Company Report | **Przemysł** | **Poland** | **11 September 2026**

Apator

Wzrost cen surowców nie sprzyja poprawie rentowności

Apator zaliczył bardzo mocną pierwszą połowę tego roku, jednak perspektywy na drugą połowę roku i 2027 r. nie są już tak wyśmienite.

- Wzrost przychodów w I połowie 2026 r. wyniósł aż 21% r/r, co przy nieznacznym spadku marży zysku brutto ze sprzedaży oraz niewielkim wzroście kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu spowodowało poprawę wyniku EBITDA o 25% r/r. Do tego Spółka pokazała dobrą generację gotówki z działalności operacyjnej, która w I kwartale 2026 r. wyniosła 112 mln PLN (+75% r/r). Nie należy jednak ekstrapolować tak dobrych wyników na kolejne okresy, gdyż znaczna część poprawy widocznej w tym roku jest efektem realizowanego kontraktu z PSG na dostawę gazomierzy, który kończy się we wrześniu 2026 r. Na horyzoncie jest także widmo potencjalnej kary od UOKiK.
- Spółka mierzy się także ze wzrostem cen surowców, przede wszystkim miedzi i srebra, co powinno przełożyć się na obniżenie marż w II połowie 2026 r. Na ten rok zakładamy wzrost przychodów do 1,29 mld PLN (+7% r/r), przy jednoczesnym nieznacznym spadku rentowności (skor. marża ZBzS -0,6 p.p. r/r). W naszej ocenie 2027 r. powinien być rokiem przejściowym, w którym widoczny będzie ubytek przychodów w segmencie Gazu. W kolejnych latach oczekujemy wzrostu przychodów i dalszej poprawy rentowności.
- Apator informował, że rozważa akwizycje, zaś jako potencjalne cele wskazał zagranicznych dystrybutorów oraz dostawców rozwiązań z zakresu ICT/software. Takie poszerzenie kompetencji i uzupełnienie oferty na rynkach zagranicznych mogłoby mieć pozytywny wpływ na marże w średnim terminie. W naszej prognozie nie uwzględniamy jednak takiego scenariusza z uwagi na brak konkretnych przesłanek.
- Wciąż spodziewamy się, że w najbliższych latach Spółka będzie generować przyzwoite przepływy pieniężne o dość wysokiej jednocyfrowej stopie FCF, co powinno przełożyć się na spadek wskaźnika długu netto do EBITDA w kolejnych latach przy założeniu braku przejęć. Dalsza poprawa sytuacji gotówkowej Spółki stwarza przestrzeń do zwiększenia wysokości dywidend.

Kluczowe dane finansowe

mln PLN	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Przychody	1,228	1,202	1,287	1,254	1,295	1,339
EBITDA	142	158	161	149	161	171
EBIT	85	88	85	73	84	93
Zysk netto	73	79	62	50	60	67
Zysk na akcję	2.52	2.72	2.13	1.74	2.06	2.32
FCF	94	43	31	53	60	67
Dywidenda na akcję	0.60	0.60	1.20	1.00	1.18	1.33
Stopa dywidendy	2.0%	2.0%	3.9%	3.3%	3.9%	4.4%
C/Z	12.2	11.2	14.4	17.6	14.9	13.2
Stopa FCF	10.6%	4.8%	3.5%	6.0%	6.7%	7.6%
EV/EBITDA	7.2	6.4	6.4	6.8	6.2	5.7
Dług netto	138	118	138	121	103	82
Dług netto/EBITDA	1.0	0.7	0.9	0.8	0.6	0.5

Źródło: Apator, Pekao Equity Research.

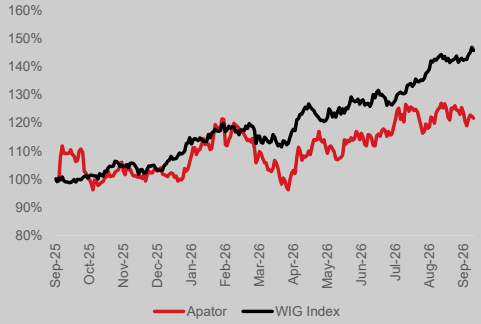
Trzymaj (obniżona)

Cena docelowa **29,70 PLN**

Potencjał wzrostu **9,2%**
Cena 9 września 2026 27,20 PLN

Rating ESG **B**
Ocena końcowa ESG **1.05**

Kurs akcji Apator vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA
Wyniki 3Q'2026 17 listopada 2026

INFORMACJE NA TEMAT AKCJI

Reuters/Bloomberg	APTP.WA/APT:PW
Free float (%)	66,5
Kapitalizacja (mln PLN)	888
Licza akcji (mln)	32,6

Akcjonariat
PTE Allianz Polska S.A. 13,92%
Apator Mining 11,03%
Mariusz Lewicki 7,25%

Damian Szparaga, CFA
damian.szparaga@pekao.com.pl

Spis treści

OSTATNIE WYDARZENIA 3
AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH 5
CZYNNIKI RYZYKA 8
WYCENA 9
ZASTRZEŻENIA PRAWNE 15

