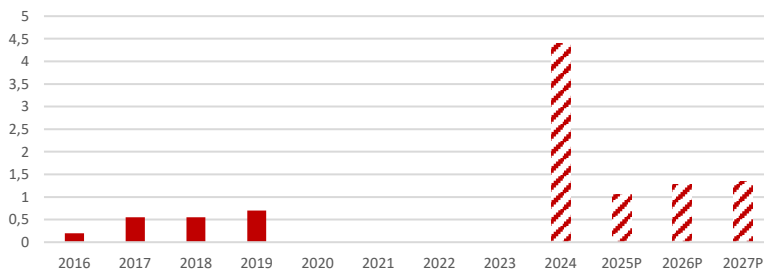
Rekordowa dywidenda

Ze względu na ograniczenia wynikające z umowy pożyczki od PFR, spółka nie była w stanie wypłacić dywidendy w poprzednich latach. Obecnie przewoźnik planuje spłacić swoje zobowiązania wobec Polskiego Funduszu Rozwoju przed terminem (zostało ok. 70 mln PLN) i podzielić się zyskiem z akcjonariuszami. Zarząd Enter Air zarekomendował wypłatę dywidendy w wysokości 77,2 mln PLN, tj. 4,4 PLN na akcję (DY = 7,1%), co przekracza nasze oczekiwania z ostatniej rekomendacji (DPS = 3,2 PLN), a co odebraliśmy pozytywnie.

Na wypłatę dywidendy przeznaczony zostanie całkowity jednostkowy zysk Enter Air sp. z o.o. za rok obrotowy 2023 w kwocie netto 46,3 mln PLN oraz kapitał zapasowy zgromadzony w latach ubiegłych równy 30,9 mln PLN, co daje łącznie 77,2 mln PLN. Zakładając spełnienie powyższego warunku (spłata pożyczki od PFR), dywidenda zostanie wypłacona w drugiej połowie sierpnia '24.

Oczekujemy, że również w kolejnych latach spółka będzie kontynuować dzielenie się zyskiem ze swoimi akcjonariuszami.

Zakładane przyszłe strumienie dywidend [DPS]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Fly4

Utworzenie Fly4 to odpowiedź Enter Air na obecną sytuację na rynku wet-lease (wysokie ceny, niska dostępność w wysokim sezonie), która oferuje wynajem i czarter samolotów wraz z załogami (ACMI). Głównymi klientami nowej spółki będą TUI i Enter Air, ale planuje ona także ekspansję na rynki pozaeuropejskie, takie jak USA i Kanada. W sezonie 2024 Fly4 będzie operować czterema samolotami dostarczonymi przez TUI na rynku brytyjskim, jednym z największych rynków lotniczych. Enter Air będzie nadzorować utrzymanie niskokosztowej kultury operacyjnej, podczas gdy TUI będzie dostarczało maszyny. Obecnie touroperator operuje 35 samolotami w formule ACMI, co daje duży potencjał rozwoju floty. Przedstawiciele Enter Air przewidują, że za około trzy lata flota Fly4 będzie liczyć kilkanaście samolotów.

Obecnie nie uwzględniamy Fly4 w naszym modelu. Doceniamy jednak tę inicjatywę, która w przyszłości może stać się wartością dodaną dla spółki. Pragniemy zauważyć, iż może ona m.in. wpłynąć na poprawę rentowności, ze względu na atrakcyjniejsze ceny wynajmu samolotów. Należy również zauważyć, że ryzyko niepowodzenia nowej ścieżki biznesowej jest niewielkie, ponieważ od samego początku współpracuje ona z dużym klientem (TUI), a na rynku europejskim zapotrzebowanie na usługi wet-lease jest duże.

Własny hangar

Spółka finalizuje rozmowy dotyczące pozyskania hangaru na Węgrzech. Jeszcze w tym roku planuje samodzielnie wykonać przegląd 20% swoich maszyn. Działania te powinny przyczynić się do zmniejszenia kosztów usług obcych w niskim sezonie, tym samym przyczynić się do poprawy rentowności przewoźnika.

