Raport aktualizujący | **Stal & Infrastruktura** | **Polska** | **28 kwiecień 2026**

Stalprofil

Pozytywny wpływ FIFO na marże dystrybutorów stali

Ceny stali w Europie wzrosły w 1Q'26 o ok. 8-9% kw/kw, podczas gdy koszty wsadu (EAF/BOF) rosły wolniej, o ok. 3-5% kw/kw, co poprawia spread i wspiera rentowność europejskich hut. ArcelorMittal już w lis'25 sygnalizował potrzebę podwyżek cen stali długiej, co potwierdza ruch o +30 EUR/t oraz szerszy trend rosnącej dyscypliny cenowej w branży. Jednocześnie wpisuje się to w oczekiwane zaostrzenie ochrony rynku UE tj. CBAM oraz nowe kontyngenty, które od 1 lipca 2026 r. ma ograniczyć import i wesprzeć konkurencyjność europejskich hut. W kwietniu huty w Niemczech i we Włoszech zasygnalizowały kolejną rundę podwyżek cen o 50-70 EUR/t, a producenci byli również gotowi do ograniczenia wolumenów w celu odbudowy marż. Tymczasem w marcu '26 utrzymał się spadkowy trend w produkcji stali w UE, ze spadkiem na poziomie 4,6% r/r. Wzrost cen stali odbieramy pozytywnie dla dystrybutora stali (STF), ponieważ będzie wspierał top-line oraz marże poprzez efekt FIFO. Zakładamy wzrost cen sprzedanych wyrobów hutniczych/stalowych przez STF o +17.9% r/r w 2026e oraz wzrost marży w segmencie stalowym o +1.8pp r/r. Dodatkowo, obecny trend cenowy wspierany jest wyższymi kosztami produkcji oraz regulacjami ograniczającymi import - przy założeniu ich pełnego wdrożenia oczekujemy dalszego wzrostu cen w 2H'26e, a ewentualne przyspieszenie popytu mogłoby dodatkowo wzmocnić dynamikę. Zakładamy również wzrost wolumenu STF o +7.2% r/r w 2026e, wspierany zarówno poprawą popytu (ArcelorMittal wskazuje na ok. +2% r/r), jak i wzrostem udziałów rynkowych dzięki wcześniejszemu wzmocnieniu zasobów kadrowych w okresie dekoniunktury.

W segmencie infrastruktury zakładamy przejściowe spowolnienie po bardzo mocnym 2025 r., w którym zakończono największy w historii kontrakt LNG. Obecnie widoczne jest wyhamowanie przetargów Gaz-System i PSG, co obniżyło portfel zamówień Izostalu do ok. 230 mln zł z 750 mln zł r/r, co ogranicza widoczność wyników na 2026 r. Zakładamy spadek przychodów na segmencie infrastruktury o 34% r/r. Jednocześnie uważamy, że spowolnienie ma charakter tymczasowy i oczekujemy odbicia aktywności przetargowej w kolejnych okresach, wspieranego dodatkowo przez rosnący udział „local content", co może dodatkowo sprzyjać poprawie marż.

Biorąc powyższe pod uwagę powyższe aktualizujemy naszą rekomendację z Trzymaj do Kupuj i podwyższamy 12-miesięczną cenę docelową do PLN 10.48 za akcję (potencjał wzrostu +26.0%).

Stalprofil, kluczowe dane finansowe, PLN mln

PLN mln	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Przychody	1533.8	1704.0	2200.6	2031.8	2350.4	2322.2	2388.2
EBITDA	54.6	47.0	49.8	75.0	89.0	83.2	79.6
Zysk netto	15.6	14.5	6.7	31.9	40.8	37.7	38.1
EPS	0.9	0.8	0.4	1.8	2.3	2.2	2.2
DPS	0.7	0.3	0.3	0.3	0.6	0.7	0.6
Stopa dywidendy	8.9%	3.6%	3.6%	3.6%	7.7%	8.4%	7.8%
C/Z	9.3	10.1	21.8	4.6	3.6	3.9	3.8
EV/EBITDA	4.1	6.6	5.7	3.8	3.8	3.7	3.6

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

Kupuj
(poprzednio trzymaj)

