

Stalprofil

Mocne wolumeny kompensują niższą marżę

Obniżamy naszą rekomendację do Trzymaj z Kupuj i ustalamy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie 9.60 PLN za akcję (wzrost 14.8%). Według naszych prognoz Stalprofil wyceniany jest obecnie na średnim wskaźniku C/Z w wysokości 8.4/5.7x na lata 2025/26e.

Obniżamy nasze prognozy EBITDA dla 2025e oraz 2026e roku odpowiednio o 32% i 17%. Po zastoiu inwestycyjnym, w 2024 zostały uruchomione duże przetargi na dostawę rur oraz budowę gazociągów. Od 2024, Grupa podpisała umowy z Gaz-System i PSG o łącznej wartości ok. PLN 1.1mld netto (kontrakty jedynie raportowane w ESPI). Na segmencie infrastruktury zakładamy wzrost przychodów o 69% i 81% w 2025/26e vs. 2024. Natomiast, przez dużą konkurencję (wliczając zagranicę), zakładamy, że pozyskane umowy są na niskich marżach. Potwierdza to Izostal, który zaraportował już wstępne wyniki za 1Q'25, gdzie przychody rosną o 100% r/r, a marża EBITDA spada do 3.8% z 6.0% rok wcześniej. Na polskim rynku stali dalej utrzymuje się znacząca nadwyżka importu nad eksportem, około 80% stali w Polsce pochodzi z importu. Producenci stali w Europie muszą konkurować z krajami takimi jak Turcja czy Indie, gdzie koszt produkcji stali jest niższy. Dlatego, nawet jeśli popyt na stal zwiększy się dzięki uruchomieniu inwestycji publicznych i prywatnych, istnieje ryzyko, że zostanie on zaspokojony wyrobami hutniczymi pochodzącymi z zagranicy. Konsumpcja stali dalej jest słaba, chociaż w Polsce w 2024 zużycie jawne stali wzrosło o 10.2% r/r, niemniej baza w 2023 była bardzo niska, a EUROFER prognozuje wzrost zużycia stali w 2025e w Europie o 2.2% r/r tj. spadek vs. wcześniejsze estymacje, gdzie zakładał wzrost +3.8%. STF w 2024 sprzedał więcej wyrobów hutniczych o 32.6% r/r (co pokazuje, że Grupa dobrze sobie radzi na trudnym rynku), ale średnia cena stali była niższa o 12.4% r/r, co przełożyło się na obniżenie marży zysku brutto na segmencie o 0.7pp. y/y. W 2025e zakładamy wzrost średniej ceny o 0.1% r/r oraz 4.9% r/r w 2026e, co będzie skutkować poprawą marży zysku brutto na segmencie stalowym w wysokości 0.2pp. y/y i 1.1pp. y/y odpowiednio w 2025/26e. Zakładamy, że na większy popyt na stal będą wpływały niższe stopy procentowe, większe budowy infrastrukturalne, mieszkaniowe, większe wydatki na obronność czy energetykę, natomiast odczuwalnego ożywienia spodziewalibyśmy się dopiero w 2026e, co może przełożyć się na wzrost cen stali. Od początku 2025 (YTD) europejska stal jest dalej tańsza o 1.8-7.2% niż średnia cena z 2024.

PLN mln	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	1533.8	1704.0	2209.9	2419.8	2210.2	1970.6
EBITDA	54.6	47.0	55.4	64.1	68.6	61.4
Zysk netto	15.6	14.5	17.4	25.6	30.2	25.3
EPS	0.9	0.8	1.0	1.5	1.7	1.4
DPS	0.7	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5
Stopa dywidendy	8.9%	3.6%	3.6%	3.9%	5.2%	6.2%
C/Z	9.4	10.1	8.4	5.7	4.8	6.1
EV/EBITDA	4.1	6.6	6.6	5.6	4.5	3.9

Uwaga: mnożniki historyczne oparte na średnich cenach Źródło: Spółka, BM Pekao

Tzymaj (poprzednio kupuj)

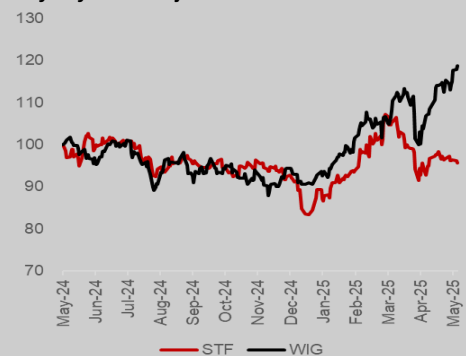
Cena docelowa **PLN 9.60**

Potencjał wzrostu **14.8%**
Cena akcji (14.05.2025) **PLN 8.36**

ESG rating **B**

Ocena końcowa ESG **1.03**

Relatywny kurs akcji vs. WIG



NADCHODZĄCE WYDARZENIA

1Q'25 23 maja

INFORMACJE O AKCJACH

Bloomberg	STF PW
Free float (%)	44.1
Kapitalizacja (PLN mln)	146
Liczba akcji (mn)	17.5