Ryzyko opóźnienia w dostawie zakontraktowanych samolotów

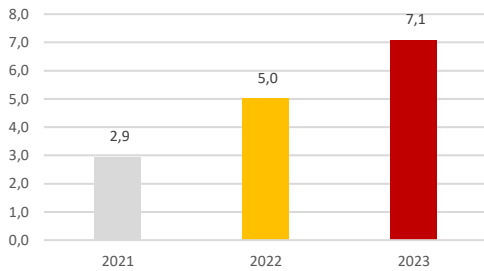
Potencjalnym obszarem ryzyka pozostają opóźnienia w dostawie zakontraktowanych samolotów. Pragniemy jednak zauważyć, iż podczas ostatniej konferencji wynikowej (03.06.2024 r.) zarząd spółki podkreślił, że ryzyko konieczności wynajmu dodatkowych maszyn w formule wet-lease, z powodu braku odpowiednio dopasowanej floty, jest znikome. Obecnie trzy z zamówionych samolotów są już zarejestrowane i powinny trafić do przewoźnika w najbliższych dniach.

Początkowo samoloty miały być dostarczone w maju, ale ze względu na konieczność przeprowadzenia dodatkowych prac remontowych, głównie dotyczących silników (koszt pokrywany przez leasingodawcę), termin dostawy uległ przesunięciu. Przypominamy, że w 3Q'23 opóźnienia w odbiorze samolotów zmusiły spółkę do zaangażowania dodatkowych maszyn na zasadach wet-lease, co kosztowało ją około 35 mln PLN, stanowiąc ponad 18% wypracowanego w tym kwartale wyniku EBITDA. Liczymy, że tym razem brak dodatkowych kosztów związanych z wynajmem samolotów pozwoli przewoźnikowi uzyskać wyższą marżę i poprawić wyniki.

Polski rynek przewozów czarterowych w 2023 r. i wydatki mieszkańców Polski na zagraniczne wyjazdy

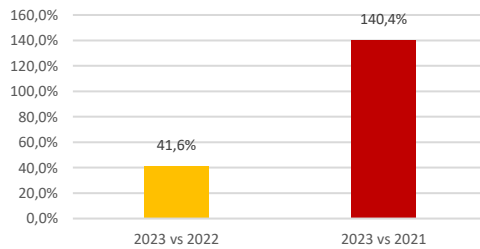
W 2023 roku polski rynek przewozów czarterowych obsłużył 7,1 mln pasażerów, co oznacza wzrost o 2,1 mln (+41,6% r/r). W porównaniu do 2019 r. liczba przewiezionych pasażerów wzrosła o 37,1%, czyli o 1,9 mln. Najwięcej pasażerów podróżowało do Turcji, Grecji i Egiptu. Największe wzrosty zainteresowania względem 2022 r. odnotowano na trasach do Turcji (+718,7 tys. r/r), Egiptu (+384,3 tys. r/r) i Hiszpanii (+229,1 tys. r/r). W międzynarodowym ruchu czarterowym w 2023 roku najwięcej pasażerów przewieźli przewoźnicy tacy jak Enter Air (2 mln pasażerów), Buzz (1,3 mln) oraz PLL LOT (1,1 mln). Największe wzrosty w porównaniu do 2022 r. odnotowali Enter Air (+748 tys.), PLL LOT (+291,1 tys.) i Buzz (+229,8 tys.).

Ilość pasażerów obsłużona w ruchu czarterowym na rynku polskim w latach 2021-2023 [mln]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ulc.gov.pl

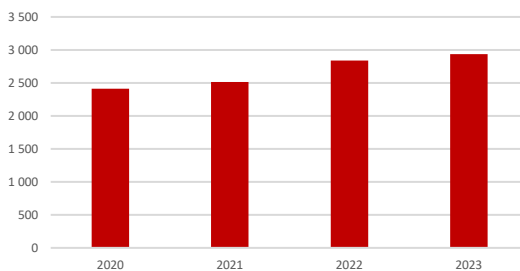
Dynamika ruchu czarterowego – narastająco – wykres przedstawia zmiany zachodzące w 2023 r. w ruchu czarterowym w porównaniu do lat 2022 i 2021



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ulc.gov.pl

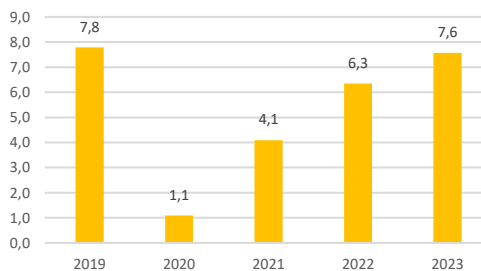
Na przestrzeni 2023 r. odnotowano wzrost przeciętnych wydatków Polaków na wyjazdy zagraniczne z poziomu 2 840 PLN w 2022 r. do 2 937 PLN. Wydatki Polaków podczas podróży zagranicznych przeliczone na 1 dzień pobytu wyniosły średnio 300 PLN i były o 20% wyższe niż w 2022 r.