Cena docelowa **PLN 10.48**

Potencjał wzrostu **26.0%**
Cena akcji (24.04.2026) PLN 8.32

ESG rating **B**

Ocena końcowa ESG **1.01**

Relatywny kurs akcji vs. WIG

NADCHODZĄCE WYDARZENIA

1Q'26 22 maj

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

RYNEK STALI – KLUCZOWE INFORMACJE.....3

WYCENA.....4

AKTUALIZACJA PROGNOZ 7

OSTATNIE WYDARZENIA.....7

CZYNNIKI RYZYKA.....8

KLUCZOWE DANE FINANSOWE.....9

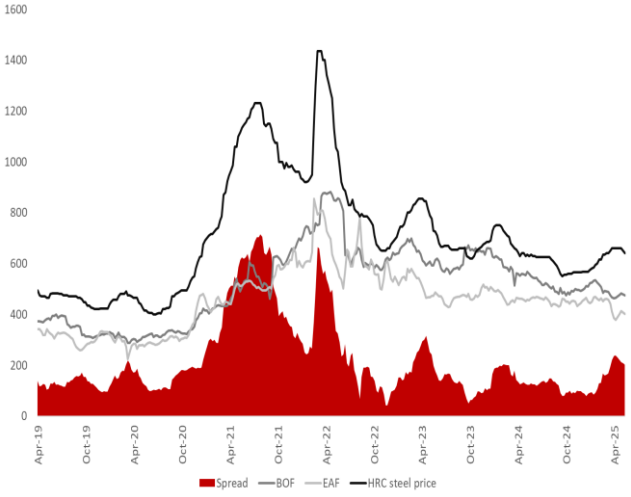
DISCLAIMER.....11

Rynek stali - najważniejsze informacje

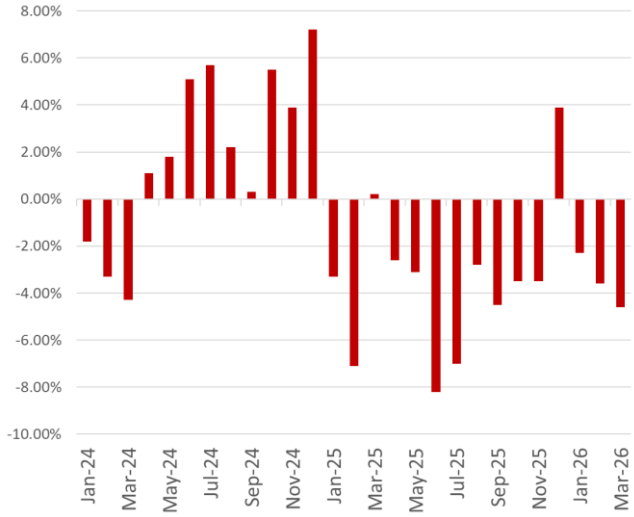
Ceny stali w Europie rosną, zwiększając się o ok. 8-9% kw./kw. w 1Q'26, mimo że koszty wsadu (EAF/BOF) rosły wolniej, o ok. 3-5% kw./kw., co wspierało marże w całym sektorze. Wzrost cen wynika nie tylko z dynamiki kosztowej, ale także z czynników regulacyjnych oraz wyraźnego przejścia do bardziej zdyscyplinowanego podejścia do cen wśród producentów stali - huty w Niemczech i we Włoszech już zapowiedziały kolejne podwyżki o 50-70 EUR/t oraz sygnalizują gotowość do ograniczania wolumenów w celu odbudowy rentowności.

Jednocześnie produkcja stali w UE nadal spada (o 4,6% r/r w mar'26), co odzwierciedla wciąż słaby popyt, pozostający daleki od silnego. Perspektywy pozostają jednak wspierające: wzrost cen jest dodatkowo wzmacniany przez ograniczające import regulacje, takie jak CBAM i kontyngenty ochronne, które mają zostać zaostrzone od 2H'26, a potencjalne ożywienie popytu mogłoby przyspieszyć dalszy wzrost cen. Ogólnie rynek zmierza w kierunku bardziej napiętej podaży i strukturalnie wyższych cen, z ryzykiem dalszego wzrostu cen stali w drugiej połowie 2026 r., jeśli popyt się poprawi, a ograniczenia regulacyjne w pełni się zmaterializują.