Ostatnie wydarzenia

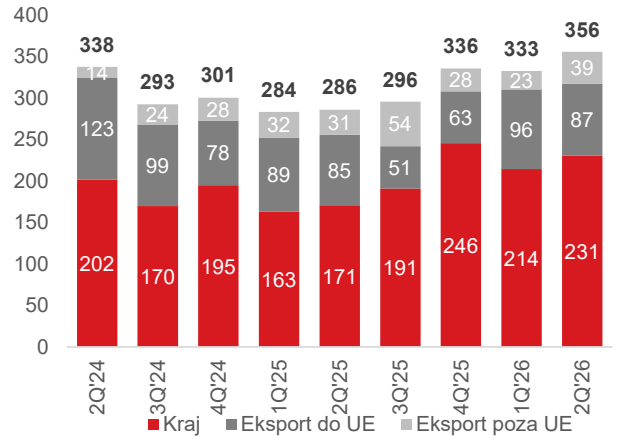
Apator: wyniki za 2Q'2026

mln PLN	2Q'2025	3Q'2025	4Q'2025	1Q'2026	2Q'2026	Y/Y	Q/Q	Pekao	vs. Pekao	consensus	vs. consensus
Przychody	**286.4**	**295.8**	**335.9**	**332.9**	**356.2**	***24%***	***7%***	**345.0**	***3%***	**347.0**	***3%***
EE	137.7	148.2	156.6	141.4	163.0	*18%*	*15%*	157.1	*4%*		*n/a*
GAZ	45.4	54.5	70.0	91.8	84.3	*86%*	*-8%*	83.5	*1%*		*n/a*
W&H	103.3	93.1	109.3	99.7	108.9	*5%*	*9%*	104.4	*4%*		*n/a*
Koszt własny sprzedaży	-204.9	-217.3	-266.0	-240.3	-264.5	*29%*	*10%*	-250.0	*6%*		*n/a*
Zysk brutto ze sprzedaży	**81.5**	**78.5**	**69.9**	**92.6**	**91.7**	***13%***	***-1%***	**95.0**	***-3%***		***n/a***
EE	37.5	39.7	20.9	35.4	36.7	*-2%*	*4%*	40.2	*-9%*		*n/a*
GAZ	8.4	8.3	15.8	24.8	19.2	*129%*	*-23%*	21.0	*-9%*		*n/a*
W&H	35.6	30.5	33.1	32.5	35.8	*1%*	*10%*	33.8	*6%*		*n/a*
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-57.6	-55.1	-65.1	-58.1	-61.5	*7%*	*6%*	-64.1	*-4%*		*n/a*
Skor. EBITDA	**40.2**	**42.4**	**46.7**	**47.3**	**46.8**	***16%***	***-1%***	**48.4**	***-3%***		***n/a***
EBITDA	**40.2**	**42.4**	**40.4**	**47.3**	**46.8**	***16%***	***-1%***	**48.4**	***-3%***	**48.7**	***-4%***
EE	18.9	24.2	17.8	19.0	18.3	*-3%*	*-4%*	18.6	*-2%*		*n/a*
GAZ	3.6	3.4	7.5	14.0	12.6	*246%*	*-10%*	14.8	*-15%*		*n/a*
W&H	18.5	15.5	16.1	15.3	16.6	*-10%*	*9%*	16.1	*3%*		*n/a*
Pozostałe	-0.9	-0.8	-1.0	-0.9	-0.8	*-13%*	*-18%*	-1.1	*-32%*		*n/a*
EBIT	**23.3**	**24.9**	**22.2**	**28.9**	**27.6**	***18%***	***-4%***	**29.6**	***-7%***	**29.8**	***-7%***
Zysk brutto	23.0	22.0	19.4	26.0	25.8	*12%*	*-1%*	26.5	*-3%*		*n/a*
Zysk netto	**17.8**	**23.3**	**26.0**	**20.0**	**20.6**	***16%***	***3%***	**20.6**	***0%***	**20.6**	***0%***
Marże											
Marża ZBzS	***28.5%***	***26.6%***	***20.8%***	***27.8%***	***25.8%***			***27.5%***			
w tym EE	*27.2%*	*26.8%*	*13.4%*	*25.0%*	*22.5%*			*25.6%*			
w tym GAZ	*18.5%*	*15.3%*	*22.6%*	*27.0%*	*22.7%*			*25.2%*			
w tym W&H	*34.5%*	*32.7%*	*30.3%*	*32.6%*	*32.9%*			*32.4%*			
Marża EBITDA	***14.0%***	***14.3%***	***12.0%***	***14.2%***	***13.1%***			***14.0%***		***14.0%***	
w tym EE	*13.7%*	*16.4%*	*11.4%*	*13.4%*	*11.2%*			*11.9%*			
w tym GAZ	*8.0%*	*6.3%*	*10.6%*	*15.2%*	*15.0%*			*17.7%*			
w tym W&H	*17.9%*	*16.7%*	*14.8%*	*15.3%*	*15.3%*			*15.4%*			
Marża EBIT	*8.1%*	*8.4%*	*6.6%*	*8.7%*	*7.7%*			*8.6%*		*8.6%*	
Marża netto	*6.2%*	*7.9%*	*7.8%*	*6.0%*	*5.8%*			*6.0%*		*5.9%*	
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	**21.9**	**24.9**	**40.2**	**35.7**	**76.4**	***249%***	***114%***	**26.6**	***188%***		***n/a***
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-20.2	-27.1	-8.0	-20.7	-19.3	*-4%*	*-6%*	-22.1	*-12%*		*n/a*
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	8.4	-10.0	-33.9	-7.0	-11.4	*n/a*	*64%*	-1.5	*652%*		*n/a*
Dług netto	**117.3**	**142.6**	**117.9**	**105.4**	**57.0**	***-51%***	***-46%***	**103.2**	***-45%***		***n/a***
Dług netto/EBITDA (ostatnie 12 miesięcy)	*0.83*	*0.98*	*0.75*	*0.62*	*0.32*			*0.58*			

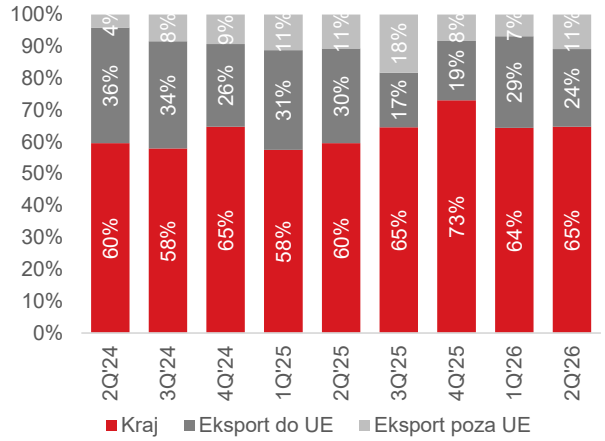
Źródło: Apator, Pekao Equity Research.

Przychody Spółki w okresie ostatnich dziewięciu kwartałów

Przychody ze sprzedaży wg obszaru (mln PLN)



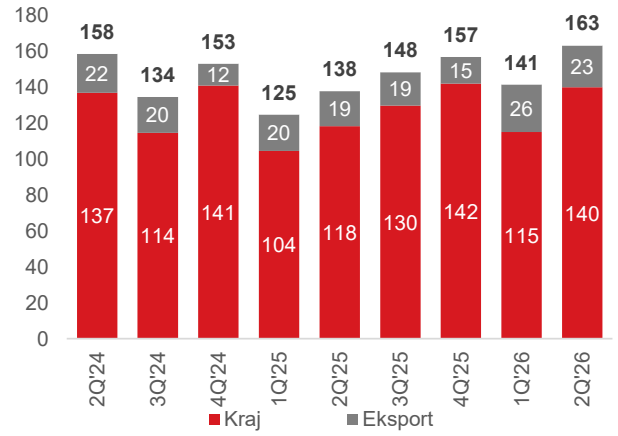
Struktura geograficzna przychodów (%)



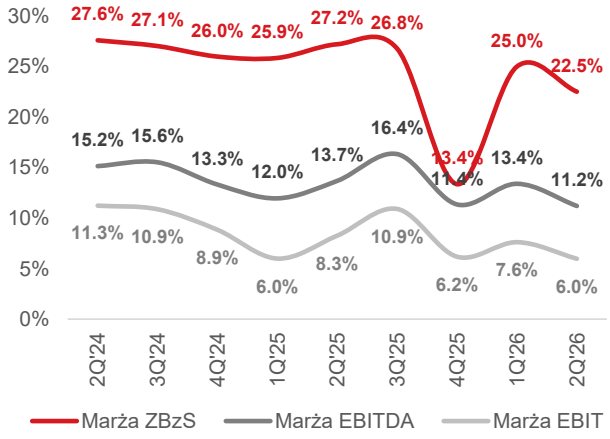
Źródło: Apator, Pekao Equity Research.