Przeciętne wydatki na podróż zagraniczne 2020-2023 r. [w PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Liczba klientów biur podróży w Polsce w latach 2019-2023 [mln]

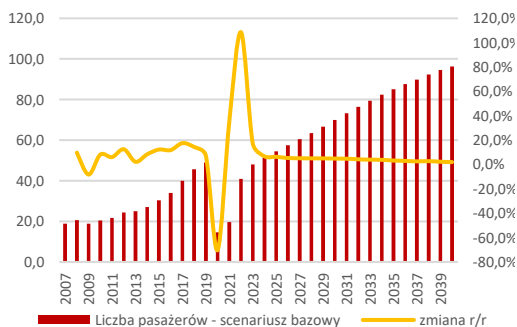


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Turystyczny Fundusz Gwarancyjny

Prognoza ruchu lotniczego w Polsce

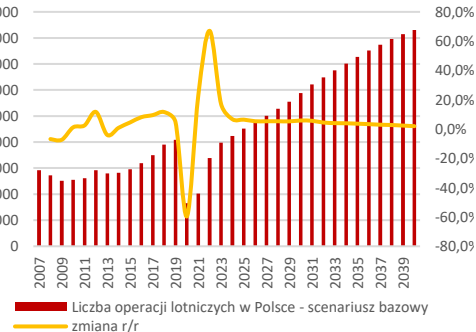
Zgodnie z prognozami ekspertów z Uniwersytetu Gdańskiego, liczba pasażerów w Polsce ma wzrosnąć o około 7% rocznie, osiągając poziom 51,3 mln w 2024 roku (wariant bazowy). W 2025 roku przewidywane jest obsłużenie 54,5 mln pasażerów, w 2030 – 69,6 mln, w 2035 – 85,1 mln, a w 2040 – 96,4 mln. To wskazuje na ogromny potencjał polskiego rynku transportu lotniczego pod względem liczby obsługiwanych pasażerów. Podobnie, według prognozy, będzie rosła liczba realizowanych operacji. Warunkiem osiągnięcia tych wyników w 2040 roku są inwestycje w przepustowość we wszystkich portach lotniczych w Polsce.

Liczba pasażerów w Polsce. Wyznaczone wartości roczne prognoz (wariant bazowy) w horyzoncie 2023-2040 [mln, %]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ulc.gov.pl

Liczba operacji lotniczych w Polsce. Wyznaczone wartości roczne prognoz (wariant bazowy) w horyzoncie 2023-2040

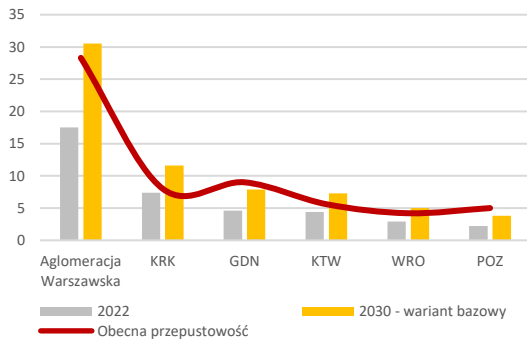


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ulc.gov.pl

Według przewidywań ekspertów, większość największych portów lotniczych w Polsce może osiągnąć maksymalną przepustowość już w 2030 roku.

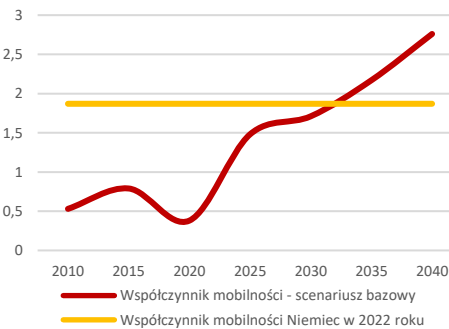
W 2022 roku Polska miała współczynnik mobilności na poziomie 1,09, a więc porównywalny do takich krajów jak Czechy (1,1), Rumunia (1,03), czy Węgry (1,28). Wiele jednak brakuje do wartości osiąganych przez kraje takie jak Niemcy (1,87), Francja (2,01), czy też Hiszpania (4,21).