Akcjonariat
ArcelorMittal Poland 31,5%
MZZ - Dąbrowa Górnicza 16,9%
MOZ NSZZ Solidarność 7,5%

Michał Hanc
michal.hanc@pekao.com.pl



Spis treści

WYCENA.....	3
AKTUALIZACJA PROGNOZ	6
OSTATNIE WYDARZENIA.....	6
CZYNNIKI RYZYKA.....	7
KLUCZOWE DANE FINANSOWE.....	8
DISCLAIMER.....	10



ESG rating

Nasz rating ESG opiera się na ocenie szeregu kryteriów związanych z E-S-G z odpowiednio 50/25/25% wagą w całkowitej ocenie. Nasza metodologia implikuje ostateczny wynik ESG dla Stalprofil na poziomie 1.03 i rating ESG "B". Zgodnie z naszą metodologią rating "B" przekłada się na -7.5% dyskonta w premii za ryzyko kapitałowe w naszych obliczeniach kosztu kapitału własnego.

	E	S	G
Wynik	0.92	1.20	1.08
Waga sektora	50%	25%	25%
Wynik ESG	1.03		
ESG Rating	B		

	od	do	Rating	Wpływ w premii za ryzyko
ESG Score	1.5	2	A	-15.00%
	1	1.5	B	-7.50%
	0.5	1	C	0%
	0	0.5	D	15.00%

Wycena

Nasza wycena implikuje 12-miesięczną cenę docelową na poziomie 9.60 PLN za akcję, co stanowi 14.8% potencjalnego wzrostu. Wycena została oparta jedynie o metodę DCF, a wycena porównawcza jest przedstawiona jedynie w celach ilustracyjnych i ma wagę 0%.

Wycena DCF

Opracowaliśmy 6-letnią wycenę DCF dla Stalprofil w oparciu o nasz szczegółowy model finansowy dla działalności firmy do 2030r. Kluczowe założenia uwzględnione w naszym modelu wyceny DCF są następujące:

- Stopa wolna od ryzyka w wysokości 5.4% od 2025-30e i 4% w okresie rezydualnym.
- Premia za ryzyko kapitałowe w wysokości 5.8% od 2025-30e i 5.0% w okresie rezydualnym.
- Współczynnik Beta w wysokości 1.0
- Dodatkowe dyskonto ESG do kosztu kapitału własnego równe -0.4% od 2025-30e i -0.3% w okresie rezydualnym (7.5% stopy wolnej od ryzyka) w oparciu o rating ESG.
- Marża kredytowa w wysokości 2%.
- Stopa podatku w okresie rezydualnym w wysokości 19%.
- Marża EBIT na poziomie 2.1% w okresie rezydualnym
- Udziały niekontrolujące w Izostal na bazie wyceny rynkowej.
- Stopa wzrostu w okresie rezydualnym wynosząca 1%.

Wycena DCF

Kalkulacja WACC

	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Okres rezydualny
Stopa wolna od ryzyka	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	4.0%
Premia za ryzyko	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.0%
ESG dyskonto/premia	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.3%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt kapitału własnego	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	8.7%
Koszt długu	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	6.0%
Koszt długu po opodatkowaniu	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	4.9%
Waga kapitału własnego	43%	46%	56%	73%	81%	88%	100%
WACC	8.1%	8.2%	8.7%	9.5%	9.9%	10.2%	8.7%

Wycena DCF

(PLN mln)	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Okres rezydualny
Przychody	2,210	2,420	2,210	1,971	1,960	1,998	2,018.4
EBIT	36.0	44.6	49.3	42.4	36.4	36.5	42.4
Podatek od EBIT	-6.8	-8.5	-9.4	-8.0	-6.9	-6.9	-8.1
NOPAT	29.1	36.1	39.9	34.3	29.5	29.6	34.3
Amortyzacja	19.5	19.5	19.3	19.1	18.9	18.8	18.8
Zmiana KON	-87.2	-11.3	18.2	52.9	1.3	-4.2	-5.7
CAPEX	-21.0	-18.0	-15.0	-17.0	-16.0	-17.0	-20.0
FCFF	-59.6	26.3	62.4	89.2	33.8	27.2	27.5

Stopa wzrostu w okresie rezydualnym

Współczynnik dyskontowy	0.93	0.86	0.79	0.72	0.65	0.59	1.0%
Zdyskontowane przepływy - 31.12.2024	-55.2	22.5	49.1	64.2	22.1	16.2	360.4
Enterprise value - 31.12.2024	330.7						0.55

Udziały niekontrolujące w Izostal (wycena rynkowa)

Dług netto	162.4
Inne korekty	0.0

Wartość akcji - 31.12.2024	131.8
Liczba akcji (mln)	17.5
12M cena docelowa na akcję (PLN)	9.60
Obecna cena akcji (PLN) na 14 maja	8.36
Potencjał do wzrostu/spadku	14.8%