Segment Energia Elektryczna w okresie ostatnich dziewięciu kwartałów

Przychody ze sprzedaży (mln PLN)



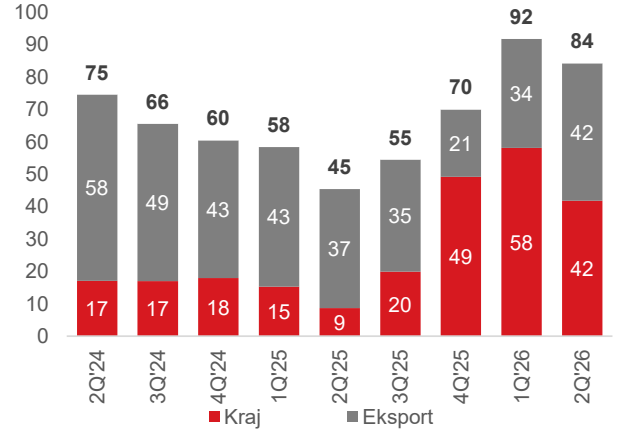
Rentowność



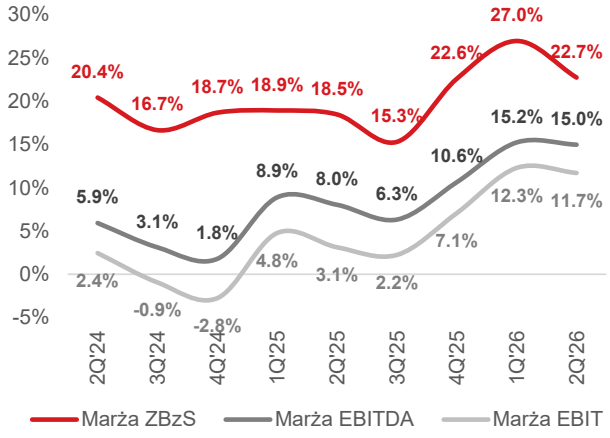
Źródło: Apator, Pekao Equity Research.

Segment Gaz w okresie ostatnich dziewięciu kwartałów

Przychody ze sprzedaży (mln PLN)



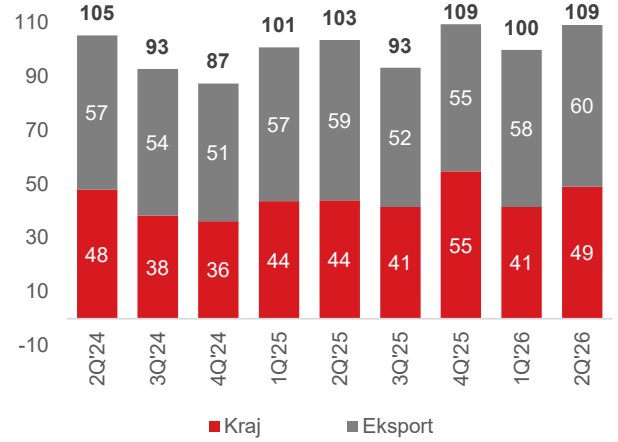
Rentowność



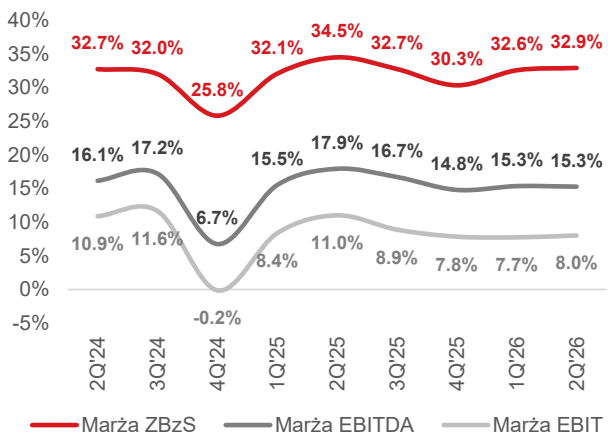
Źródło: Apator, Pekao Equity Research.

Segment Woda i Ciepło w okresie ostatnich dziewięciu kwartałów

Przychody ze sprzedaży (mln PLN)



Rentowność



Źródło: Apator, Pekao Equity Research.

Aktualizacja prognoz finansowych

Spodziewamy się, że segmenty Energii Elektrycznej oraz Wody i Ciepła będą motorami wzrostu Spółki w najbliższych latach, zaś z większą ostrożnością patrzymy na segment Gazu:

- **Segment Energia Elektryczna** – Kluczowy jest rynek krajowy, który odpowiada za ponad 80% przychodów. Na mocy Polityki Energetycznej Polski do 2040 r. został wprowadzony obowiązek instalacji liczników energii elektrycznej z funkcją zdalnego odczytu u co najmniej 80% odbiorców do końca 2028 r. z celem pośrednim na poziomie 35% do końca 2025 r. oraz 65% do końca 2027 r. Natomiast do 4 lipca 2031 r. wszyscy odbiorcy końcowi powinni być wyposażeni w liczniki z możliwością zdalnego odczytu. Udział liczników z funkcją zdalnego odczytu na koniec 2025 r. wyniósł 48%. Biorąc pod uwagę zaawansowanie poszczególnych operatorów systemu dystrybucyjnego oraz wymogi, może to implikować zainstalowanie około 6,5 mln liczników w ciągu 3 lat (2026-2028), choć my prognozujemy instalację około 6,6 mln liczników w tym okresie i osiągnięcie 83% poziomu wymiany do końca 2028 r. Ważnym rynkiem powinien być też rynek niemiecki z celami 50% do końca 2028 r. i 95% do końca 2030 r.
- **Segment Gaz** – Na ten segment patrzymy z większą ostrożnością z uwagi na fakt, że rozwój tego rynku w większym stopniu zależny jest od decyzji geopolitycznych. Rynek charakteryzuje się dużymi przetargami publicznymi i umowami zawieranymi na kilka lat oraz dość silną konkurencją. Poza Europą konkurencja jest jeszcze większa. Szansą mógłby być rynek wodoru, ale z uwagi na brak ekonomiki nie spodziewamy się odegrania przez wodór większej roli w gospodarce. Właśnie kończy się duży kontrakt z PSG (eGazomierz) o wartości 134 mln PLN, którego realizacja potrwa do 3Q'2026. Z drugiej strony kurczy się sprzedaż eksportowa (-39% r/r w II połowie 2025 r. i -5% r/r w I połowie 2026 r.). W dłuższym terminie spodziewamy się, że segment Gaz będzie mieć coraz mniejsze znaczenie w wynikach Spółki.
- **Segment Woda i Ciepło** – Na segment w pewnym stopniu wpływ ma koniunktura w budownictwie mieszkaniowym, co kreuje nowy popyt na liczniki. W Polsce istnieje obowiązek legalizacji lub wymiany wodomierzy co 5 lat. Aktualne przepisy nakładają obowiązek na właścicieli lub zarządców budynków wielolokalowych do zamontowania wodomierzy ciepłej wody i ciepłomierzy na urządzenia z funkcją zdalnego odczytu do 1 stycznia 2027 r. Segment ten powinien być dość stabilny, ale ma też potencjał wzrostu i poprawy rentowności. W obliczu ostatnich wydarzeń geopolitycznych, wyzwaniem może być sprzedaż na rynkach Bliskiego Wschodu, na co Spółka liczyła w ostatnim czasie.

