

Flash Note

CEE | Equity Research

Enter Air (Buy; PLN 68)

Prognoza wyników 3Q25: Sezonowy efekt CO₂ obciążą EBIT w kwartale [negatywne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	Y/Y	Q/Q
Revenues	1,188	573	465	790	1,173	-1%	49%
Fuel related costs	-390	-198	-194	-234	-367	-6%	57%
Outsourced services	-485	-196	-183	-316	-449	-7%	42%
Other cash operating costs	-55	-38	-49	-58	-54	-2%	-7%
EBITDA	257	140	40	182	303	18%	67%
Adj. EBITDA*	257	128	46	189	300	17%	59%
EBIT	181	18	-36	100	127	-30%	27%
Adj. EBIT*	180	6	-30	108	124	-31%	16%
Net profit	186	-96	27	161	81	-56%	-49%
Adj. Net profit*	140	-24	-45	77	86	-38%	12%
OCF	274	5	-30	296	302	10%	2%
FCF	175	-137	-125	173	104	-41%	-40%
Net debt	1,512	1,777	1,811	1,686	1,681	11%	0%
EBITDA margin	21.7%	24.5%	8.6%	23.0%	25.8%	4pp	3pp
Adj. EBITDA margin	21.6%	22.4%	10.0%	23.9%	25.6%	4pp	2pp
EBIT margin	15.2%	3.2%	-	12.7%	10.9%	-4pp	-2pp
Adj. EBIT margin	15.2%	1.1%	-	13.6%	10.6%	-5pp	-
Net profit margin	15.6%	-	5.8%	20.3%	6.9%	-9pp	-13pp
Adj. Net profit margin	11.7%	-	-	9.8%	7.3%	-4pp	-2pp
P/E12M trailing	4.4	15.2	6.3	3.6	5.7		
Adj. P/E12M trailing	8.7	9.1	8.0	6.8	10.6		
EV/EBITDA 12M trailing	5.2	4.7	4.8	4.3	4.0		
Adj. EV/EBITDA 12M trailing	5.1	4.9	4.8	4.3	4.0		

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

Data raportu: 27.11 (po sesji)

Komentarz: #Nowe ujęcie kosztów emisji CO₂ wymaga korekt porównawczych. Od 4Q24 spółka zmieniła sposób prezentacji kosztów emisji CO₂, przesuwając je z usług obcych (kosztów operacyjnych) do wartości niematerialnych wykazywanych w bilansie. Zakupione uprawnienia traktowane są jako capex, natomiast nieodpłatnie przyznane jednostki zwiększają wartość niematerialną po stronie aktywów oraz rozliczenia międzyokresowe przychodów (RMP) po stronie pasywów. Amortyzacja zarówno zakupionych, jak i darmowych uprawnień następuje raz w roku zależnie od poziomu emisji z roku ubiegłego. Przy amortyzacji darmowych jednostek spółka rozpoznaje przychód z ich otrzymania, co neutralizuje ich wpływ na EBIT. Zwracamy uwagę, że przyznawanie darmowych jednostek stopniowo wygasa i zakończy się w 2026 roku. Porównując do starej metody, zmiana ta podnosi raportowaną EBITDA, ponieważ koszt zakupu uprawnień nie obciąża usług obcych (tylko jest capexem), a dodatkowo spółka rozpoznaje przychód z umorzenia darmowych jednostek. Na poziomie EBIT wpływ jest zasadniczo neutralny w skali roku, gdyż większość kosztów zakupu uprawnień jest amortyzowana w tym samym okresie. Należy jednak pamiętać, że umorzenie wszystkich jednostek następuje w 3Q, co będzie co roku nieproporcjonalnie obciążało ten kwartał na poziomie EBIT. Wpływ na wycenę DCF pozostaje neutralny.

#Prognoza 3Q25: 1) Pojemność: Dane z Flightradar wskazują na płaski wzrost liczby wylatanych godzin w 3Q25, przy jednoczesnym spadku średniej dziennej liczby godzin w przeliczeniu na samolot o 2% r/r do 10:48. Uważamy, że jest to efekt niepełnej odbudowy ruchu do Izraela po czerwcowym konflikcie w regionie. **2) Koszty CO₂ i wpływ na wyniki.** Podczas ostatniej konferencji zarząd wskazał, że koszt umorzenia jednostek CO₂ za 2024 rok wyniesie 85 mln PLN w 3Q25 i w całości zostanie rozliczony w amortyzacji. Szacujemy, że ok. 23 mln PLN z tej wartości dotyczy darmowych jednostek, w przypadku których spółka rozpozna także przychód w momencie umorzenia, co oznacza, że EBIT będzie obciążony netto ok. 62 mln PLN. Oczekujemy, że skorygowany EBIT (bez wyniku na pozostałej działalności operacyjnej i różnic kursowych) wyniesie 124 mln PLN w 3Q25 (vs. 180 mln PLN rok temu). Na poziomie skorygowanej EBITDA prognozujemy 300 mln PLN (vs. 257 mln PLN rok temu), biorąc pod uwagę rozpoznanie przychodów z umorzenia darmowych jednostek i brak kosztów zakupu w usługach obcych. Brak pełnych danych dotyczących struktury darmowych i nabytych uprawnień CO₂ za poprzedni rok utrudnia porównanie like-for-like. Oprócz kwestii CO₂,