Wzrost przychodów	11%	10%	-9%	-11%	-1%	2%	1.0%
marża EBIT	1.6%	1.8%	2.2%	2.1%	1.9%	1.8%	2.1%
Podatek	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Capex/przychody	1.0%	0.7%	0.7%	0.9%	0.8%	0.9%	1.0%
Capex/amortyzacja	107.9%	92.5%	77.8%	89.0%	84.5%	90.5%	106.4%

Wrażliwość 12-miesięcznej ceny docelowej na akcję na wzrost wartości rezydualnej i WACC

Stopa wzrostu w okresie rezydualnym/WACC	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
7.7%	8.66	9.60	10.67	11.90	13.33	15.01	17.02
8.2%	7.82	8.66	9.60	10.67	11.90	13.33	15.01
8.7%	7.08	7.82	8.66	9.60	10.67	11.90	13.33
9.2%	6.41	7.08	7.82	8.66	9.60	10.67	11.90
9.7%	5.81	6.41	7.08	7.82	8.66	9.60	10.67

12-miesięcznej ceny docelowej na akcję na kluczowe czynniki wpływające na wyniki spółki

marża EBIT/CAPEX w okresie rezydualnym	1.35%	1.60%	1.85%	2.10%	2.35%	2.60%	2.85%
-25.0 -	0.10	2.20	4.49	6.79	9.08	11.38	13.68
-22.5	1.30	3.60	5.90	8.19	10.49	12.78	15.08
-20.0	2.71	5.00	7.30	9.60	11.89	14.19	16.48
-17.5	4.11	6.41	8.70	11.00	13.30	15.59	17.89
-15.0	5.52	7.81	10.11	12.41	14.70	17.00	19.29

Źródło: Biuro Maklerskie Pekao

Wycena mnożnikowa

	Ticker	C/Z			EV/EBITDA		
		2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
Dystrybucja stali, rury oraz inne							
Jacquet Metals	JCQ FP	16.1	7.6	8.3	6.7	5.3	5.0
Klöckner & Co	KCO GY	21.0	9.4	6.5	6.6	5.5	4.7
Tubacex	TUB SM	10.8	8.0	6.8	5.6	4.8	4.4
Tenaris	TEN IM	9.4	9.4	9.4	5.8	5.7	5.5
Stalprodukt	STP PW				2.2	1.9	1.8
Produkcja stali							
ArcelorMittal	MT NA	7.4	5.8	5.5	4.8	4.2	4.1
SSAB	SSABA SS	9.3	8.0	8.0	3.7	3.3	3.2
thyssenkrupp	TKA GY	15.1	10.3	8.7	2.1	1.9	1.7
voestalpine	VOE AV	15.0	10.4	7.8	4.8	4.2	3.7
Salzgitter	SZG GR	20.9	5.7	5.0	3.9	2.8	2.5
Cognor	COG PW		54.6	20.7	15.7	11.4	9.1
Mediana - Dystrybucja stali, rury oraz inne		13.5	8.7	7.5	5.8	5.3	4.7
Waga (%)		33%	33%	33%	33%	33%	33%
Mediana - Produkcja stali		15.0	9.1	7.9	4.3	3.7	3.5
Waga (%)		0%	0%	0%	0%	0%	0%
Stalprofil		10.1	8.4	5.7	6.6	6.6	5.6
Premia/dyskonto vs. mediana		-25%	-3%	-24%	14%	26%	21%
Implikowana cena (PLN/akcja)		13.4	12.7	13.0	5.6	6.9	9.0
Implikowana cena (PLN/akcja)		10.1					

Źródło: Bloomberg, Biuro Maklerskie Pekao

Aktualizacja naszych prognoz

Poniżej przedstawiamy aktualizację naszych prognoz w porównaniu z poprzednim raportem:

	2025e			2026e			2027e		
	Poprzednio	Obecnie	Róż.	Poprzednio	Obecnie	Róż.	Poprzednio	Obecnie	Róż.
Przychody	2,242.0	2,209.9	-1%	2243.3	2,419.8	8%	1907.8	2,210.2	16%
EBITDA	81.1	55.4	-32%	76.8	64.1	-17%	63.2	68.6	8%
EBIT	63.6	36.0	-43%	59.2	44.6	-25%	45.6	49.3	8%
Zysk netto	37.3	17.4	-53%	37.1	25.6	-31%	29.5	30.2	2%

Źródło: BM Pekao

Ostatnie wydarzenia

- **Wstępne wyniki za 1Q'25** – dnia 02.05.2025 Stalprofil opublikował wstępne wyniki jednostkowe Stalprofil S.A. za 1Q'25.

- Przychody w wysokości PLN 278.7mn tj. +38% r/r
- Zysk brutto ze sprzedaży w wysokości PLN 15.2mn tj. -12% r/r
- EBITDA w wysokości PLN 1.2mn vs. PLN 4.8mn rok wcześniej
- Strata netto w wysokości PLN 0.8mn vs. zysk netto PLN 3.0mn rok wcześniej

Dodatkowo, STF wskazał, że Grupa Kapitałowa Stalprofil wypracowała w 1Q'25 przychody w wysokości PLN 573.3mn (tj. 23% powyżej naszych szacunków), a zysk netto był na poziomie PLN 2.5mn vs. nasze prognozy w wysokości PLN 4.0mn.