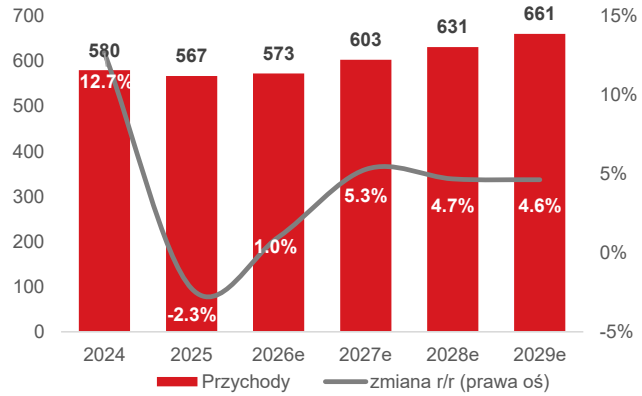
Tegoroczne przychody powinny być rekordowe, szacujemy je na blisko 1,29 mld PLN (+7,1% r/r). Wzrost jest wynikiem przede wszystkim segmentu Gazu, który będzie mieć już mniejsze znaczenie w 2027 r. Właśnie z tego powodu, w przyszłym roku zakładamy spadek przychodów do 1,25 mln PLN (-2,6% r/r) oraz powrót do wzrostów w kolejnych latach. Oczekujemy CAGR 2025-2030 na poziomie +3,0% z najszybciej rosnącym segmentem Energii Elektrycznej (+4,3%). Uważamy, że część wzrostu powinna być napędzana inflacją, tj. wyższymi cenami surowców, co po pewnym czasie powinno skutkować wyższymi cenami produktów. W średnim terminie spodziewamy się spadku przychodów w segmencie Gazu.

Po bardzo mocnym początku roku, zakładamy nieznaczne pogorszenie się rentowności w drugiej połowie tego roku, z uwagi na obserwowany wzrost cen kluczowych surowców, przede wszystkim miedzi i srebra. Zakładamy marżę zysku brutto ze sprzedaży (ZBzS) na poziomie 26.6% w 2026 r. (w porównaniu do 27,1% skorygowanej marży ZBzS w 2025 r.). Oczekujemy również spadku skorygowanego wyniku EBITDA i EBIT w tym roku, zaś rok 2027 powinien być rokiem przejściowym. W kolejnych latach zakładamy stopniową poprawę wynikającą z poprawy rentowności w segmentach Energii Elektrycznej oraz Wody i Ciepła, a także ze względu na korzystniejszy miks, co powinno doprowadzić do wzrostu marży ZBzS do poziomu około 28-29%. Zakładamy także dalszą poprawę marży EBITDA i EBIT do poziomu odpowiednio około 13% i 8%. W kwestii przepływów pieniężnych, w tym roku oczekujemy pogorszenia się przepływów operacyjnych w porównaniu z 2025 r. z uwagi na konieczność zakupu droższych surowców, zaś kolejne lata powinny przynieść poprawę. To powinno przełożyć się na spadek

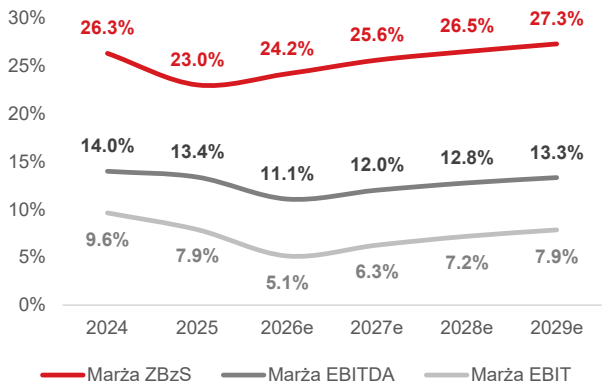
zadłużenia netto przy założeniu braku przejęć, co powinno skutkować poprawą marży netto. Warto jednak wspomnieć, że spółka rozważa przejęcia zagranicznych dystrybutorów lub dostawców rozwiązań z zakresu ICT/software, które poszerzyłyby kompetencje i uzupełniłyby ofertę na rynkach zagranicznych.

Prognoza przychodów i rentowności w podziale na segmenty operacyjne

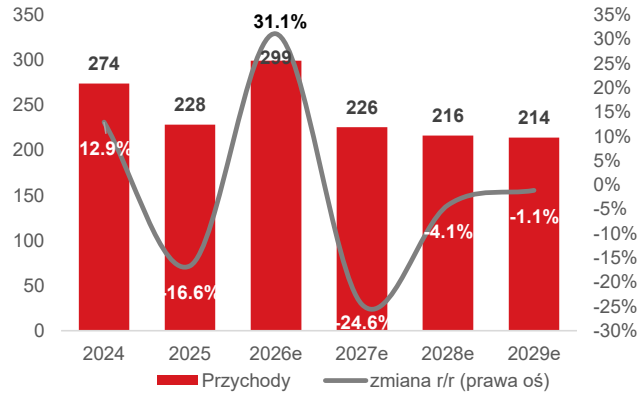
Energia Elektryczna – przychody (mln PLN)