Spread między ceną stali a średnim kosztem wsadu BOF i EAF, 2019-25

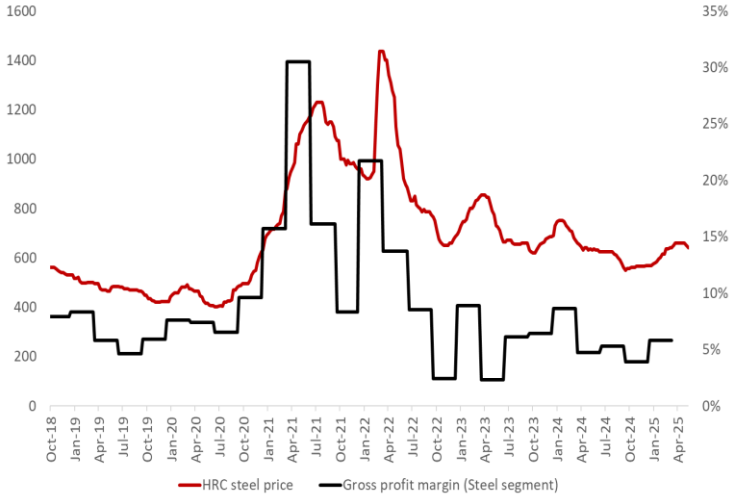


Dynamika r/r produkcji stali w UE (27), 2024-26

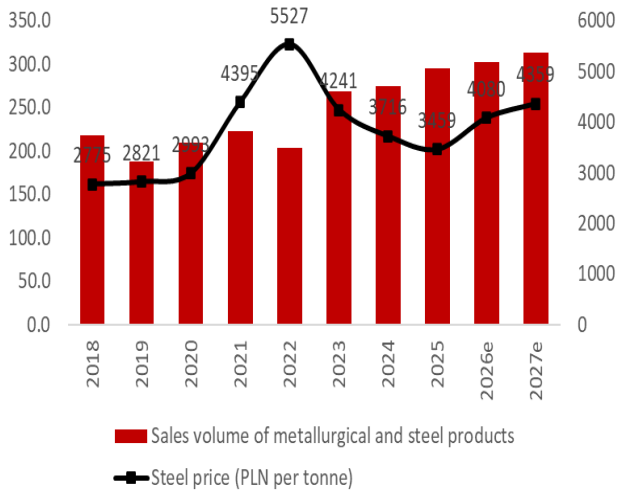


Źródło: World Steel Association, Bloomberg, Pekao Equity Research

Kwartalna marża brutto segmentu stali (%) oraz cena stali HRC (EUR/t), 2018-25



Stalprofil - Sprzedaż wyrobów stalowych (tys. ton) oraz średnia cena za tonę w PLN, 2018-27e



Source: Company, Bloomberg, Pekao Equity Research

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 1.01 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
Score	0.92	1.20	1.00
Sector weight	50%	25%	25%
Final ESG Score		**1.01**	
ESG Rating		**B**	

	score from:	to	Rating	WACC risk premium impact (% of RFR)
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 10.48 PLN za akcję, co stanowi 26.0% 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 2031r. Kluczowe założenia uwzględnione w naszym modelu wyceny DCF są następujące:

- Stopa wolna od ryzyka w wysokości 5.5% od 2026-31e i 4% w okresie rezydualnym.
- Premia za ryzyko kapitałowe w wysokości 5.8% od 2026-31e i 5.0% w okresie rezydualnym.
- Współczynnik Beta w wysokości 1.0
- Dodatkowe dyskonto ESG do kosztu kapitału własnego równe -0.4% od 2026-31e 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 2.2% w okresie rezydualnym
- Udziały niekontrolujące w Izostal na bazie wyceny rynkowej.
- Stopa wzrostu w okresie rezydualnym wynosząca 0%.

Wycena DCF

Kalkulacja WACC

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Okres rezydualny
Stopa wolna od ryzyka	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	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	**10.9%**	**10.9%**	**10.9%**	**10.9%**	**10.9%**	**10.9%**	**8.7%**
Koszt długu	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	6.0%
Koszt długu po opodatkowaniu	**6.1%**	**6.1%**	**6.1%**	**6.1%**	**6.1%**	**6.1%**	**4.9%**
Waga kapitału własnego	54%	48%	55%	61%	70%	80%	100%
WACC	**8.7%**	**8.4%**	**8.7%**	**9.0%**	**9.4%**	**9.9%**	**8.7%**