- **Wyniki za 4Q'24** – dnia 25.04.2025 Stalprofil opublikował finalne wyniki za 4Q'24 (omówienie wyników przez BM Pekao zostało opublikowane dnia 25.04.2025)
- **Dywidenda za 2024** – dnia 16.04.2025 Zarząd zarekomendował wypłatę dywidendy w kwocie PLN 5.25mn, co daje dywidendę na akcję w wysokości PLN 0.30. Zarząd złożył wniosek do Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia z propozycją ustalenia terminu prawa do dywidendy na dzień 20 sierpnia 2025 roku oraz terminu wypłaty dywidendy na dzień 10 września 2025 roku.
- **Zwołanie Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia** – Zarząd Stalprofil zwołuje na dzień 22 maja 2025 ZWZ, które odbędzie się w Dąbrowie Górniczej.
- **Podpisanie umowy z Gaz-System** – Dnia 14.02.2025, Stalprofil podpisał umowę z Gaz-Systemem za PLN 27.3mn brutto na budowę gazociągu DN500 MOP 5,5 MPa relacji Oświęcim-Szopienice-Tworzeń

Czynniki ryzyka

Segment stalowy

- **Ryzyko związane ze spadkiem popytu na stal.** Popyt na stal jest mocno zależny od inwestycji, dlatego stan gospodarki w Polsce oraz UE ma kluczowe znaczenie na wynik segmentu. Spadek popytu na stal, powoduje mniejszą sprzedaż ilościowo, ale również przekłada się to na spadek ceny stali.
- **Ryzyko ograniczenia produkcji stali.** Ograniczenie lub wstrzymanie produkcji przez producentów odbija się negatywnie na dystrybucji stali.
- **Ryzyko związane z wahaniami cen stali.** Wyniki spółki są mocno podatne na zmiany cen stali. Wraz ze spadkiem stali spada średnia cena za tonę, a dodatkowo występuje negatywny efekt FIFO, który ma wpływ na rentowność.
- **Ryzyko wzrostu importu tańszych wyrobów hutniczych na rynek krajowy i europejski.** Brak działań antydumpingowych przez UE, może mieć przełożenie na nadmierną podaż tańszych produktów z Chin czy Turcji. Takie działania, mogą zdestabilizować europejski rynek stali oraz przełożyć się na spadek cen.
- **Ryzyko zmiany polityki handlowej hut.** Stalprofil jest dystrybutorem, a więc pełni rolę pośrednika pomiędzy hutami a odbiorcami końcowymi, przejście np. na dostawy bezpośrednie do odbiorców końcowych, lub zmiana polityki cenowej może negatywnie odbić się na wynikach spółki.
- **Ryzyko uzależnienia się od głównych producentów.** Kluczowym dostawcą GK jest ArcelorMittal.
- **Ryzyko wpływu dekarbonizacji na poziom produkcji hutniczej.** Plany dekarbonizacji w Europie (odchodzenie od BOF na rzecz EAF w oparciu o złom stalowy, HBI czy wodór) mogą wpłynąć na mniejszą dostępność stali.

Segment infrastruktury

- **Ryzyko ograniczenia przez sektor gazowy zamówień na dostawy rur i wykonawstwo gazociągów.** Kluczowy wpływ na wyniki spółki ma rozwój rynku sieci przesyłowych gazu oraz planowane inwestycje, finansowane głównie przez Gaz-System.
- **Ryzyko związane z uzależnieniem się od odbiorców.** Ze względu na strukturalne cechy polskiego rynku, istnieje pośrednie uzależnienie od zakresu inwestycji realizowanych przez Gaz-System.
- **Ryzyko związane z zapewnieniem jakości oferowanych produktów.** Niedotrzymanie wymogów jakościowych wiąże się z ryzykiem ponoszenia kar.
- **Ryzyko zmian cen czynników produkcji.** Rentowność izolacji antykorozyjnej uzależniona jest od cen komponentów chemicznych, głównie polietylenu i polipropylenu. Na wyniki spółki wpływ ma również cena rur stalowych. W krótkim terminie spółka zabezpiecza ceny, a w długim spółce sprzyjają wysokie ceny rur.