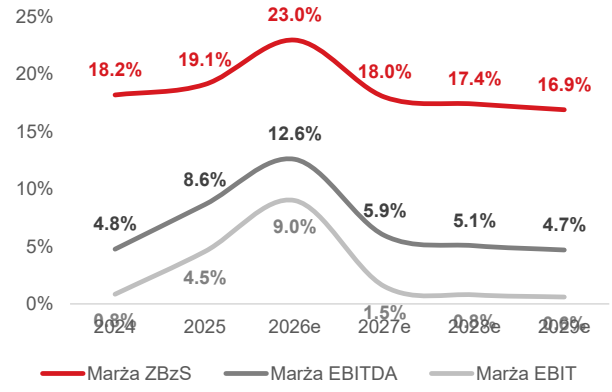
Energia Elektryczna – rentowność



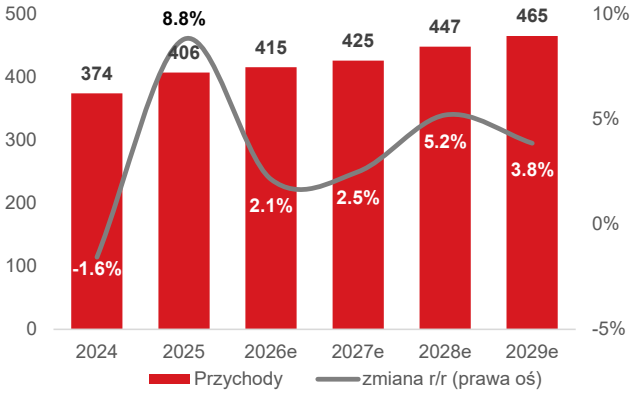
Gaz – przychody (mln PLN)



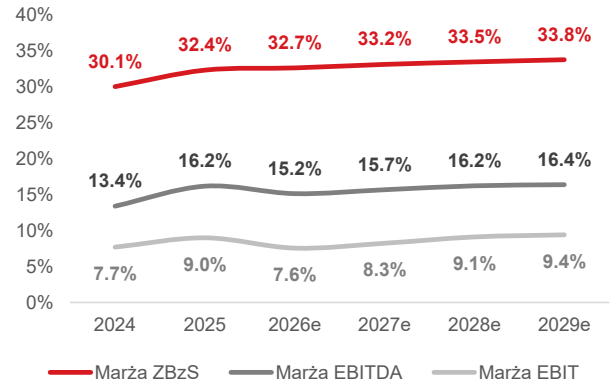
Gaz – rentowność



Woda i Ciepło – przychody (mln PLN)



Woda i Ciepło – rentowność



Źródło: Apator, Pekao Equity Research.

Apator – kluczowe założenia czynników wpływających na wyniki finansowe

mln PLN	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Przychody	**1,228**	**1,202**	**1,287**	**1,254**	**1,295**	**1,339**	**1,392**	**1,421**	**1,450**
EE	580	567	573	603	631	661	700	720	741
GAZ	274	228	299	226	216	214	210	204	199
W&H	374	406	415	425	447	465	482	498	510
zmiana r/r	*5.1%*	*-2.1%*	*7.1%*	*-2.6%*	*3.3%*	*3.4%*	*3.9%*	*2.1%*	*2.0%*
Koszt własny sprzedazy	-913	-896	-945	-918	-940	-966	-997	-1,012	-1,022
Zysk brutto ze sprzedaży	**315**	**306**	**343**	**336**	**355**	**374**	**395**	**410**	**428**
EE	153	130	138	154	167	180	196	206	215
GAZ	50	44	69	41	38	36	35	33	32
W&H	112	132	136	141	150	157	164	171	181
Marża ZBzS	**25.6%**	**25.4%**	**26.6%**	**26.8%**	**27.4%**	**27.9%**	**28.4%**	**28.8%**	**29.5%**
EE	26.3%	23.0%	24.2%	25.6%	26.5%	27.3%	28.0%	28.6%	29.0%
GAZ	18.2%	19.1%	23.0%	18.0%	17.4%	16.9%	16.5%	16.2%	16.0%
W&H	30.1%	32.4%	32.7%	33.2%	33.5%	33.8%	34.1%	34.3%	35.5%
Koszty sprzedazy	-48	-55	-64	-69	-71	-74	-76	-78	-80
Koszty ogólnego zarządu	-163	-179	-181	-187	-192	-199	-207	-213	-217
EBITDA	**142**	**158**	**161**	**149**	**161**	**171**	**180**	**189**	**200**
EE	81	76	63	72	81	88	97	103	107
GAZ	13	20	38	13	11	10	9	8	7
W&H	50	66	63	67	73	76	78	83	90
Pozostałe	-2	-3	-3	-3	-3	-4	-4	-4	-4
Marża EBITDA	**11.6%**	**13.1%**	**12.5%**	**11.9%**	**12.4%**	**12.7%**	**12.9%**	**13.3%**	**13.8%**
EE	14.0%	13.4%	11.1%	12.0%	12.8%	13.3%	13.8%	14.3%	14.5%
GAZ	4.8%	8.6%	12.6%	5.9%	5.1%	4.7%	4.1%	3.7%	3.6%
W&H	13.4%	16.2%	15.2%	15.7%	16.2%	16.4%	16.3%	16.6%	17.6%
Amortyzacja	-57	-70	-76	-76	-76	-77	-77	-78	-78
EBIT	**85**	**88**	**85**	**73**	**84**	**93**	**103**	**111**	**122**
EE	56	45	29	38	45	52	60	65	69
GAZ	2	10	27	3	2	1	0	0	0
W&H	29	37	31	35	41	44	46	50	57
Pozostałe	-2	-3	-3	-3	-3	-4	-4	-4	-4
Marża EBIT	**6.9%**	**7.3%**	**6.6%**	**5.8%**	**6.5%**	**7.0%**	**7.4%**	**7.8%**	**8.4%**
EE	9.6%	7.9%	5.1%	6.3%	7.2%	7.9%	8.6%	9.0%	9.4%
GAZ	0.8%	4.5%	9.0%	1.5%	0.8%	0.58%	0.2%	0.0%	-0.1%
W&H	7.7%	9.0%	7.6%	8.3%	9.1%	9.4%	9.5%	10.0%	11.1%
Zysk przed opodatkowaniem	**82**	**81**	**76**	**62**	**74**	**83**	**93**	**102**	**114**
Zysk netto	**73**	**79**	**62**	**50**	**60**	**67**	**75**	**82**	**92**
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	151	129	107	130	139	148	154	161	171
Nakłady inwestycyjne	-57	-86	-76	-77	-79	-80	-83	-84	-85
Wolne przepływy pieniężne dla przedsiębiorstwa (FCF	**94**	**43**	**31**	**53**	**60**	**67**	**71**	**77**	**86**
Wolne przepływy (FCFF) na akcję (PLN)	2.88	1.31	0.96	1.63	1.83	2.06	2.18	2.36	2.64
Dług netto	138	118	138	121	103	82	60	36	8
Kapitał obrotowy	256	263	272	277	282	286	292	297	302
Nakłady inwestycyjne / Przychody (%)	4.7%	7.2%	5.9%	6.2%	6.1%	6.0%	6.0%	5.9%	5.8%
Kapitał obrotowy / Przychody (%)	20.9%	21.9%	21.1%	22.0%	21.8%	21.4%	20.9%	20.9%	20.9%

Źródło: Apator, Pekao Equity Research.