Wycena DCF

(PLN mln)	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Okres rezydualny
Przychody	2,032	2,350	2,322	2,388	2,401	2,410	2,433.8
EBIT	54.5	69.0	63.4	59.8	60.1	63.4	53.5
Podatek od EBIT	-10.3	-13.1	-12.0	-11.4	-11.4	-12.1	-10.2
NOPAT	**44.1**	**55.9**	**51.3**	**48.5**	**48.7**	**51.4**	**43.4**
Amortyzacja	20.6	20.0	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8
Zmiana KON	-44.6	-101.3	-0.7	-16.7	2.9	-1.4	-11.5
CAPEX	-11.0	-14.0	-19.0	-20.0	-20.0	-20.0	-20.0
FCFF	**9.1**	**-39.4**	**51.4**	**31.5**	**51.4**	**49.8**	**31.7**
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym							*0.0%*
*N*artość rezydualna							364.1
Współczynnik dyskontowy	*0.92*	*0.85*	*0.78*	*0.72*	*0.65*	*0.60*	*0.60*
Zdyskontowane przepływy - 31.12.2025	8.4	-33.5	40.2	22.6	33.6	29.6	*235.7*
Enterprise value - 31.12.2025	**336.6**						
Udziały niekontrolujące w Izostal (wycena rynkowa)	40.1						
Dług netto	136.4						
Inne korekty	0.0						
Wartość akcji - 31.12.2025	**160.1**						
Liczba akcji (mln)	17.5						
12M cena docelowa na akcję (PLN)	**10.48**						
Obecna cena akcji (PLN) na 24 kwiecień	8.32						
Potencjał do wzrostu/spadku	*26.0%*						
Wzrost przychodów	-8%	16%	-1%	3%	1%	0%	1.0%
marża EBIT	**2.7%**	**2.9%**	**2.7%**	**2.5%**	**2.5%**	**2.6%**	**2.2%**
Podatek	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Capex/przychody	0.5%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
Capex/amortyzacja	53.5%	69.9%	96.0%	101.1%	101.1%	101.0%	101.0%

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

Stopa wzrostu w okresie rezydualnym/WACC	**-1.5%**	**-1.0%**	**-0.5%**	**0.0%**	**0.5%**	**1.0%**	**1.5%**
7.7%	9.51	10.34	11.28	12.33	13.53	14.91	16.51
8.2%	8.83	9.58	10.41	11.35	12.41	13.61	15.00
8.7%	8.21	8.89	9.65	**10.48**	11.43	12.49	13.70
9.2%	7.66	8.28	8.96	9.71	10.56	11.50	12.57
9.7%	7.15	7.72	8.34	9.02	9.78	10.63	11.58

Wrażliwość 12-miesięcznej ceny docelowej na ację na kluczowe czynniki wpływające na wyniki spółki

marża EBIT/CAPEX w okresie rezydualnym	**1.45%**	**1.70%**	**1.95%**	**2.20%**	**2.45%**	**2.70%**	**2.95%**
-25.0	0.84	3.25	5.65	8.05	10.45	12.85	15.25
-22.5	2.06	4.46	6.86	9.27	11.67	14.07	16.47
-20.0	3.28	5.68	8.08	**10.48**	12.89	15.29	17.69
-17.5	4.50	6.90	9.30	11.70	14.10	16.51	18.91
-15.0	5.72	8.12	10.52	12.92	15.32	17.72	20.13

Źródło: Biuro Maklerskie Pekao

Wycena mnożnikowa

	Ticker	C/Z 2026e	C/Z 2027e	C/Z 2028e	EV/EBITDA 2026e	EV/EBITDA 2027e	EV/EBITDA 2028e
Dystrybucja stali, rury oraz inne							
Jacquet Metals	JCQ FP	18.6	11.6		6.9	6.0	
Klöckner & Co	KCO GY	33.1	19.3	15.6	8.6	7.3	6.6
Tubacex	TUB SM	19.2	10.3	7.2	7.2	5.7	5.2
Tenaris	TEN IM	17.7	16.4	14.8	10.2	9.6	9.2
Stalprodukt	STP PW				2.3		
Produkcja stali							
ArcelorMittal	MT NA	12.6	8.9	8.2	6.7	5.5	5.4
SSAB	SSABA SS	11.6	10.5	10.7	5.3	4.8	4.8
thyssenkrupp	TKA GY	517.9	8.8	7.2	2.5	1.9	1.8
voestalpine	VOE AV	18.9	11.7	10.1	6.3	5.1	4.7
Salzgitter	SZG GR	14.0	8.4	7.1	6.2	4.8	4.4
Cognor	COG PW		12.1	5.1	14.1	7.4	4.6
Mediana - Dystrybucja stali, rury oraz inne		**18.9**	**14.0**	**14.8**	**7.2**	**6.6**	**6.6**
Waga (%)		*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*
Mediana - Produkcja stali		**14.0**	**9.7**	**7.7**	**6.2**	**5.0**	**4.6**
Waga (%)		*33%*	*33%*	*33%*	*33%*	*33%*	*33%*
Stalprofil		**4.6**	**3.6**	**3.9**	**3.8**	**3.8**	**3.7**
Premia/dyskonto vs. mediana		*-76%*	*-74%*	*-74%*	*-47%*	*-43%*	*-45%*
Implikowana cena (PLN/akcja)		**25.5**	**22.7**	**16.7**	**18.7**	**14.2**	**13.0**
Implikowana cena (PLN/akcja)		**18.5**					

