

## Flash Note

CEE | Equity Research

## Enter Air (Buy; PLN 73)

Wyniki za 3Q25: Operacyjny beat przy mieszanym cash flow [lekko pozytywne]

| PLNm                        | 3Q24         | 4Q24       | 1Q25       | 2Q25       | 3Q25         | Y/Y         | Q/Q        | 3Q25E        | Cons.        |
|-----------------------------|--------------|------------|------------|------------|--------------|-------------|------------|--------------|--------------|
| <b>Revenues</b>             | <b>1,188</b> | <b>573</b> | <b>465</b> | <b>790</b> | <b>1,168</b> | <b>-2%</b>  | <b>48%</b> | <b>1,173</b> | <b>1,160</b> |
| Fuel related costs          | -390         | -198       | -194       | -234       | -359         | -8%         | 54%        | -367         |              |
| Outsourced services         | -485         | -196       | -183       | -316       | -422         | -13%        | 34%        | -449         |              |
| Other cash operating costs  | -55          | -38        | -49        | -58        | -52          | -6%         | -11%       | -54          |              |
| EBITDA                      | 257          | 140        | 40         | 182        | 334          | 30%         | 84%        | 303          | 285          |
| <b>Adj. EBITDA*</b>         | <b>257</b>   | <b>128</b> | <b>46</b>  | <b>189</b> | <b>329</b>   | <b>28%</b>  | <b>74%</b> | <b>300</b>   |              |
| EBIT                        | 181          | 18         | -36        | 100        | 158          | -13%        | 57%        | 127          | 115          |
| <b>Adj. EBIT*</b>           | <b>180</b>   | <b>6</b>   | <b>-30</b> | <b>108</b> | <b>153</b>   | <b>-15%</b> | <b>42%</b> | <b>124</b>   |              |
| Net profit                  | 186          | -96        | 27         | 161        | 109          | -41%        | -32%       | 81           | 87           |
| <b>Adj. Net profit*</b>     | <b>140</b>   | <b>-24</b> | <b>-45</b> | <b>77</b>  | <b>110</b>   | <b>-22%</b> | <b>42%</b> | <b>86</b>    |              |
| OCF                         | 274          | 5          | -30        | 296        | 309          | 13%         | 4%         |              |              |
| FCF                         | 175          | -137       | -125       | 173        | 145          | -17%        | -16%       |              |              |
| Net debt                    | 1,512        | 1,777      | 1,811      | 1,686      | 1,810        | 20%         | 7%         |              |              |
| EBITDA margin               | 21.7%        | 24.5%      | 8.6%       | 23.0%      | 28.6%        | 7pp         | 6pp        | 25.8%        | 24.6%        |
| Adj. EBITDA margin          | 21.6%        | 22.4%      | 10.0%      | 23.9%      | 28.1%        | 7pp         | 4pp        | 25.6%        |              |
| EBIT margin                 | 15.2%        | 3.2%       | -          | 12.7%      | 13.5%        | -2pp        | 1pp        | 10.8%        | 9.9%         |
| Adj. EBIT margin            | 15.2%        | 1.1%       | -          | 13.6%      | 13.1%        | -2pp        | -          | 10.6%        |              |
| Net profit margin           | 15.6%        | -          | 5.8%       | 20.3%      | 9.3%         | -6pp        | -11pp      | 6.9%         | 7.5%         |
| Adj. Net profit margin      | 11.7%        | -          | -          | 9.8%       | 9.4%         | -2pp        | 0pp        | 7.3%         |              |
| P/E12M trailing             | 4.0          | 13.9       | 5.8        | 3.3        | 4.5          |             |            |              |              |
| Adj. P/E12M trailing        | 8.0          | 8.4        | 7.3        | 6.2        | 7.8          |             |            |              |              |
| EV/EBITDA 12M trailing      | 5.0          | 4.6        | 4.6        | 4.2        | 3.9          |             |            |              |              |
| Adj. EV/EBITDA 12M trailing | 4.9          | 4.7        | 4.7        | 4.2        | 3.9          |             |            |              |              |