Czynniki ryzyka

Apator narażony jest na szereg ryzyk wewnętrznych i zewnętrznych związanych z prowadzeniem działalności gospodarczej, spośród których najistotniejszymi są:

- **Ryzyko geopolityczne**. Napięta sytuacja geopolityczna oraz ekonomiczna w Europie i na świecie nie sprzyja rozwojowi gospodarki, co może negatywnie wpływać na wolumen sprzedaży dotychczasowych produktów i zmianę potrzeb klientów.
- **Ryzyko inflacji i recesji**. Wyższe ceny mogą negatywnie wpłynąć na rentowność Spółki. Poza tym, wyższa inflacja może powodować wzrost oczekiwań płacowych pracowników.
- **Ryzyko łańcuchów dostaw**. Utrudnienia w dostępie do komponentów elektronicznych oraz niedobór niektórych surowców mogą spowodować wzrost ich cen, co może negatywnie przełożyć się na rentowność Spółki. Najbardziej wrażliwe na wahania koniunktury są komponenty elektroniki, tworzywa sztuczne, wyroby hutnicze oraz miedź.
- **Ryzyko konkurencji i spadku cen**. Nasilona presja konkurencyjna i cenowa (głównie ze strony azjatyckich dostawców) może spowodować spadek cen produktów Spółki.
- **Ryzyko związane z jakością produktów**. Produkty dostarczane przez Spółkę mogą okazać się wadliwe, co może skutkować koniecznością poniesienia kosztów wymian, napraw oraz potencjalnych kar umownych. Może to doprowadzić do utraty zaufania kontrahentów.
- **Ryzyko regulacyjne**. Nowe regulacje i zmiany w istniejących regulacjach prawnych mogą negatywnie oddziaływać na działalność Spółki.
- **Zmiana kursów walut**. Grupa dokonuje sprzedaży i zakupów w walutach innych niż funkcjonalna. Grupa przyjmuje podejście ostrożnościowe i stosuje kontrakty terminowe typu forward i swap, jednak nie jest możliwe całkowite wyeliminowanie wpływu zmian kursów walut.
- **Zmiana wysokości stóp procentowych**. Apator posiada zadłużenie z tytułu kredytów i pożyczek oraz z tytułu leasingu finansowego. Wzrost stóp procentowych może spowodować zwiększony koszt obsługi tego zadłużenia.
- **Ryzyko kredytowe kontrahentów**. W przypadku pogorszenia się sytuacji płynnościowej klientów, Spółka może doświadczyć problemów a odzyskaniem należności w terminie.
- **Ryzyko płynności**. Grupa narażona jest na ryzyko płynności rozumiane jako brak możliwości spłaty zobowiązań finansowych w dacie ich wymagalności.
- **Dostępność pracowników o odpowiednich kwalifikacjach**. Postępująca robotyzacja, automatyzacja i przyspieszony rozwój technologiczny sprawiają, że programiści, konstruktorzy i inżynierowie to jedni z najbardziej poszukiwanych grup pracowników na rynku pracy, co wpływa na wzrost oczekiwań finansowych pracowników. W celu zapobiegania odejściom, Spółka stosuje ponadrynkowe wynagrodzenie zasadnicze oraz atrakcyjne systemy premiowe i benefity. Mniejsza dostępność pracowników o odpowiednich kwalifikacjach może powodować dodatkową presję na wzrost wynagrodzeń.
- **Ryzyko utraty wartości firmy**. Związane z ewentualnym zmniejszeniem potencjału do generowania gotówki przez jednostki zależne.
- **Ryzyko związane z postępowaniem UOKiK**. Ewentualne nałożenie karty w wyniku postępowania antymonopolowego prowadzonego przez UOKiK może mieć negatywny wpływ na sytuację finansową i reputację.

Wycena

Nasza wycena implikuje 12M cenę docelową na poziomie 29,70 PLN/akcja, co stanowi 9,2% potencjał wzrostowy. Naszą wycenę opieramy na wskaźniku DCF oraz mnożnikach z wagą odpowiednio 100% i 0%. Nasza wycena porównawcza jest przedstawiona w celach ilustracyjnych i ma wagę 0%.

Apator: Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Cena (PLN)	Waga (%)
12M wycena DCF	29,70	100%
12M wycena mnożnikowa	39,59	0%
12M cena docelowa	**29,70**	
Cena bieżąca	27,20	
Potencjał (%)	9,2%	

Źródło: Pekao Equity Research.

Wycena porównawcza

		C/Z			EV/EBITDA		
Spółka	Ticker	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e
ITRON INC	ITRI US	15,1	13,9	12,2	13,3	12,1	10,7
LANDIS + GYR GROUP AG	LAND SW	17,6	12,8	11,0	11,4	9,7	8,5
BADGER METER INC	BMI US	29,1	26,6	23,5	17,5	16,1	15,0
PHOENIX MECANO AG - REG	PMN SW	12,0	9,9	9,0	6,1	5,6	5,5
XYLEM INC	XYL US	19,4	17,9	16,1	12,9	12,0	11,0
HONEYWELL INTERNATIONAL INC	HON US	25,2	21,0	18,3	20,6	17,9	16,4
WASION HOLDINGS LTD	3393 HK	11,3	10,5	9,0	5,8	4,8	4,1
Mediana		**17,6**	**13,9**	**12,2**	**12,9**	**12,0**	**10,7**
Apator S.A.		**14,4**	**17,6**	**14,9**	**6,4**	**6,8**	**6,2**
Premia/dyskonto vs. mediana		*-18%*	*26%*	*21%*	*-51%*	*-43%*	*-42%*
Implikowana wartość akcji (PLN)		**33,25**	**21,52**	**22,40**	**59,52**	**51,08**	**49,75**

Źródło: Pekao Equity Research.

Rating ESG

Apator Dobra trwałe	E	S	G
Ocena	0.95	1.00	1.15
Waga sektora	20%	40%	40%
Ocena końcowa ESG		**1.05**	
Rating ESG		**B**	

	ocena od:	do	Ocena	Wpływ premii na koszt kapitału (% RFR)
Rating ESG	1.5	2	**A**	-15.0%
	1	1.5	**B**	-7.5%
	0.5	1	**C**	0.0%
	0	0.5	**D**	15.0%

Źródło: Pekao Equity Research.

Wycena DCF

Opracowaliśmy 6-letni model wyceny DCF w oparciu o nasz szczegółowy model finansowy dla działalności operacyjnej Spółki do roku 2032. Po tym okresie zakładamy fazę stałego wzrostu i stosujemy model Gordona do obliczenia wartości rezydualnej.

Uzyskane w ten sposób przepływy pieniężne stanowią dane wejściowe do naszej wyceny, na podstawie których obliczamy wartość bieżącą tych przepływów. Kluczowe założenia włączone do naszego modelu wyceny DCF są następujące:

- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,9% od 2027e do 2032e oraz 4,0% w okresie rezydualnym.
- Premia za ryzyko w wysokości 6.0% od 2027e do 2032e oraz 5.0% w okresie rezydualnym.
- Współczynnik Beta na poziomie 1,0.
- Dodatkowe dyskonto do kosztu kapitału własnego z tytułu ESG w wysokości 0,44% (7,5% stopy wolnej od ryzyka).
- Marża kredytowa w wysokości 1,5%.
- Krańcowa stopa podatku dochodowego na poziomie 19%.
- Dynamiczna waga kapitału własnego i obcego w kalkulacji ważonego kosztu kapitału (WACC).
- Docelowa marża EBITDA na poziomie 14% oraz marża EBIT na poziomie 8% w okresie rezydualnym.
- CAPEX w okresie rezydualnym na poziomie z uwzględnieniem ROIC i założonej stopy wzrostu w okresie rezydualnym.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych o 2,0% w okresie rezydualnym.
- Wycenę skorygowaliśmy o wartość 3,6 mln akcji własnych będących w posiadaniu Apator Mining sp. z o.o., które zostały nabyte w 2000 r., a co do których Spółka nie zamierza dokonywać zmian w stanie posiadania. Wycenę skorygowaliśmy także o wartość około 44 tys. akcji własnych nabytych od września 2025 r. Wartość obu korekt wynosi około 99 mln PLN (według obecnej ceny rynkowej).
- Wycenę skorygowaliśmy o nasz szacunek możliwej do nałożenia kary związanej z postępowaniem antymonopolowym prowadzonym przez UOKiK. Zwracamy uwagę, że wynik postępowania jest niepewny, ale szacujemy wartość bieżącą możliwej kary na ok. 22 mln PLN.

Wycena DCF

Kalkulacja WACC

	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	Rok końcowy
Stopa wolna od ryzyka	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	4.0%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Premia/dyskonto ESG	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
Koszt kapitału własnego	**11.5%**	**11.5%**	**11.5%**	**11.5%**	**11.5%**	**11.5%**	**8.6%**
Koszt długu	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
Koszt długu po opodatkowaniu	**6.0%**	**6.0%**	**6.0%**	**6.0%**	**6.0%**	**6.0%**	**6.0%**
Waga kapitału własnego	86%	88%	89%	90%	91%	91%	91%
WACC	**10.7%**	**10.8%**	**10.8%**	**10.9%**	**10.9%**	**11.0%**	**8.3%**

Wycena DCF

(mln PLN)	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	Rok końcowy
Przychody	1,254.2	1,295.1	1,339.1	1,391.9	1,421.4	1,449.8	1,478.8
EBIT	72.9	84.5	93.3	102.8	110.8	122.0	118.3
Podatek na EBIT	-13.9	-16.0	-17.7	-19.5	-21.1	-23.2	-22.5
NOPAT	**59.1**	**68.4**	**75.6**	**83.3**	**89.7**	**98.9**	**95.8**
Amortyzacja	76.3	76.3	77.3	77.1	78.2	78.2	79.8
CAPEX	-77.1	-79.0	-80.2	-82.8	-83.9	-84.5	-90.4
Zmiana w kapitale obrotowym netto	-4.3	-5.2	-4.4	-5.3	-5.9	-4.9	-6.0
FCFF	**53.9**	**60.4**	**68.2**	**72.2**	**78.2**	**87.6**	**79.2**
Wzrost wokresie rezydualnym							*2.0%*
Wartość rezydualna							1,249.6
Współczynnik dyskontujący	*0.87*	*0.79*	*0.71*	*0.64*	*0.58*	*0.52*	*0.52*
Zdyskontowane przepływy pieniężne	**47.1**	**47.7**	**48.6**	**46.4**	**45.3**	**45.7**	**651.9**
EV	**932.8**						
Udziały mniejszości	2.4						
Dług netto	137.9						
Aktywa nieoperacyjne	0.4						
Pozostałe korekty	77.0						
Wartość kapitału własnego	**870.0**						
Rozwodniona liczba akcji (mln)	32.6						
12M cena docelowa (PLN)	**29.70**						
Cena akcji w dniu 10 września 2026 r. (PLN)	27.20						
Potencjał	*9.2%*						

Wzrost przychodów	-3%	3%	3%	4%	2%	2%	2.0%
Marża EBIT	5.8%	6.5%	7.0%	7.4%	7.8%	8.4%	8.0%
Efektywna stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Capex/Przychody	6.2%	6.1%	6.0%	6.0%	5.9%	5.8%	6.1%
Capex/Amortyzacja	101.1%	103.6%	103.7%	107.5%	107.2%	108.1%	113.3%

Wrażliwość ceny docelowej na wzrost w okresie rezydualnym i WACC

Wzrost w okresie rezydualnym/zmiana WACC	**0.5%**	**1.0%**	**1.5%**	**2.0%**	**2.5%**	**3.0%**	**3.5%**
-2.0%	39.04	40.55	42.38	44.62	47.46	51.14	56.12
-1.0%	32.68	33.55	**34.56**	**35.77**	**37.22**	39.01	41.26
0.0%	27.96	28.46	**29.04**	**29.70**	**30.48**	31.41	32.52
1.0%	24.32	24.60	**24.92**	**25.29**	**25.71**	26.19	26.76
2.0%	21.42	21.57	21.74	21.93	22.15	22.39	22.67

Wrażliwość ceny docelowej na kluczowe wskaźniki wzrostu

Zmiana udziałów w rynku/Marża EBITDA	**-30.0%**	**-20.0%**	**-10.0%**	**0.0%**	**10.0%**	**20.0%**	**30.0%**
16.0%	29.37	30.48	31.59	32.70	33.81	34.93	36.04
15.0%	28.07	29.11	**30.16**	**31.20**	**32.25**	33.29	34.34
14.0%	26.77	27.75	**28.72**	**29.70**	**30.68**	31.66	32.64
13.0%	25.48	26.39	**27.29**	**28.20**	**29.12**	30.03	30.94
12.0%	24.18	25.02	25.86	26.71	27.55	28.40	29.25

Źródło: Pekao Equity Research.

Kluczowe dane finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Przychody	**1,228**	**1,202**	**1,287**	**1,254**	**1,295**	**1,339**
Zysk brutto ze sprzedaży	**315**	**306**	**343**	**336**	**355**	**374**
Koszty ogólnego zarządu	-211	-234	-245	-256	-263	-272
EBITDA	**142**	**158**	**161**	**149**	**161**	**171**
EBIT	**85**	**88**	**85**	**73**	**84**	**93**
Przychody/koszty finansowe	-8	-8	-9	-11	-11	-10
Zysk przed opodatkowaniem	**82**	**81**	**76**	**62**	**74**	**83**
Podatek dochodowy	-9	-1	-14	-12	-14	-16
Zysk netto	**73**	**79**	**62**	**50**	**60**	**67**
EPS (PLN)	**2.52**	**2.72**	**2.13**	**1.74**	**2.06**	**2.32**

Bilans (mln EUR)	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Aktywa obrotowe	**467**	**494**	**531**	**547**	**574**	**604**
Środki pieniężne i ekwiwalenty	18	20	20	38	56	79
Pozostałe aktywa obrotowe	450	473	511	510	518	525
Aktywa trwałe	**498**	**540**	**546**	**546**	**549**	**551**
Rzeczowe aktywa trwałe	215	247	247	243	242	244
Pozostałe aktywa trwałe	283	294	300	302	306	307
Aktywa	**965**	**1,034**	**1,078**	**1,093**	**1,123**	**1,155**
Kapitał własny	**590**	**649**	**643**	**665**	**690**	**719**
Udziały niekontrolujące	**2**	**2**	**2**	**2**	**2**	**3**
Zobowiązania długoterminowe	**63**	**57**	**157**	**158**	**158**	**159**
Zadłużenie finansowe długoterminowe	54	47	146	147	147	148
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	10	10	11	11	11	11
Zobowiązania krótkoterminowe	**310**	**325**	**274**	**268**	**272**	**275**
Zadłużenie finansowe krótkoterminowe	102	91	12	12	12	13
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	207	234	262	256	260	262
Pasywa	**965**	**1,034**	**1,078**	**1,093**	**1,123**	**1,155**
Dług netto	138	118	138	121	103	82

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Zysk netto	73	79	62	50	60	67
Amortyzacja	57	70	76	76	76	77
Pozostałe	21	-20	-31	4	3	3
Przepływy z działalności operacyjnej	**151**	**129**	**107**	**130**	**139**	**148**
CAPEX	-57	-86	-76	-77	-79	-80
Pozostałe	-1	14	-2	1	1	2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-59**	**-72**	**-78**	**-76**	**-78**	**-79**
Dywidendy wypłacone	-17	-18	-35	-29	-34	-39
Pozostałe	-80	-37	5	-8	-8	-8
Przepływy z działalności finansowej	**-98**	**-54**	**-30**	**-37**	**-42**	**-46**
Pozostałe/Efekt różnic kursowych	0	0	0	0	0	0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-5	3	0	17	19	23
Środki pieniężna na koniec okresu	**18**	**20**	**20**	**38**	**56**	**79**
DPS (PLN)	0.60	0.60	1.20	1.00	1.18	1.33

Wskaźniki wzrostu r/r						
Przychody	8%	-2%	7%	-3%	3%	3%
EBITDA	48%	11%	2%	-7%	8%	6%
EBIT	112%	4%	-4%	-14%	16%	10%
Zysk netto	798%	8%	-22%	-18%	19%	13%
EPS	798%	8%	-22%	-18%	19%	13%
Marże						
EBITDA	**11.6%**	**13.1%**	**12.5%**	**11.9%**	**12.4%**	**12.7%**
Marża EBIT	6.9%	7.3%	6.6%	5.8%	6.5%	7.0%
Marża netto	6.0%	6.6%	4.8%	4.0%	4.6%	5.0%
ROE	**13.0%**	**12.8%**	**9.6%**	**7.7%**	**8.8%**	**9.5%**
Wskaźniki bilansu						
BVPS (PLN)	18.08	19.89	19.71	20.36	21.14	22.02
Dług netto/EBITDA	1.0	0.7	0.9	0.8	0.6	0.5
Zadłużenie finansowe/Kapitał własny	26.4%	21.3%	24.6%	23.9%	23.1%	22.4%

Źródło: Pekao Equity Research.

Podsumowanie kluczowych danych finansowych

mln PLN	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
EPS, GAAP	2.52	2.72	2.13	1.74	2.06	2.32	2.60	2.84	3.17
Revenue	1,228	1,202	1,287	1,254	1,295	1,339	1,392	1,421	1,450
Gross Margin %	25.6%	25.4%	26.6%	26.8%	27.4%	27.9%	28.4%	28.8%	29.5%
EBIT	85	88	85	73	84	93	103	111	122
EBITDA	142	158	161	149	161	171	180	189	200
Net Income, GAAP	73	79	62	50	60	67	75	82	92
Net Debt	138	118	138	121	103	82	60	36	8
BPS	18.08	19.89	19.71	20.36	21.14	22.02	23.00	24.07	25.27
DPS	0.60	0.60	1.20	1.00	1.18	1.33	1.50	1.63	1.82
Return on Equity %	13.0%	12.8%	9.6%	7.7%	8.8%	9.5%	10.3%	10.7%	11.4%
Return on Assets %	7.5%	7.9%	5.9%	4.6%	5.4%	5.9%	6.4%	6.8%	7.3%
Depreciation	41	46	50	50	50	51	51	52	52
Amortization	16	24	26	26	26	26	26	27	27
Free Cash Flow	94	43	31	53	60	67	71	77	86
CAPEX	57	86	76	77	79	80	83	84	85

Źródło: Pekao Equity Research.

PRACE NAD RAPORTEM ZOSTAŁY ZAKOŃCZONE W DN. 11 WRZEŚNIA 2026 R. O GODZINIE 07:20 CET.
RAPORT ZOSTAŁ ROZDYSTRYBUOWANY PO RAZ PIERWSZY W DN. 11 WRZEŚNIA 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; Allegro 3; Answear 2; Arctic Paper S.A. 3; Arlen 2; Astarta S.A. 3; Budimex 3, CCC 2; CD Projekt 3, Cyfrowy Polsat 3, Diagnostyka 2; Dino Polska 3; GPW 3, 4; JSW 3; KGHM 3; Grupa Kęty 3, Kruk 3, LPP 3; mBank 3; Murapol 2; Orange Polska 3, Pepco 3, PGE 3; PKN Orlen 3; PKO BP 3; Santander Bank Polska 3; Żabka 2.

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
Damian Szparaga	Ekspert, Analityk	Apator	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.

Rating ESG: Spółkom przypisywana jest jedna z czterech ocen ESG, od A (najlepsza) do D (najgorsza), na podstawie wyniku uzyskanego z kwestionariusza w trzech obszarach (środowisko, społeczeństwo i ład korporacyjny). Każda z nich ma określoną wagę w końcowym wyniku ESG, w zależności od sektora. Dodatkowo, rating ESG jest uwzględniany w modelu wyceny, wpływając na premię za ryzyko w kalkulacji WACC.

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