Źródło: Bloomberg, Biuro Maklerskie Pekao

Aktualizacja naszych prognoz

Poniżej przedstawiamy aktualizację naszych prognoz w porównaniu z poprzednim raportem:

	2026e			2027e			2028e		
	Poprzednio	Obecnie	Róż.	Poprzednio	Obecnie	Róż.	Poprzednio	Obecnie	Róż.
Przychody	2,382.4	2,031.8	-15%	2,191.9	2,350.4	7%	2,003.5	2,322.2	16%
EBITDA	64.9	75.0	16%	67.4	89.0	32%	69.3	83.2	20%
EBIT	45.5	54.5	20%	48.1	69.0	43%	50.5	63.4	26%
Zysk netto	26.0	31.9	23%	29.8	40.8	37%	30.6	37.7	23%

Źródło: BM Pekao

Ostatnie wydarzenia

- **Publikacja sprawozdania rocznego za 2025r. -** Stalprofil opublikował sprawozdanie roczne za 2025 r. - *Nasz komentarz do wyników został opublikowany w dniu publikacji raportu. Wyniki odebraliśmy lekko pozytywnie.*

- **Rekomendacja Rady Nadzorczej Stalprofil dotycząca wypłaty dywidendy za 2025r. -** Rada Nadzorcza pozytywnie zaopiniowała wypłatę dywidendy w łącznej kwocie 5.25 mln zł (0.30 zł na akcję). - *Wysokość dywidendy była zgodna z naszymi wcześniejszymi prognozami, dlatego informację tę odebraliśmy neutralnie.*

- **Nabycie przez Stalprofil pakietu udziałów w spółce Proma -** Zarząd Stalprofil S.A. poinformował o nabyciu od Izostal 40% udziałów w Proma Sp. z o.o. za 9.32 mln zł; transakcja wewnątrz Grupy ma na celu optymalizację finansowania, a inwestycja ma charakter długoterminowy.

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 dostawą 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)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Przychody	**1,534**	**1,704**	**2,201**	**2,032**	**2,350**	**2,322**	**2,388**
Zysk brutto ze sprzedaży	132	132	176	179	213	206	206
EBITDA	**55**	**47**	**50**	**75**	**89**	**83**	**80**
EBIT	**37**	**28**	**29**	**54**	**69**	**63**	**60**
Zysk przed opodatkowaniem	26	24	15	49	63	58	59
Podatek dochodowy	5	5	3	9	12	11	11
Zysk netto	**16**	**14**	**7**	**32**	**41**	**38**	**38**
EPS (PLN)	**0.89**	**0.83**	**0.38**	**1.82**	**2.33**	**2.16**	**2.18**

Bilans (PLN mln)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Aktywa obrotowe	**664**	**939**	**700**	**762**	**865**	**870**	**905**
Środki pieniężne i ekwiwalenty	57	45	32	45	6	19	29
Pozostałe aktywa obrotowe	607	894	668	718	859	850	875
Aktywa trwałe	**353**	**359**	**366**	**356**	**350**	**349**	**349**
Rzeczowe aktywa trwałe	304	314	302	292	286	285	285
Pozostałe aktywa trwałe	49	45	64	64	64	64	64
Aktywa	**1,018**	**1,297**	**1,065**	**1,118**	**1,215**	**1,219**	**1,254**
Kapitał własny	**593**	**606**	**611**	**644**	**683**	**718**	**755**
Zobowiązania długoterminowe	**56**	**49**	**46**	**70**	**71**	**71**	**71**
Zadłużenie długoterminowe	6	2	0	13	10	10	9
Pozostałe	50	47	46	56	61	61	62
Zobowiązania krótkoterminowe	**368**	**643**	**408**	**405**	**461**	**429**	**428**
Zadłużenie krótkoterminowe	130	205	168	170	190	168	160
Pozostałe	238	438	240	235	271	261	268
Pasywa	**1,018**	**1,297**	**1,065**	**1,118**	**1,215**	**1,219**	**1,254**
Dług netto	79	162	136	139	194	159	140