Kluczowe dane finansowe

RZiS (PLN mln)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	2,216	1,534	1,704	2,210	2,420	2,210	1,971
Zysk brutto ze sprzedaży	218	132	132	158	183	175	165
EBITDA	126	55	47	55	64	69	61
EBIT	109	37	28	36	45	49	42
Zysk przed opodatkowaniem	109	26	24	27	39	47	39
Podatek dochodowy	21	5	5	5	7	9	7
Zysk netto	79	16	14	17	26	30	25
EPS (PLN)	4.50	0.89	0.83	0.99	1.46	1.73	1.44

Bilans (PLN mln)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Aktywa obrotowe	793	664	939	846	893	857	834
Środki pieniężne i ekwiwalenty	29	57	45	14	18	27	93
Pozostałe aktywa obrotowe	764	607	894	832	875	830	741
Aktywa trwałe	330	353	359	360	359	355	353
Rzeczowe aktywa trwałe	281	304	314	315	314	310	308
Pozostałe aktywa trwałe	49	49	45	45	45	45	45
Aktywa	1,123	1,018	1,297	1,206	1,252	1,212	1,186
Kapitał własny	587	593	606	622	648	678	700
Zobowiązania długoterminowe	60	56	49	78	77	71	67
Zadłużenie długoterminowe	7	6	2	12	13	10	10
Pozostałe	52	50	47	66	64	60	57
Zobowiązania krótkoterminowe	476	368	643	506	527	463	419
Zadłużenie krótkoterminowe	172	130	205	223	220	180	168
Pozostałe	304	238	438	283	307	283	251
Pasywa	1,123	1,018	1,297	1,206	1,252	1,212	1,186
Dług netto	150	79	162	222	216	163	86

RPP (PLN mln)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Zysk brutto	109	26	24	27	39	47	39
Amortyzacja	16	17	19	19	19	19	19
Pozostałe (włącz. KO)	-99	120	-133	-79	-29	9	45
Przepływy z działalności operacyjnej	26	163	-90	-33	30	75	104
CAPEX	-26	-38	-28	-21	-18	-15	-17
Pozostałe	2	-21	54	0	0	0	0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-24	-59	26	-21	-18	-15	-17
Dywidendy	-23	-15	-6	-5	-6	-8	-9
Pozostałe	-2	-60	57	28	-2	-43	-12
Przepływy z działalności finansowej	-24	-75	50	23	-8	-51	-21
Zmiana środków pieniężnych	-22	29	-13	-31	4	10	66
Środki pieniężne na koniec okresu	29	57	45	14	18	27	93
DPS (PLN)	1.20	0.74	0.30	0.30	0.33	0.44	0.52

Wskaźniki wzrostu r/r							
Przychody	34%	-31%	11%	30%	10%	-9%	-11%
EBITDA	-23%	-57%	-14%	18%	16%	7%	-10%
EBIT	-26%	-66%	-25%	29%	24%	10%	-14%
Zysk netto	-32%	-80%	-7%	20%	47%	18%	-16%
EPS	-32%	-80%	-7%	20%	47%	18%	-16%

Marże							
EBITDA	5.7%	3.6%	2.8%	2.5%	2.6%	3.1%	3.1%
EBIT	4.9%	2.4%	1.6%	1.6%	1.8%	2.2%	2.1%
Zysk netto	3.6%	1.0%	0.8%	0.8%	1.1%	1.4%	1.3%
ROE	13.4%	2.6%	2.4%	2.8%	3.9%	4.5%	3.6%

Wskaźniki bilansu							
BVPS (PLN)	33.6	33.9	34.6	35.5	37.0	38.7	40.0
Dług netto/EBITDA	1.2	1.4	3.5	4.0	3.4	2.4	1.4
Zadłużenie/ Kapitał własny	30.5%	23.0%	34.2%	37.8%	36.1%	28.1%	25.5%

Uwaga: mnożniki historyczne oparte na średnich cenach Źródło: Spółka, BM Pekao

Podsumowanie kluczowych danych finansowych

PLN mn	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
EPS, GAAP	4.50	0.89	0.83	0.99	1.46	1.73	1.44	1.32	1.33
Revenues	2,216	1,534	1,704	2,210	2,420	2,210	1,971	1,960	1,998
Gross Margin %	9.8%	8.6%	7.7%	7.1%	7.5%	7.9%	8.3%	8.1%	8.0%
EBIT	109	37	28	36	45	49	42	36	37
EBITDA	126	55	47	55	64	69	61	55	55
Net income, GAAP	79	16	14	17	26	30	25	23	23
Net Debt	150	79	162	222	216	163	86	60	39
BPS	33.57	33.91	34.61	35.53	37.00	38.72	40.01	41.23	42.54
DPS	1.20	0.74	0.37	0.30	0.33	0.44	0.52	0.43	0.40
Return on Equity %	13.4%	2.6%	2.4%	2.8%	3.9%	4.5%	3.6%	3.2%	3.1%
Return on Assets %	7.0%	1.5%	1.1%	1.4%	2.0%	2.5%	2.1%	1.9%	2.0%
Depreciation	15.9	15.8	18.1	18.5	18.5	18.3	18.1	18.0	17.9
Amortization	0.2	1.6	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
Free Cash Flow	0	125	-117	-54	12	60	87	33	28
CAPEX	26	38	28	21	18	15	17	16	17

Źródło: BM Pekao

PRACE NAD RAPORTEM ZOSTAŁY ZAKOŃCZONE W DN. 15 MAJA 2025 R. O GODZINIE 07:00 CET.
RAPORT ZOSTAŁ ROZDYSTRYBUOWANY PO RAZ PIERWSZY W DN. 15 MAJA 2025 R. O GODZINIE 07:30 CET.
ZAWARTOŚĆ RAPORTU NIE BYŁA WERYFIKOWANA PRZEZ JAKĄKOLWIEK SPÓŁKĘ, KTÓREJ RAPORT DOTYCZY