Przepustowość największych portów lotniczych w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ulc.gov.pl

Współczynnik mobilności dla polskiego rynku w okresie 2022-2040, w interwałach pięcioletnich (wariant bazowy)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ulc.gov.pl

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 29.08.2023

- Mając na uwadze aktualne dane wskazujące, że popyt na usługi lotnicze w Polsce ma szansę utrzymać się w średnim okresie, podnosimy nasze założenia dotyczące rozbudowy floty w kolejnych latach. W związku z powyższym podwyższeniu ulega prognozowana przez nas na liczbę operacji lotniczych, co przekłada się na wyższe przychody oraz wyższe koszty operacyjne.
- Na zakładaną przez nas rentowność negatywnie wpływają m.in. wyższe koszty wynagrodzeń, części zamiennych (w tym głównie zapasowych silników) oraz obsługi technicznej. Z drugiej strony podwyższamy nasze prognozy dotyczące marżowości sprzedaży pokładowej.
- Na prognozowane przez nas przychody, oprócz liczby wykonywanych operacji lotniczych, wpływają także zmiany cen paliwa lotniczego (które są przenoszone na klienta) oraz walut.
- W związku z dynamiczniejszą rozbudową floty rosną również koszty finansowe, nakłady inwestycyjne oraz amortyzacja.
- Dodatkowo mając na uwadze odczyty za 2023 r. rewidujemy w górę nasze oczekiwania co do wyników Chair Airlines.

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 29.08.2023 [mln PLN]