pozytywnie na wyniki r/r wpływa mniejsza liczba samolotów wynajętych na zasadach wet-lease (2 vs. 4 rok temu), co jednak jest częściowo rekompensowane gorszą utylizacją floty oraz wzrostem cen paliwa lotniczego kw/kw (+6% vs. -8% rok temu). **3) FX & zysk netto:** Zakładamy pozytywny wpływ różnic kursowych w kosztach operacyjnych na poziomie 3 mln PLN oraz negatywny wpływ w działalności finansowej w wysokości -9 mln PLN, związany z lekkim osłabieniem kw/kw PLN względem USD i EUR. Dodatkowo oczekujemy lepszego wyniku r/r w spółkach stowarzyszonych (Chair i Fly4, konsolidowanych metodą praw własności), na poziomie 10 mln PLN (vs. 8.6 mln PLN rok temu). Szacowany zysk netto wynosi 81 mln PLN lub 86 mln PLN po korekcie o FX (vs. 140 mln PLN w 3Q24).

#Outlook. W krótkim terminie rynek może negatywnie odreagować na wyniki 3Q biorąc pod uwagę wpływ CO₂, jednak w średnim terminie outlook pozostaje pozytywny dzięki rosnącej flocie, przewidywalnym kontraktom i utrzymującemu się silnemu popytowi na turystykę zorganizowaną. Ostatni guidance na 2026 rok jest zgodny z naszymi założeniami. Liczba operacji ma wzrosnąć o co najmniej 15% r/r, a przychody znacząco przekroczyć 3 mld PLN (my zakładamy 3.3 mld PLN). Kluczowym katalizatorem (poza wynikami) w najbliższych miesiącach będzie ogłoszenie wartości kontraktów na sezon 2026, których podpisanie planowane jest na grudzień. Nasze ostatnie prognozy wymagają rewizji w górę zysku netto o ok. 9% w latach 2025-27E. **(Volodymyr Shkuropat +48 695 850 063)**

ENT: Prognozy i wskaźniki

PLNm	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenues	2,256	2,626	2,926	2,984	3,297	3,654
adj. EBITDA	396	424	569	608	709	790
EBIT	226	166	261	187	256	267
adj. Net profit	109	81	109	80	117	124
adj. EPS (PLN)	6.2	4.6	6.2	4.6	6.6	7.1
adj. P/E (x)	9.1	12.3	9.1	12.4	8.5	8.0
adj. EV/EBITDA (x)	5.5	5.3	4.9	4.8	4.5	4.0
P/BV (x)	6.2	2.8	2.9	2.6	2.4	2.2
FCF yield (%)	7.9%	2.4%	15.2%	0.7%	10.2%	10.8%
DY (%)	-	-	7.8%	5.3%	5.6%	6.1%

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

TRIGON DOM MAKLESKI S.A.

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

+48 22 330 11 11
repcja@trigon.pl

[LinkedIn](#)
www.trigon.pl

CEE EQUITY RESEARCH

Grzegorz Kujawski Consumer, E-commerce, Financials	<i>Head of Research</i>	Dominik Niszczyński, CFA TMT, E-commerce	<i>Senior Analyst</i>
Maciej Marcinowski Strategy, Banks, Financials	<i>Deputy Head of Research</i>	Łukasz Rudnik Strategy, Foreign Markets, Industrials	<i>Senior Analyst</i>
Grzegorz Balcerski, CFA Gaming, TMT	<i>Analyst</i>	David Sharma, CFA Construction, Real Estate, Building Materials	<i>Senior Analyst</i>
Katarzyna Kosiorek, PhD Biotechnology	<i>Analyst</i>	Piotr Chodyra FMCG, Defence, Deep tech	<i>Analyst</i>
Michał Kozak Oil & Gas, Chemicals, Utilities, Mining	<i>Senior Analyst</i>	Volodymyr Shkuropat Retail, Airlines, Healthcare	<i>Analyst</i>
		Kacper Mazur	<i>Assistant Analyst</i>

EQUITY SALES

Grzegorz Skowroński	<i>Managing Director</i>
----------------------------	--------------------------

SALES TRADING

Paweł Szczepański	<i>Head of Sales</i>	Paweł Czupryński	<i>Senior Sales Trader</i>
Michał Sopiński, CFA	<i>Deputy Head of Sales</i>	Hubert Kwiecień	<i>Sales Trader</i>

DISCLAIMER

Trigon Dom Maklerski S.A. | ul. Mogiła 65 | 31-545 Kraków | Sąd Rejonowy dla Krakowa-Śródmieścia w Krakowie XI Wydział Gospodarczy KRS | NIP 676-10-44-221 | KRS 0000033118. Trigon Dom Maklerski S.A. działa pod nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejsze opracowanie ma charakter promocyjny i zostało przygotowane przez zespół analityczny Trigon Dom Maklerski S.A. wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów "Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, lub ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715)". Przedstawione dane historyczne odnoszą się do przeszłości. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Trigon Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych, nie gwarantuje także dokładności ani kompletności opracowania, nie udziela również żadnego zapewnienia, że podane w opracowaniu twierdzenia dotyczące przyszłości sprawdzą się. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie lub wykorzystywanie w jakikolwiek inny sposób w całości lub części niniejszego opracowania wymaga uprzedniej pisemnej zgody Trigon Domu Maklerskiego S.A.