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA PUBLIKACJĘ:

Biuro Maklerskie Pekao (BM) jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Polska Kasa Opieki S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa, Polska. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa, jest wpisany do rejestru przedsiębiorców w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, KRS: 0000014843, NIP: 526-00-06-841, REGON: 000010205, kapitał zakładowy (opłacony w całości) w wysokości: 262 470 034 zł.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością BM jest Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa, Polska. BM podlega regulacjom Komisji Nadzoru Finansowego, a także niektórych innych organów regulacyjnych w Unii Europejskiej.

Niniejsza analiza inwestycyjna („Raport”) została przygotowana przez BM w ramach **Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.** („Program”). Informacje dotyczące Programu dostępne są pod adresem <https://www.gpw.pl/gpwpa>. Prawa autorskie do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Z tytułu sporządzenia Raportu BM będzie przysługiwało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na zasadach wskazanych w umowie zawartej pomiędzy BM a Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Niniejsza analiza inwestycyjna jest publiczna, nie jest ogólną poradą inwestycyjną, ani rekomendacją inwestycyjną świadczoną w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego, ani częścią usługi zarządzania portfelem instrumentów finansowych. BM, w związku z wydaniem analizy inwestycyjnej, nie ustala profilu inwestycyjnego Klienta, w tym nie weryfikuje jego wiedzy i doświadczenia, jego sytuacji finansowej i celów inwestycyjnych ani nie dokonuje oceny odpowiedniości usługi.

Analiza inwestycji opiera się na informacjach uzyskanych z publicznych źródeł informacji, które uważamy za wiarygodne, ale za ich kompletność i dokładność nie ponosimy żadnej odpowiedzialności. Wszystkie szacunki, projekcje, prognozy i opinie zawarte w niniejszej analizie inwestycyjnej stanowią niezależny osąd analityków na dzień publikacji. Zastrzegamy sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym momencie bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do nieaktualizowania tych informacji lub całkowitego zaprzestania ich udostępniania bez uprzedzenia.

Niniejsza analiza inwestycyjna służy wyłącznie do celów informacyjnych i nie stanowi części oferty kupna, sprzedaży lub subskrypcji jakiegokolwiek instrumentu finansowego na jakimkolwiek rynku finansowym. Nie stanowi też reklamy.

BM nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie analizy inwestycyjnej. Analiza inwestycyjna nie daje jakiegokolwiek gwarancji, że dana strategia, czy projekcja cenowa jest właściwa dla konkretnego Klienta, a korzystając z niej nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych niż przedstawione czynniki ryzyka. Omawiane instrumenty finansowe mogą podlegać wahaniom pod względem ceny lub wartości. Inwestorzy mogą odzyskać mniej, niż zainwestowali. Zmiany kursów walutowych mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Ponadto wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Ryzyko związane z inwestycją w omawiany instrument finansowy nie zostało w całości wyjaśnione w niniejszym dokumencie. Korzystanie z usług BM wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, szczegółowo opisanym na stronie internetowej www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie

INFORMACJE DOTYCZĄCE REKOMENDACJI:

Niniejsza analiza inwestycyjna ma charakter rekomendacji o charakterze ogólnym.

Niniejsza rekomendacja jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia UE 2017/565 i została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych.

Wykaz wszystkich rekomendacji inwestycyjnych wydanych przez BM w okresie ostatnich 12 miesięcy, informacja o odsetku wszystkich rekomendacji inwestycyjnych stanowiących rekomendacje „kup”, „trzymaj”, „sprzedaj” lub równoważne z okresu ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie rekomendacji, które można przypisać każdej z powyższych kategorii, znajduje się pod adresem: www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/ratings

Niniejszy dokument nie może być rozpowszechniany w Australii, Kanadzie, Japonii lub Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii ani na obszarze żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie właściwych przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

UJAWNIEŃ W OBRĘBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW:

Obecne potencjalne konflikty interesów dotyczą następujących emitentów (patrz definicja kluczy poniżej):

AB S.A. 3; Alior 3; Allegro 3; Astarta S.A. 3; Asseco Poland 3, 4; CCC 3; CD Projekt 3, 4; Cyfrowy Polsat 3, 4; Dino Polska 3; ENEA 3; ENERGA 3; GPW 3, 4; JSW 3; KGHM 3; LPP 3; Lotos 3; LW Bogdanka 4; mBank 4; Mercator 3; Orange Polska 3, 4; PGE 3; PGNiG 3, 4; PKN Orlen 3; PKO BP 3; PKP Cargo 4; Play 3; Santander Bank Polska 3; Tauron PE 3; Stalprodukt S.A. 3; WP Holding 4;

Słownik:

Klucz 1: Emitent posiada co najmniej 5% kapitału zakładowego Banku Pekao S.A.