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

## # Wyniki 3Q25

- Przychody spadły o 2% r/r do 1,168 mln PLN, zasadniczo zgodnie z naszymi prognozami oraz konsensusem.
- Koszty zużycia materiałów i energii obniżyły się o 8% r/r dzięki niższym cenom paliwa (-5% r/r) oraz słabszemu USD/PLN (-7% r/r).
- Koszty usług obcych spadły o 13% r/r, głównie za sprawą mniejszej liczby maszyn wynajmowanych w formule ACMI (2 vs 4 w 3Q24).
- Koszt umorzenia jednostek CO<sub>2</sub> za 2024 rok wyniósł 89 mln PLN i został w całości rozpoznany w amortyzacji w 3Q.
- Wartość umorzonych darmowych jednostek CO<sub>2</sub> wyniosła 23 mln PLN, co zostało ujęte również po stronie przychodowej.
- Szczegółowy opis oraz wpływ nowego ujęcia kosztów emisji CO<sub>2</sub> znajduje się tutaj – [LINK](#), [LINK](#).
- Amortyzacja wzrosła o 130% r/r do 176 mln PLN z uwagi na powyższe ujęcie umorzenia CO<sub>2</sub>.
- Na poziomie operacyjnym, spółka zaraportowała wynik FX na poziomie +1.5 mln PLN (vs. -8.2mln rok temu) oraz wynik na pozostałej działalności +3.8mln PLN (vs. +8.9mln rok temu).
- Skor. EBITDA (ex. FX i pozostała działalność) wyniosła 329 mln PLN (+28% r/r), natomiast skor. EBIT 153 mln PLN (-15% r/r) – 10% / 23% powyżej naszych prognoz odpowiednio.
- Na działalności finansowej Enter Air wykazał ujemny wynik FX na poziomie -8 mln PLN (vs +76 mln PLN rok temu).
- Po wyłączeniu efektu FX i wyceny IRS, wynik finansowy netto wyniósł -30 mln PLN (vs -23 mln PLN rok temu).
- Dodatni wynik rozliczenia Chair metodą praw własności spadł r/r do 7.0 mln PLN (vs. 9.7 mln PLN rok temu).
- Skorygowany zysk netto wyniósł 110 mln PLN (-22% r/r), 27% powyżej naszych prognoz.

## # Cash Flow &amp; Flota

- Wzrost OCF był wolniejszy niż dynamika EBITDA (+13% r/r), głównie przez spadek zobowiązań handlowych kw/kw, co przełożyło się na negatywny efekt zmian w kapitale obrotowym (-35 mln PLN vs +59 mln PLN rok temu).
- W 3Q25 spółka dokonała sprzedaży jednego samolotu w ramach leasingu zwrotnego podobnie jak w 3Q24. Net Capex był -5 mln PLN (vs. +11 mln PLN rok temu).
- Po uwzględnieniu wyższych płatności leasingowych (158 mln PLN vs 110 mln PLN rok temu), FCF spadł o 17% r/r do 145 mln PLN – korygując o wpływ leasingu zwrotnego FCF był 78 mln PLN (vs. 99 mln PLN rok temu).
- Dług netto wzrósł o 7% kw/kw do 1.81 mld PLN, a wskaźnik DN/EBITDA nieznacznie obniżył się do 2.6x wobec 2.7x na koniec czerwca.
- Na koniec 3Q flota obejmowała 34 samoloty własne (+1 kw/kw), w tym 10 B737 MAX oraz 24 B737 NG.