	2024P			2025P			2026P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	2 267,5	3 031,8	33,7%	2 349,7	3 318,6	41,2%	2 469,8	3 554,7	43,9%
Usługi lotnicze	2 189,4	2 937,0	34,1%	2 268,8	3 214,8	41,7%	2 384,8	3 443,5	44,4%
Sprzedaż pokładowa	78,0	94,8	21,6%	80,8	103,8	28,4%	85,0	111,2	30,8%
Wynik brutto ze sprzedaży	294,3	308,3	4,8%	314,4	343,4	9,2%	290,3	363,9	25,4%
Usługi lotnicze	279,1	281,3	0,8%	298,7	316,5	5,9%	273,9	335,2	22,4%
Sprzedaż pokładowa	15,2	27,0	77,4%	15,7	26,9	71,6%	16,4	28,8	75,3%
EBITDA MSSF 16	473,1	503,0	6,3%	501,3	552,2	10,2%	528,2	592,3	12,1%
EBIT MSSF 16	232,7	237,4	2,0%	250,6	261,3	4,3%	223,2	275,6	23,5%
Wynik brutto	170,1	157,6	-7,4%	187,8	198,9	5,9%	159,3	208,3	30,8%
Wynik netto	137,8	124,4	-9,7%	152,1	161,1	5,9%	129,0	168,7	30,8%
marża brutto ze sprzedaży	13,0%	10,2%		13,4%	10,3%		11,8%	10,2%	
marża EBITDA MSSF 16	20,9%	16,6%		21,3%	16,6%		21,4%	16,7%	
marża EBIT MSSF 16	10,3%	7,8%		10,7%	7,9%		9,0%	7,8%	
marża netto	6,1%	4,1%		6,5%	4,9%		5,2%	4,7%	
USD/PLN	4,182	4,021	-3,8%	4,123	4,029	-2,3%	4,131	3,971	-3,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Bilans [mln PLN]									
Aktywa trwałe	1 574,6	1 395,4	1 426,9	1 683,9	1 810,7	1 988,2	2 170,9	2 359,3	2 553,8
RzAT	1 456,1	1 236,3	1 258,8	1 526,4	1 630,2	1 800,9	1 976,7	2 158,2	2 345,7
WNiP	0,4	0,3	0,3	4,4	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8
Pozostałe aktywa trwałe	118,1	158,9	167,9	153,1	174,7	181,6	188,5	195,4	202,3
Aktywa obrotowe	136,3	351,6	422,9	452,9	336,4	458,0	575,6	701,2	833,1
Zapasy	4,0	4,2	4,6	6,8	8,6	8,9	10,5	8,6	9,1
Należności z tyt. dostaw	41,1	78,7	125,0	170,4	194,2	208,0	217,8	231,7	244,5
Środki pieniężne	78,8	268,7	293,3	275,7	133,6	241,0	347,1	460,7	579,4
Pozostałe aktywa obrotowe	12,5	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aktywa razem	1 710,9	1 747,0	1 849,8	2 136,9	2 147,1	2 446,2	2 746,5	3 060,5	3 386,8
Kapitał własny	206,2	89,0	161,3	357,8	417,9	560,3	706,5	865,8	1 031,2
Zobowiązania długoterminowe	975,2	1 101,2	1 116,5	1 125,4	1 216,5	1 370,2	1 523,8	1 677,5	1 831,2
Zobowiązania finansowe	940,4	1 579,1	1 090,1	1 088,3	1 162,7	1 316,3	1 470,0	1 623,7	1 777,3
Pozostałe zob. długoterminowe	34,7	-477,9	26,4	37,0	53,8	53,8	53,8	53,8	53,8
Zobowiązania krótkoterminowe	529,6	556,7	571,9	653,8	512,7	515,7	516,2	517,2	524,5
Zobowiązania finansowe	381,8	386,1	372,7	449,5	291,0	279,4	267,9	256,3	249,7
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	111,0	139,2	139,1	126,0	153,9	168,5	180,4	193,0	207,0
Pozostałe zob. krótkoterminowe	36,8	31,4	60,2	78,3	67,8	67,8	67,8	67,8	67,8
Pasywa razem	1 710,9	1 747,0	1 849,8	2 136,9	2 147,1	2 446,2	2 746,5	3 060,5	3 386,8
Rachunek zysków i strat [mln PLN]									
Przychody ze sprzedaży	470,5	1 120,3	2 255,8	2 625,9	3 031,8	3 318,6	3 554,7	3 802,6	4 022,4
Koszty wytworzenia	594,9	1 068,2	2 039,7	2 404,3	2 723,5	2 975,2	3 190,8	3 411,9	3 611,4
Wynik brutto ze sprzedaży	-124,4	52,1	216,1	221,6	308,3	343,4	363,9	390,6	410,9
Koszty SG&A	28,0	36,2	43,4	57,6	72,3	79,1	84,7	90,6	95,9
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	1,9	-30,0	62,5	0,3	1,4	-3,0	-3,6	-1,9	-2,0
EBITDA MSSF 16	23,9	208,2	442,7	405,2	503,0	552,2	592,3	640,5	681,2
EBIT MSSF 16	-150,5	-14,1	225,6	164,3	237,4	261,3	275,6	298,1	313,1
Saldo finansowe	-40,3	-124,9	-146,8	68,5	-77,0	-69,3	-74,2	-79,1	-84,1
Wynik brutto	-188,0	-141,1	77,1	240,5	157,6	198,9	208,3	225,9	235,8
Wynik netto	-154,1	-117,1	72,3	196,4	124,4	161,1	168,7	182,9	191,0
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]									
CF operacyjny	73,2	225,5	360,3	351,6	442,2	514,9	553,2	598,1	637,2
CF inwestycyjny	-21,4	-1,1	10,5	-12,8	-33,1	-17,0	-22,1	-27,8	-33,9
CF finansowy	-63,6	-35,4	-349,4	-351,8	-589,0	-390,5	-425,0	-456,7	-484,6
CF netto	-11,8	189,0	21,4	-17,7	-179,9	107,4	106,1	113,6	118,7
Środki pieniężne na początek okresu	88,5	78,8	268,7	293,3	275,7	133,6	241,0	347,1	460,7
Środki pieniężne na koniec okresu	78,8	268,7	293,3	275,7	133,6	241,0	347,1	460,7	579,4
Dynamiki / marże / wskaźniki									
Przychody zmiana r/r	-70,9%	138,1%	101,4%	16,4%	15,5%	9,5%	7,1%	7,0%	5,8%
EBITDA MSSF 16 zmiana r/r	-93,0%	770,8%	112,6%	-8,5%	24,2%	9,8%	7,3%	8,1%	6,4%
Wynik netto zmiana r/r	-	-	-	171,8%	-36,7%	29,5%	4,7%	8,4%	4,4%
Marża brutto na sprzedaży	-26,4%	4,7%	9,6%	8,4%	10,2%	10,3%	10,2%	10,3%	10,2%
Marża EBITDA MSSF 16	5,1%	18,6%	19,6%	15,4%	16,6%	16,6%	16,7%	16,8%	16,9%
Marża netto	-32,8%	-10,5%	3,2%	7,5%	4,1%	4,9%	4,7%	4,8%	4,7%
ROE	-74,8%	-131,5%	44,8%	54,9%	29,8%	28,7%	23,9%	21,1%	18,5%
ROA	-9,0%	-6,7%	3,9%	9,2%	5,8%	6,6%	6,1%	6,0%	5,6%
Odsetki/EBIT	-37,3%	-871,5%	66,4%	52,0%	41,5%	27,0%	27,8%	27,7%	28,4%
Dług netto MSSF 16 [mln PLN]	1243,5	1389,3	1169,5	1262,2	1320,1	1354,8	1390,7	1419,3	1447,6
Dług netto/Kapitał własny	603,1%	1560,1%	725,0%	352,8%	315,9%	241,8%	196,8%	163,9%	140,4%
Dług netto/EBITDA MSSF 16	5200,4%	667,2%	264,2%	311,5%	262,4%	245,3%	234,8%	221,6%	212,5%
EV [mln PLN]	2 313,6	2 459,4	2 239,7	2 332,3	2 390,2	2 424,9	2 460,9	2 489,4	2 517,8
Dług/EV	0,5	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
CAPEX/Przychody	4,2%	-0,1%	-0,3%	-0,5%	0,5%	0,5%	0,6%	0,7%	0,8%
CAPEX/Amortyzacja	11,3%	-0,7%	-3,1%	-5,4%	5,8%	5,8%	7,0%	8,1%	9,2%
Amortyzacja/Przychody	37,1%	19,9%	9,6%	9,1%	8,8%	8,8%	8,9%	9,0%	9,2%
Zmiana KO/Przychody	9,9%	-0,9%	-2,1%	-2,3%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	-4,1%	-1,5%	-4,1%	-16,4%	0,6%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%
MC/S	2,3	1,0	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
P/E	-	-	6,4	9,8	8,6	6,6	6,3	5,8	5,6
P/BV	5,2	12,0	6,6	3,0	2,6	1,9	1,5	1,2	1,0
EV/EBITDA MSSF 16	96,8	11,8	5,1	5,8	4,8	4,4	4,2	3,9	3,7
EV/EBIT MSSF 16	-	-	9,9	14,2	10,1	9,3	8,9	8,4	8,0
EV/S	4,9	2,2	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6
Dywidenda [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	77,2	18,7	22,6	23,6	25,6
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	4,4	1,1	1,3	1,3	1,5
Dywidenda	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,2%	1,7%	2,1%	2,2%	2,4%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	39,3%	15,0%	14,0%	14,0%	14,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 62,3 PLN.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

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

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

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

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

Maciej Fink-Finowicki
tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Piotr Komorowski
tel. (022) 62-20-851
e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

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

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	77,5	Kupuj	59,8	10.06.2024	13:30 CEST	62,3	84 406
Kupuj	59,8	Akumuluj	52,3	29.08.2023	08:30 CEST	43,5	68 722
Akumuluj	52,3	Akumuluj	24,0	23.05.2023	11:55 CEST	46,2	65 734
Akumuluj	24,0	Akumuluj	25,3	26.10.2022	11:10 CET	21,5	48 263
Akumuluj	25,3	kupuj	41,6	11.07.2022	08:00 CET	22,9	54 611
Kupuj**	41,6	Trzymaj	41,8	07.10.2021*	07:00 CEST	32,5	71 789
Trzymaj**	41,8	Kupuj	28,3	13.05.2021*	07:00 CEST	41,2	62 214
Kupuj**	28,3	Akumuluj	37,1	22.10.2020*	07:00 CEST	20,2	47 912
Akumuluj**	37,1	Kupuj	52,2	12.06.2020*	08:00 CEST	33,6	51 487
Kupuj**	52,2	Kupuj	48,4	11.12.2019*	10:40 CEST	44,4	55 530
Kupuj**	48,4	Akumuluj	41,0	09.10.2019*	14:35 CEST	37,5	56 233
Akumuluj**	41,0	---	---	26.07.2019*	13:57 CEST	36,2	60 151

*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 2Q'24*:

, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:

	liczba	%	liczba	%
Kupuj	9	60%	0	0%
Akumuluj	3	20%	0	0%
Trzymaj	3	20%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie:

<https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2024-06-10.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-06-10 (13:30 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-06-10 (13:30 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 zredukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

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

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

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie 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. Dodatkowo wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

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

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”

Na dzień 2024-06-10:

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

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

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.