Klucz 2: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy była głównym managerem lub co-lead managerem (gwarantem lub współgwarantem) w ciągu ostatnich 12 miesięcy publicznej oferty instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 3: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w zakresie instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 4: Analizowana firma oraz BM i/lub powiązana z nimi osoba prawna zawarły umowę świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych.

Klucz 5: Analityk lub osoba z nim powiązana zasiada w radzie nadzorczej / zarządzie emitenta.

Klucz 6: BM posiada pozycję długą netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Klucz 7: BM posiada pozycję krótką netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Analitycy mogą odnosić się do jednej lub kilku firm w swoich analizach. W niektórych przypadkach analizowani emitenci aktywnie dostarczali informacji do tej analizy. Analiza inwestycyjna nie została ujawniona żadnemu emitentowi papierów wartościowych przez datą jej pierwszej publikacji.

Wynagrodzenie BM lub osób pracujących dla BM, które brały udział w sporządzaniu rekomendacji, nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami w zakresie usług BM określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub innego rodzaju transakcjami, które wykonuje BM lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy, lub nie jest związane z opłatami i prowizjami, które otrzymuje BM lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy.

Informacja o posiadaniu instrumentów finansowych lub ich instrumentów pochodnych przez osoby uczestniczące w procesie sporządzania rekomendacji inwestycyjnych lub informacja, że osoba rekomendująca nie posiada takich instrumentów:

Imię i nazwisko	Stanowisko	Instrument	Liczba akcji	Pozycja (długa/krótka)	Średnia cena transakcji	Daty transakcji
Michał Hanc	Analityk	Stalprofil	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

BM i/lub inna osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy kapitałowej może regularnie handlować akcjami analizowanej spółki. BM i/lub inne powiązane z nim osoby prawne mogą posiadać otwarte pozycje o znacznej wartości na akcjach analizowanej spółki lub na instrumentach pochodnych takich akcji. Bank i inne osoby prawne z Grupy Pekao mogły udzielić analizowanej spółce znacznych kredytów. BM i/lub inne powiązane osoby prawne mogą mieć znaczący interes finansowy związany z analizowaną spółką lub mogą mieć taki interes w dowolnym momencie w przyszłości. W związku z tym, że BM i/lub każda z powiązanych z nim osób prawnych są uprawnieni, z zastrzeżeniem obowiązującego prawa, do dokonywania takich czynności w dowolnym momencie w przyszłości, które mogą prowadzić do zaistnienia znaczącego interesu finansowego, do celów niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub jakakolwiek powiązana osoba prawna faktycznie wykona takie działania, które mogą doprowadzić do zaistnienia znaczącego interesu finansowego w odniesieniu do analizowanej spółki.

Analizowana spółka i BM i/lub jakakolwiek osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy mogły zawrzeć umowę dotyczącą świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i

Rady 2014/65/UE w ciągu ostatnich 12 miesięcy, w zamian za co BM i/lub taka osoba prawna będąca częścią tej samej grupy otrzymała wynagrodzenie, przyrzeczenie zapłaty lub zamierza to uczynić. W związku z tym, że BM i/lub każda osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy jest uprawniona do zawarcia, zgodnie z obowiązującym prawem, umowy o świadczenie usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B Załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z analizowaną spółką w dowolnym momencie w przyszłości i mogą otrzymać wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty, na potrzeby niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub każda osoba prawna należąca do tej samej grupy faktycznie zawrze takie umowy i faktycznie otrzyma takie wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty.

Aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić, BM i/lub inna osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy ustaliła bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez dział zgodności. Powstające konflikty interesów są zarządzane przez bariery prawne i fizyczne oraz niefizyczne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednym obszarem / działem BM i/lub innymi powiązanymi z nimi osobami prawnymi. W szczególności jednostki bankowości inwestycyjnej, w tym finansów przedsiębiorstw, działalność na rynku kapitałowym, doradztwo finansowe i inne działania związane z pozyskiwaniem kapitału, są oddzielone fizycznymi i niefizycznymi barierami od jednostek sprzedażowych, a także od działu analiz inwestycyjnych. Ujawnienia znanych i potencjalnych konfliktów interesów są zamieszczane w analizach inwestycyjnych. Analitycy są na bieżąco nadzorowani i zarządzani przez osoby, które nie są odpowiedzialne za działalność w zakresie bankowości inwestycyjnej, w tym za działalność w zakresie finansów przedsiębiorstw lub inną działalność związaną z oferowaniem papierów wartościowych.

METODY STOSOWANE DO FORMUŁOWANIA ZALECEŃ INWESTYCYJNYCH:

Nasze wyceny przedsiębiorstw oparte są na dwóch metodach wyceny, wybranych spośród następujących: model dyskontowy, model oparty na analizie porównawczej lub metoda wyceny wartości aktywów.