**Komentarz:** Wyniki oceniamy lekko pozytywnie. Pomimo ujemnych dynamik r/r na poziomie EBIT i zysku netto, wynikających z nowego ujęcia kosztów emisji CO<sub>2</sub> w amortyzacji, spółka dostarczyła wyraźny beat względem oczekiwań rynku – EBITDA i EBIT były odpowiednio 10% i 24% powyżej naszych prognoz oraz 17% i 37% powyżej konsensusu, choć efekt ten jest częściowo

równoważony 17% spadkiem FCF r/r.

**#Wyniki.** Kluczowym źródłem przesunięcia **in plus** względem oczekiwań były niższe koszty usług obcych (o 27 mln PLN vs nasze założenia), co interpretujemy jako kombinację dwóch czynników: 1) mniejszego wykorzystania ACMI r/r (2 vs 4 maszyny), co samo w sobie mogło przynieść ok. 30 mln PLN oszczędności, oraz 2) korzystniejszej bazy porównawczej, ponieważ w 3Q24 w usługach obcych ujęto najprawdopodobniej całość rocznego zakupu jednostek CO<sub>2</sub> (20 mln PLN). Na bazie LFL oznacza to ok. 3% spadku kosztów usług obcych r/r przy stabilnej pojemności, co potwierdza dobrą dyscyplinę kosztową w sezonie wysokiego popytu. Z drugiej strony **in minus** odbieramy poziom płatności leasingowych, który już drugi kwartał z rzędu istotnie przewyższył nasze założenia (o 32 mln PLN) i negatywnie odbił się na FCF. W naszej ocenie częściowo tłumaczy to różnicę pomiędzy mocnym beatem na EBITDA i EBIT (31 mln PLN powyżej naszych prognoz) a słabszą konwersją gotówkową, ponieważ leasingi są zawarte w konstrukcji przychodowej, ale nie są w pełni odzwierciedlone w P&L.

**#Podsumowując,** P&L wypadł wyraźnie lepiej od oczekiwań dzięki czynnikom operacyjnym, podczas gdy obraz cash flow pozostaje mieszany i wymaga dalszego monitorowania. W naszej ocenie rynek powinien odebrać te wyniki umiarkowanie pozytywnie, ze szczególnym zwróceniem uwagi na poprawę w kosztach operacyjnych. W najbliższych tygodniach oczekujemy ogłoszeń wartości kontraktów na sezon 2026 z kluczowymi klientami (TUI, Coral, RBW), które naszym zdaniem mogą stanowić istotny katalizator dla kursu. 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). **(Volodymyr Shkuropat +48 695 850 063)**

#### ENT: Prognozy i wskaźniki

| PLNm               | 2022  | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Revenues           | 2,256 | 2,626 | 2,926 | 2,992 | 3,324 | 3,685 |
| adj. EBITDA        | 396   | 424   | 569   | 615   | 738   | 822   |
| EBIT               | 226   | 166   | 261   | 180   | 254   | 265   |
| adj. Net profit    | 109   | 81    | 109   | 87    | 127   | 135   |
| adj. EPS (PLN)     | 6.2   | 4.6   | 6.2   | 5.0   | 7.2   | 7.7   |
| adj. P/E (x)       | 8.4   | 11.3  | 8.4   | 10.5  | 7.2   | 6.7   |
| adj. EV/EBITDA (x) | 5.2   | 5.1   | 4.7   | 4.4   | 4.0   | 3.5   |
| P/BV (x)           | 5.6   | 2.5   | 2.6   | 2.0   | 1.8   | 1.7   |
| FCF yield (%)      | 8.7%  | 2.6%  | 16.8% | -2.4% | 10.3% | 12.3% |
| DY (%)             | -     | -     | 8.5%  | 5.8%  | 6.1%  | 6.7%  |

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

## TRIGON DOM MAKLEERSKI S.A.

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

+48 22 330 11 11  
repcja@trigon.pl

[LinkedIn](#)  
[www.trigon.pl](http://www.trigon.pl)

## CEE EQUITY RESEARCH

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

## EQUITY SALES

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

## SALES TRADING

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