RPP (PLN mln)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Zysk brutto	26	24	15	49	63	58	59
Amortyzacja	17	19	21	21	20	20	20
Pozostałe (włącz. KO)	120	-133	26	-54	-113	-12	-28
Przepływy z działalności operacyjnej	**163**	**-90**	**62**	**15**	**-30**	**66**	**51**
CAPEX	-38	-28	-5	-11	-14	-19	-20
Pozostałe	-21	54	-8	0	0	0	0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-59**	**26**	**-14**	**-11**	**-14**	**-19**	**-20**
Dywidendy	-15	-6	-6	-6	-11	-12	-11
Pozostałe	-60	57	-55	15	17	-22	-9
Przepływy z działalności finansowej	**-75**	**50**	**-62**	**9**	**6**	**-34**	**-21**
Zmiana środków pieniężnych	29	-13	-13	13	-39	13	10
Środki pieniężne na koniec okresu	**57**	**45**	**32**	**45**	**6**	**19**	**29**
DPS (PLN)	0.74	0.30	0.30	0.30	0.64	0.70	0.65
Wskaźniki wzrostu r/r							
Przychody	-31%	11%	29%	-8%	16%	-1%	3%
EBITDA	-57%	-14%	6%	51%	19%	-7%	-4%
EBIT	-66%	-25%	3%	90%	27%	-8%	-6%
Zysk netto	-80%	-7%	-54%	377%	28%	-7%	1%
EPS	-80%	-7%	-54%	377%	28%	-7%	1%
Marże							
EBITDA	**3.6%**	**2.8%**	**2.3%**	**3.7%**	**3.8%**	**3.6%**	**3.3%**
EBIT	2.4%	1.6%	1.3%	2.7%	2.9%	2.7%	2.5%
Zysk netto	1.0%	0.8%	0.3%	1.6%	1.7%	1.6%	1.6%
ROE	**2.6%**	**2.4%**	**1.1%**	**5.0%**	**6.0%**	**5.3%**	**5.0%**
Wskaźniki bilansu							
BVPS (PLN)	33.9	34.6	34.9	36.8	39.1	41.0	43.1
Dług netto/EBITDA	1.4	3.5	2.7	1.8	2.2	1.9	1.8
Zadłużenie/ Kapitał własny	23.0%	34.2%	27.5%	28.5%	29.3%	24.8%	22.4%

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

Podsumowanie kluczowych danych finansowych

PLN mn	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
EPS, GAAP	0.89	0.83	0.38	1.82	2.33	2.16	2.18	2.13	2.29
Revenues	1,534	1,704	2,201	2,032	2,350	2,322	2,388	2,401	2,410
Gross Margin %	8.6%	7.7%	8.0%	8.8%	9.1%	8.9%	8.6%	8.6%	8.8%
EBIT	37	28	29	54	69	63	60	60	63
EBITDA	55	47	50	75	89	83	80	80	83
Net income, GAAP	16	14	7	32	41	38	38	37	40
Net Debt	79	162	136	139	194	159	140	104	68
BPS	33.91	34.61	34.93	36.78	39.05	41.05	43.12	45.08	47.20
DPS	0.74	0.37	0.37	0.37	0.64	0.70	0.65	0.76	0.75
Return on Equity %	2.6%	2.4%	1.1%	5.0%	6.0%	5.3%	5.0%	4.7%	4.9%
Return on Assets %	1.5%	1.1%	0.6%	2.9%	3.4%	3.1%	3.0%	2.9%	3.1%
Depreciation	15.8	18.1	20.0	19.5	19.0	18.8	18.8	18.8	0.0
Amortization	1.6	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0
Free Cash Flow	125	-117	57	4	-44	47	31	49	48
CAPEX	38	28	5	11	14	19	20	20	20

Source: Pekao Equity Research

PRACE NAD RAPORTEM ZOSTAŁY ZAKOŃCZONE W DN. 28 KWIETNIA 2026 R. O GODZINIE 07:00 CET.
RAPORT ZOSTAŁ ROZDYSTRYBUOWANY PO RAZ PIERWSZY W DN. 28 KWIETNIA 2026 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 niemniejszej 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 jakiejkolwiek 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 czynników 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.

UJAWNIENIA 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 powiązana z nim osoba prawna 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 zamieszane 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 osiągane 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 zawieszone. 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