Modele dyskontowe charakteryzują się jednoczesnym i kompleksowym uwzględnianiem kluczowych determinant wartości wewnętrznej, np. operacyjne przepływy pieniężne, nakłady inwestycyjne, koszt kapitału (WACC). Są teoretycznie atrakcyjne i zapewniają bezpośrednie obliczenie wartości przedsiębiorstwa. Jednak wyceny modeli dyskontowych są bardzo wrażliwe na zmiany założeń, szczególnie stopy wolnej od ryzyka i końcowej stopy wzrostu. Ponadto prognozy nie są pewne - nieprzewidziane przyszłe zdarzenia mogą spowodować, że prognozy dochodów lub zysków będą nieaktualne.

Analiza porównawcza oparta jest na analizie mnożników wyceny danego przedsiębiorstwa względem innych podobnych przedsiębiorstw z branży. Wśród mocnych stron modeli mnożników możemy wyróżnić ich prostotę, ponieważ są one łatwe do obliczenia i zrozumienia. Ponadto do wyceny wybierane są tylko kluczowe statystyki dla inwestorów. Z drugiej strony mnożniki oparte są na danych historycznych lub prognozach krótkoterminowych. Wyceny oparte o mnożniki nie będą zatem w stanie uchwycić różnic w przewidywanej wydajności w dłuższej perspektywie. Ponadto może być problematyczne wybranie odpowiedniej grupy porównawczej.

Metody oparte o wyceny wartości aktywów mogą być stosowane, nawet jeśli firma ma krótki rejestr zysków lub jej przyszłe istnienie jest niepewne. Określenie wartości rynkowej niektórych aktywów, zwłaszcza wartości niematerialnych, może być jednak trudne. Ponadto modele oparte na aktywach nie uwzględniają przyszłych zmian wyników finansowych ani nie zawierają pozycji pozabilansowych, takich jak know-how.

Zalecenia inwestycyjne dotyczą generalnie horyzontu 12-miesięcznego. Jednak podlegają one również warunkom rynkowym i mogą stanowić jedynie wskazówkę. W rzeczywistości ceny docelowe mogą być osiągnięte szybciej lub wolniej niż oczekiwano lub wymagać korekty w górę lub w dół. W tabelach i na wykresach w całym niniejszym raporcie lata oznaczamy literą „E” w celu wskazania, że przedstawione liczby są prognozami i szacunkami.

Definicje oznaczeń (zaleceń) zawartych w rekomendacjach fundamentalnych:

Obecnie używamy trzypoziomowego systemu rekomendacji dla akcji objętych naszym pokryciem analitycznym: Kup, Trzymaj lub Sprzedaj (definicje poniżej):

Zalecenie **Kupuj** stosujemy wtedy się, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy jest wyższy niż 15%.

Zalecenie **Trzymaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy mieści się w zakresie od 0% do 15%.

Zalecenie **Sprzedaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy jest ujemny.

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:

Zastrzeżone: rating i / lub prognozy finansowe i / lub cena docelowa nie są ujawniane ze względu na względy regulacyjne, takie jak okres zamknięty lub konflikt interesów.

W okresie przejściowym: Ze względu na zmiany w zespole analitycznym wydawanie zaleceń dot. akcji i/lub ceny docelowej jest czasowo zawieszona. Spółka pozostaje w uniwersum analitycznym, a opracowania analityczne zostaną wznowione w odpowiednim czasie.

W trakcie przeglądu: rekomendacja inwestycyjna i/lub prognozy finansowe i/lub cena docelowa są w tej chwili poddawane przeglądowi przez analityka i nie należy polegać na poprzedniej rekomendacji i/lub prognozach finansowych i/lub cenie docelowej.

Brak ocen: nie wydajemy zaleceń dotyczących danej spółki i nie planujemy ich wydawać w dającej się przewidzieć przyszłości.

WYJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ STOSOWANEJ W OPRACOWANIU:

C/Z lub P/E – wskaźnik „Cena/Zysk” lub „Price/Earnings” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do wyniku netto emitenta instrumentu finansowego.

C/WK lub P/B – wskaźnik „Cena/Wartość Księgowa” lub „Price/Book Value” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do bilansowej wartości księgowej kapitałów własnych przedsiębiorstwa.

EPS – „Earnings per Share”, czyli zysk netto na jedną akcję.

BVPS – „Book Value per Share”, czyli wartość księgowa na jedną akcję.

FWD – „Forward” - oznacza wskaźnik (np. C/Z) wyliczany na podstawie oczekiwanych wyników.

DPS – „Dividend per Share”, tj. dywidenda na akcję.

DY – „Dividend Yield”, tj. Stopa dywidendy, wskaźnik liczony jako dywidenda na akcję podzielona przez aktualną cenę akcji.

EBIT – „Earnings Before Interest and Taxes” to wynik operacyjny emitenta instrumentu finansowego.

EBITDA - „Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji.

EV/EBITDA – „Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to kapitalizacja giełdowa spółki (Cena x liczba akcji) powiększona o wartość długu finansowego netto oraz wartość udziałów akcjonariuszy mniejszościowych podzielona przez wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji aktywów spółki.

NWZA – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy