

Aparator

Jakość ponad ilość

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla spółki Aparator rekomendacją **Kupuj** i 12-miesięczną ceną docelową na poziomie 28,50 PLN za akcję (28,4% potencjał wzrostu). Aparator jest jednym z czołowych producentów urządzeń i systemów pomiarowych oraz dostawcą rozwiązań do wspierania pracy sieci elektroenergetycznych, gazowych i wodnych. Mimo że pierwsze półrocze 2025 r. było słabsze dla Aparatora, widzimy jednak kilka pozytywów. Swoją opinię opieramy na:

- Rynek opomiarowania zużycia mediów przekształca się w kierunku inteligentnych technologii kreując popyt na produkty Spółki, co dodatkowo jest wspierane przez regulacje wymuszające instalacje liczników z funkcją zdalnego odczytu.
- Po pierwszym półroczu 2025 r. stało się jasne, że Spółce w tym roku nie uda się powtórzyć rekordowych przychodów z 2024 r., to jednak ekspansja marż napawa optymizmem. Pomimo niższych przychodów w 1H'2025, Spółka zdołała poprawić marżę ZBzS o 1,7 p.p. do 27,6% oraz marżę EBITDA o 1,1 p.p. do 13,2%. W 2H'2025 także oczekujemy poprawy rentowności w ujęciu r/r, zaś w kolejnych latach kontynuacji tej tendencji. Zakładamy jednak, że aktualna strategia Spółki nie zostanie zrealizowana w wymiarze finansowym.
- Spodziewamy się, że w najbliższych latach Spółka będzie generować przyzwoite przepływy pieniężne o wysokiej jednocyfrowej stopie FCF, co powinno przełożyć się na spadek wskaźnika długu netto do EBITDA z obecnych 0,8x do około zera w 2029 r. Dalsza poprawa sytuacji gotówkowej Spółki stwarza przestrzeń do zwiększenia wysokości dywidend.
- Na początku września Spółka ogłosiła plany opracowania nowej wersji drona FPV wraz z partnerami z intencją wspólnego udziału w przyszłych przetargach sił zbrojnych. Choć w przyszłości może to stanowić potencjalny czynnik wzrostowy, to na chwilę obecną nie uwzględniamy tego w naszym scenariuszu bazowym z uwagi na dość wczesny etap tego projektu i sporo niewiadomych.

Kluczowe dane finansowe

mIn PLN	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	1,137	1,228	1,158	1,211	1,234	1,262
EBITDA	97	142	150	160	164	168
EBIT	40	85	82	92	96	100
Zysk netto	8	73	62	68	71	75
Zysk na akcję	0.28	2.52	2.14	2.34	2.43	2.58
FCF	72	94	59	65	72	72
Dywidenda na akcję	0.50	0.60	1.00	1.05	1.12	1.18
Stopa dywidendy	2.0%	2.4%	4.0%	4.2%	4.5%	4.7%
C/Z	89.1	9.9	11.6	10.6	10.3	9.7
Stopa FCF	9.9%	13.0%	8.2%	9.0%	9.9%	9.9%
EV/EBITDA	9.8	6.1	5.6	5.1	4.8	4.5
Dług netto	218	138	120	90	57	25
Dług netto/EBITDA	2.3	1.0	0.8	0.6	0.3	0.1

Źródło: Aparator, Pekao Equity Research.

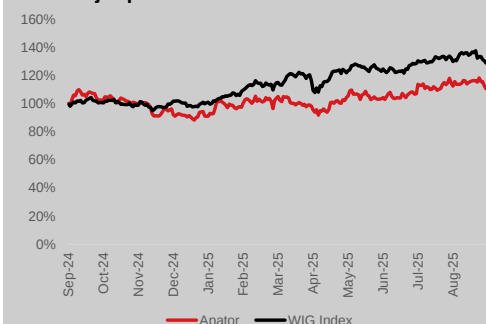
Kupuj (raport inicjujący)

Cena docelowa **28,50 PLN**

Potencjał wzrostu **28,4%**
Cena 11 września 2025 22,20 PLN

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

Kurs akcji Aparator vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

Wyniki 3Q'2025 14 listopada 2025

INFORMACJE NA TEMAT AKCJI

Reuters/Bloomberg APTP.WA/APT:PW
Free float (%) 66,5
Kapitalizacja (mln PLN) 725
Liczba akcji (mln) 32,6

Akcjonariat PTE Allianz Polska S.A. 13,92%
Aparator Mining 11,03%
Mariusz Lewicki 7,16%

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



Spis treści

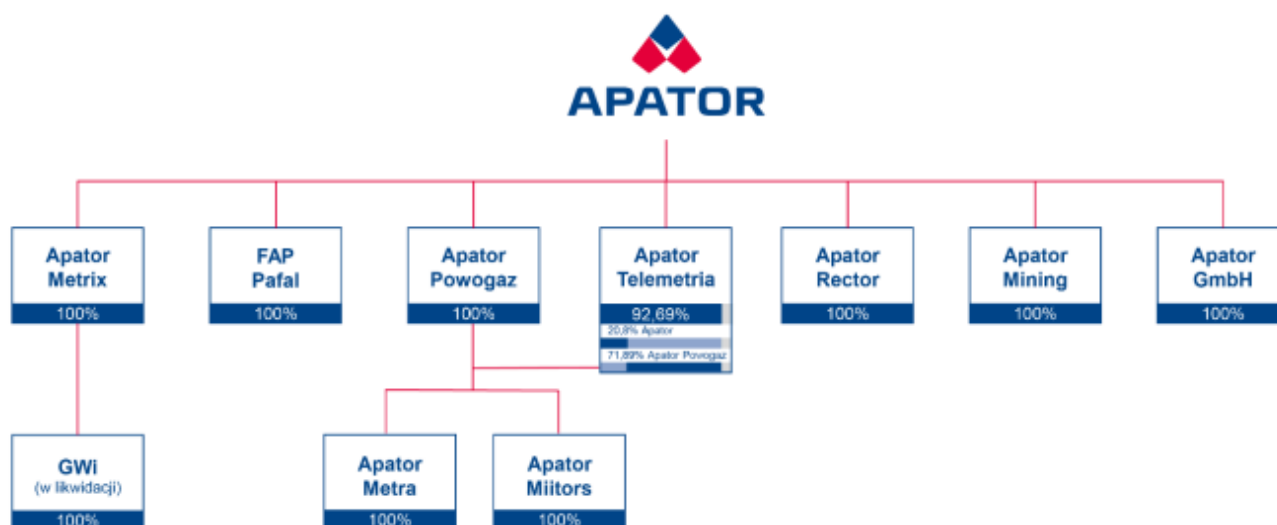
MODEL BIZNESOWY I STRATEGIA.....	3
PROGNOZY FINANSOWE	10
CZYNNIKI RYZYKA	14
WYCENA	15
ZASTRZEŻENIA PRAWNE	21

Model biznesowy i strategia

Opis grupy kapitałowej

Grupa Apator produkuje urządzenia i systemy pomiarowe oraz dostarcza rozwiązania wspierające pracę sieci elektroenergetycznych, wodnych i gazowych. W skład grupy kapitałowej wchodzi 11 spółek krajowych i zagranicznych, zatrudniających ok. 2,3 tys. pracowników w 9 zakładach produkcyjnych i 7 biurach R&D. Spółka jest liderem na rynku polskim i dostarcza swoje produkty do 60 krajów świata. Spółka jest notowana na GPW od 1997 r. i obecnie jest uwzględniona w indeksie sWIG80 oraz WIGdiv. Apator ma blisko 20-letnią historię wypłat dywidend.

Struktura grupy kapitałowej Apator na koniec 2024 r.



Źródło: Apator.

Segmenty operacyjne

Grupa działa w trzech segmentach: (1) Energia Elektryczna, (2) Gaz oraz (3) Woda i Ciepło. Segment Energia Elektryczna stanowi niemal połowę udziału w przychodach grupy oraz od dwóch lat w największym stopniu kontrybuuje do wyniku EBITDA. Około 1/3 przychodów grupy generuje segment Woda i Ciepło, który osiąga najwyższą marżę zysku brutto ze sprzedaży spośród wszystkich segmentów na stabilnym poziomie około 30%. Z uwagi na ostatnią poprawę marżowości w segmencie Energii Elektrycznej, kontrybucja segmentu Woda i Ciepło do wyniku EBITDA jest mniejsza niż jeszcze dwa lata temu, ale wciąż istotna. Segment Gaz stanowi około 20-25% w strukturze przychodów grupy, jednak rentowność uległa znacznemu pogorszeniu począwszy od 2022 r., co przekłada się na mało znaczący udział w wyniku EBITDA grupy.

Segment Energia Elektryczna

W skład segmentu Energii Elektrycznej wchodzi 4 spółki: (1) Apator S.A. (Toruń), (2) Apator Rector (Zielona Góra), (3) FAP Pafal (Świdnica) oraz (4) Apator GmbH (Niemcy). Segment obejmuje cztery linie biznesowe: (1) opomiarowanie energii elektrycznej, (2) aparatura łączeniowa, (3) automatyka oraz (4) ICT. Głównymi klientami są operatorzy sieci dystrybucyjnych energii elektrycznej, hurtownie elektroenergetyczne, elektromontażowe i elektroinstalacyjne, klienci z branży budowlanej, przemysłowej, kolejowej, a także farmy fotowoltaiczne, wiatrowe i inni uczestnicy sektora OZE.

Linie biznesowe w segmencie Energia Elektryczna



Źródło: Aparator.

Segment oferuje szereg produktów i rozwiązań, m.in.:

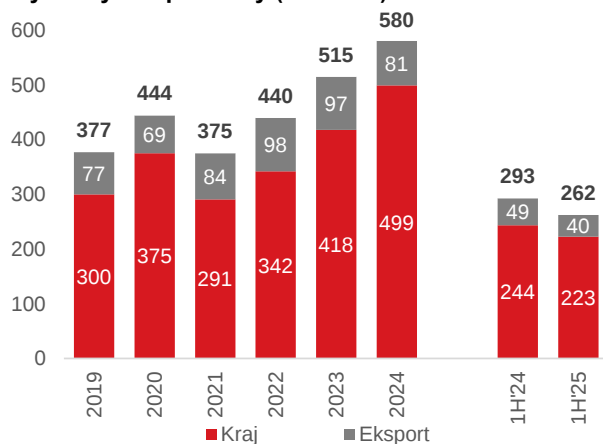
- Elektroniczne liczniki energii, w tym rozwiązania klasy smart (z funkcją zdalnego odczytu).
- Urządzenia do rozdziału energii.
- Systemy sterowania i nadzoru.
- Systemy do zarządzania danymi pomiarowymi.
- Rozwiązania dla OZE (automatyka, systemy do zarządzania OZE, magazyny energii).

W ubiegłym roku przychody ze sprzedaży segmentu wzrosły o 12,7% r/r do 580 mln PLN, co przekłada się na CAGR 2019-2024 na poziomie +9,0%. W tym okresie dynamicznie rosła sprzedaż krajowa, jej udział w przychodach segmentu wzrósł z 80% w 2019 r. do 86% w 2024 r. Spadek przychodów w 2021 r. wynikał z jednej strony z wysokiej bazy w 2020 r. (kontrakt dot. Rynku Mocy w 2020 r.), ale także był rezultatem opóźnień w przetargach i problemów z łańcuchem dostaw. To przełożyło się także na spadek rentowności, która zaczęła się poprawiać od 2022 r. w efekcie podjętych działań optymalizacyjnych i renegotiacji kontraktów sprzedażowych. Obecnie marża EBITDA segmentu wróciła do poziomu sprzed pandemii, w czym pomogły również niższe ceny surowców i umocnienie PLN.

W pierwszej połowie 2025 r., przychody ze sprzedaży spadły o 10,5% r/r. Marża zysku brutto ze sprzedaży była lepsza, zaś marże EBITDA i EBIT gorsze niż w 1H'2024.

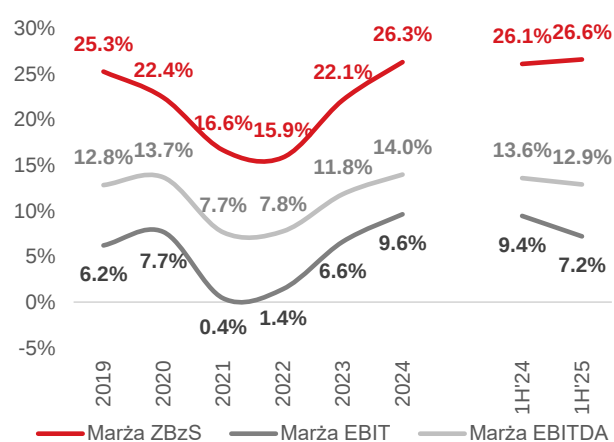
Segment Energia Elektryczna w okresie 2019-1H'2025

Przychody ze sprzedaży (mln PLN)



Źródło: Aparator, Pekao Equity Research.

Rentowność





Segment Gaz

W skład segmentu Gaz wchodzi 3 spółki: (1) Apator Metrix (Tczew), (2) Apator GmbH (Niemcy) i (3) GWi (Wielka Brytania), z czego ta ostatnia jest likwidacji i nie podlega konsolidacji od kwietnia 2024 r. Głównymi klientami są spółki gazownicze (dystrybutorzy i dostawcy gazu). Produkty sprzedawane są pod marką własną oraz pod marką innych producentów (OEM). Segment oferuje szereg produktów i rozwiązań, m.in.:

- Gazomierze miechowe, w tym rozwiązania klasy smart (z funkcją zdalnego odczytu).
- Usługi zdalnego odczytu, system umożliwiający wstrzymanie i wznowienie dostaw gazu za pomocą sieci GSM.
- Produkcja maszyn do automatyzacji procesów przemysłowych.

Produkty i rozwiązania oferowane w segmencie Gaz



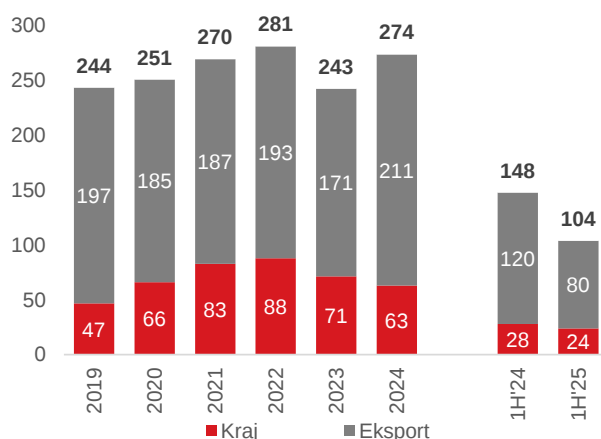
Źródło: Apator.

W ubiegłym roku przychody ze sprzedaży segmentu wzrosły o 12,9% r/r do 274 mln PLN, co przekłada się na CAGR 2019-2024 na poziomie +2,4%. W tym okresie dynamiczniej rosła sprzedaż krajowa, jednak jej udział w przychodach segmentu nie jest duży. Eksport stanowił 77% przychodów w 2024 r. w porównaniu do 81% pięć lat wcześniej. Widoczny spadek przychodów w 2023 r. wynikał z czasowego wstrzymywania inwestycji w sieć gazowniczą skutkującego ograniczaniem zakupów. Marże wyraźnie obniżyły się już w 2022 r. i w 2023 r., co było przede wszystkim wynikiem wyższych kosztów materiałów, wyższych kosztów transportu i nasilającej się presji płacowej, a także odpisów aktualizujących wartość bilansową aktywów trwałych. W ubiegłym roku marża EBITDA wyglądała już lepiej, jednak wciąż daleko jej było do poziomów dwucyfrowych.

W pierwszej połowie 2025 r., przychody ze sprzedaży spadły o 29,8% r/r. Marża zysku brutto ze sprzedaży była płaska r/r, zaś marże EBITDA i EBIT były lepsze niż w 1H'2024.

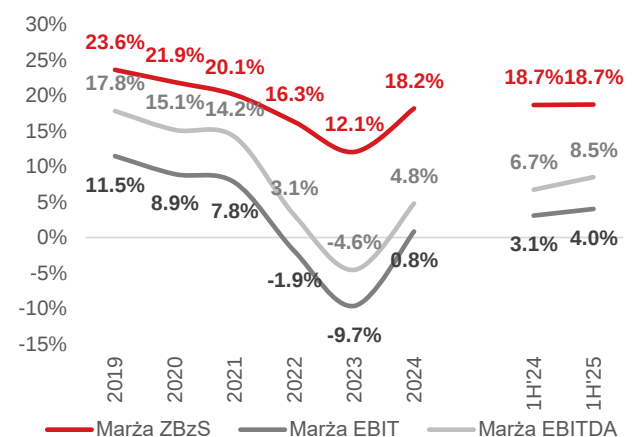
Segment Gaz w okresie 2019-1H'2025

Przychody ze sprzedaży (mln PLN)



Źródło: Apator, Pekao Equity Research.

Rentowność



Segment Woda i Ciepło

W skład segmentu Woda i Ciepło wchodzi 4 spółki: (1) Apator Powgaz (Jaryszki), (2) Apator Telemetria (Słupsk), (3) Apator Metra (Czechy) oraz (4) Apator Miitors (Dania). Grupa klientów jest dość liczna i rozproszona, głównymi klientami są przedsiębiorstwa wodno-kanalizacyjne i energii cieplnej, budownictwo i przemysł. W odróżnieniu od pozostałych segmentów, model sprzedaży w segmencie Woda i Ciepło wymaga aktywnego poszukiwania klientów i budowania z nimi relacji. Segment oferuje szereg produktów i rozwiązań, m.in.:

- Wodomierze mechaniczne, w tym rozwiązania klasy smart (z funkcją zdalnego odczytu).
- Wodomierze ultradźwiękowe.
- Ciepłomierze, podzielniki kosztów ogrzewania.
- Usługi zdalnego odczytu i rozliczeń zużycia mediów, systemy wspierające zarządzanie infrastrukturą sieci.

Produkty i rozwiązania oferowane w segmencie Woda i Ciepło



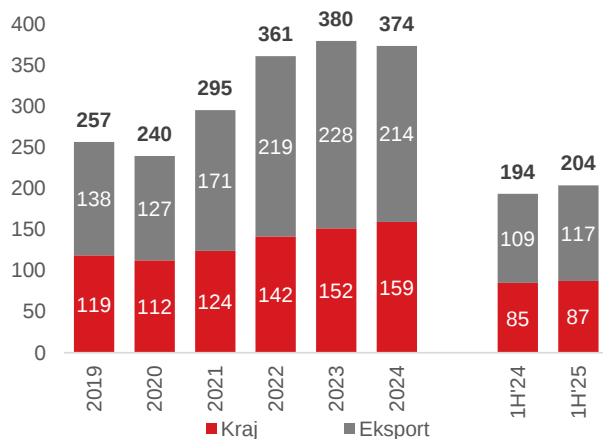
Źródło: Apator.

W ubiegłym roku przychody ze sprzedaży segmentu spadły o 11,6% r/r do 374 mln PLN z uwagi na spadek eksportu spowodowany częściowo przesunięciami w harmonogramach inwestycji klientów oraz umocnieniem się PLN. Wcześniej dynamika przychodów w eksporcie przekraczała dynamikę krajową. Eksport stanowi ponad połowę przychodów segmentu. Biorąc pod uwagę całkowite przychody segmentu, CAGR 2019-2024 wyniósł +7,8%. Marża EBITDA w ostatnich latach kształtowała się na dość solidnym, dwucyfrowym poziomie, z wyjątkiem 2021 r., w którym sprzedaż nieruchomości podbiła marżę o blisko 12 p.p.

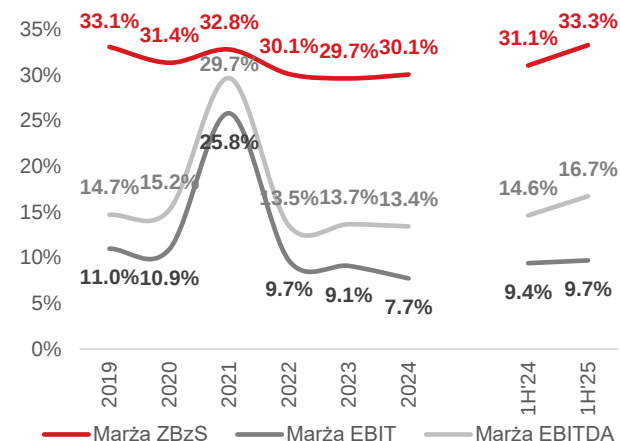
W pierwszej połowie 2025 r., przychody ze sprzedaży wzrosły o 5,3% r/r, zaś marże były lepsze niż w 1H'2024.

Segment Woda i Ciepło w okresie 2019-1H'2025

Przychody ze sprzedaży (mln PLN)



Rentowność



Źródło: Apator, Pekao Equity Research.

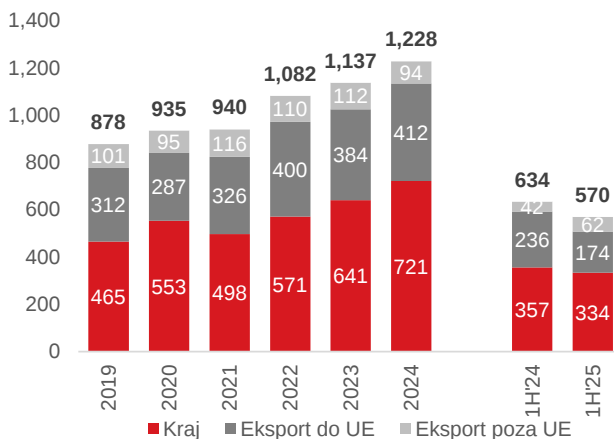


Skonsolidowane dane

Przychody ze sprzedaży

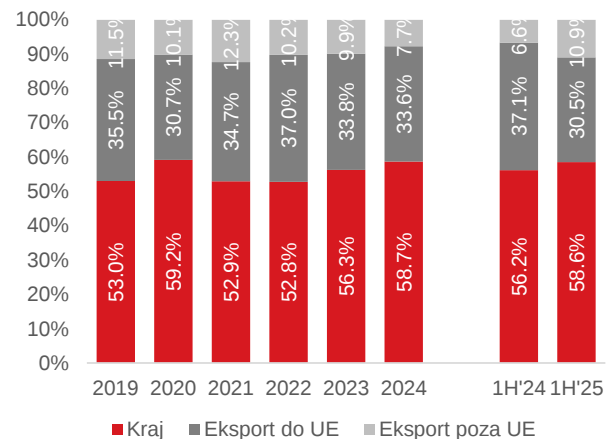
Ponad połowa przychodów ze sprzedaży generowana jest w kraju, zaś około jedna trzecia w krajach UE. Największymi rynkami eksportowymi w 2024 r. były Belgia, Niemcy i Czechy z odpowiednio 7,7%, 7,7% i 5,0% udziałem w całkowitych przychodach. Spółka realizuje dostawę 1 mln gazomierzy w Belgii w ramach kontraktu o wartości około 65 mln EUR z dostawami na lata 2023-2031, z czego istotna część ma zostać zrealizowana do końca 2026 r. Do Niemiec dostarczane są głównie wodomierze ultradźwiękowe, ale także liczniki energii elektrycznej i gazomierze. Spółka zaopatruje rynek czeski głównie w wodomierze i podzielniki kosztów.

Przychody ze sprzedaży wg obszaru (mln PLN)



Źródło: Aparator, Pekao Equity Research.

Struktura geograficzna przychodów (%)



Źródło: Aparator, Pekao Equity Research.

Koszty operacyjne

W strukturze kosztów operacyjnych grupy Aparator zdecydowanie przeważa koszt zużycia materiałów i energii, który stanowi około połowę kosztów rodzajowych. Świadczenia pracownicze do 2024 r. stanowiły około jedną czwartą kosztów operacyjnych, jednak w 1H'2025 ich udział w strukturze wzrósł do 30%. Udział usług obcych w strukturze wynosił około 12%.

Koszty w układzie rodzajowym (mln PLN)

mIn PLN	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1H'24	1H'25
Koszty operacyjne wg rodzaju	803	864	891	1,037	1,080	1,124	577	527
Amortyzacja	50	53	56	56	56	57	28	34
Zużycie materiałów i energii	367	428	443	543	535	558	295	260
Usługi obce	95	102	126	118	126	145	65	67
Świadczenia pracownicze	215	214	229	240	253	279	146	158
Pozostałe koszty rodzajowe	28	25	25	32	39	32	13	20
Zmiana stanu produktów i produkcja na własne potrzeby	19	15	-36	-21	8	-6	4	-48
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	28	27	48	69	63	59	26	36
Struktura kosztów rodzajowych	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Amortyzacja	6.2%	6.1%	6.3%	5.4%	5.2%	5.1%	4.8%	6.4%
Zużycie materiałów i energii	45.7%	49.6%	49.7%	52.4%	49.5%	49.7%	51.2%	49.4%
Usługi obce	11.8%	11.8%	14.1%	11.4%	11.7%	12.9%	11.3%	12.7%
Świadczenia pracownicze	26.8%	24.8%	25.7%	23.2%	23.5%	24.8%	25.3%	30.0%
Pozostałe koszty rodzajowe	3.5%	2.9%	2.9%	3.1%	3.6%	2.9%	2.2%	3.8%
Zmiana stanu produktów i produkcja na własne potrzeby	2.4%	1.7%	-4.0%	-2.0%	0.7%	-0.6%	0.6%	-9.0%
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	3.5%	3.2%	5.4%	6.6%	5.8%	5.2%	4.6%	6.8%

Źródło: Aparator, Pekao Equity Research.

Biorąc pod uwagę strukturę zakupu materiałów, ich największą grupę stanowią komponenty elektroniczne i elektrotechniczne z udziałem zazwyczaj około 40-50%. Grupa wykorzystuje też metale nieżelazne (miedź) z zazwyczaj kilkunastoprocentowym udziałem w strukturze oraz

tworzywa sztuczne, surowce chemiczne i ich pochodne również z kilkunastoprocentowym udziałem w strukturze. Moduły komunikacyjne mają około 10% udział w strukturze.

Koszt własny sprzedaży stanowi największy składnik kosztów, co jest typowe dla przedsiębiorstw produkcyjnych. Spółka od dłuższego czasu osiąga marżę zysku brutto ze sprzedaży powyżej 20%. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu do 2024 r. stanowiły odpowiednio około 4% i 13% wartości przychodów ze sprzedaży, jednak na skutek spadku przychodów w 1H'2025 wskaźniki te uległy nieznacznemu pogorszeniu.

Koszty w układzie funkcjonalnym (mln PLN)

mln PLN	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1H'24	1H'25
Koszt własny sprzedaży	640	705	727	858	881	913	470	413
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	163	158	165	179	199	211	107	114
w tym koszty sprzedaży	40	32	37	42	45	48	24	26
w tym koszty ogólnego zarządu	123	126	128	137	154	163	83	88
Jako % przychodów ze sprzedaży								
Koszt własny sprzedaży	72.9%	75.4%	77.3%	79.3%	77.5%	74.4%	74.1%	72.4%
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	18.6%	16.9%	17.5%	16.6%	17.5%	17.2%	16.9%	19.9%
w tym koszty sprzedaży	4.5%	3.4%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	4.5%
w tym koszty ogólnego zarządu	14.1%	13.5%	13.6%	12.6%	13.5%	13.3%	13.0%	15.4%
Marże								
Marża zysku brutto ze sprzedaży	27.1%	24.6%	22.7%	20.7%	22.5%	25.6%	25.9%	27.6%
Marża zysku netto ze sprzedaży	8.5%	7.6%	5.2%	4.2%	5.0%	8.4%	9.0%	7.6%

Źródło: Aparator, Pekao Equity Research.

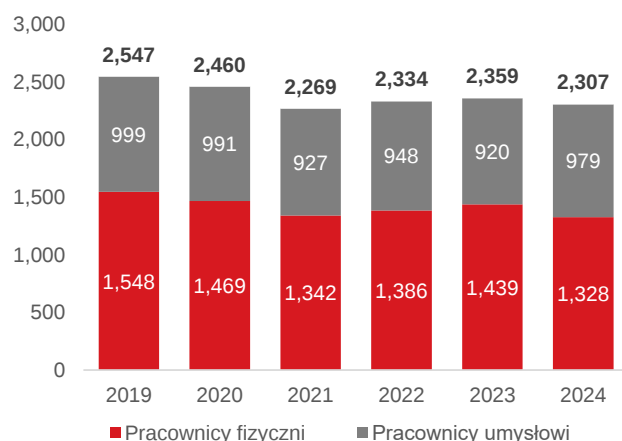
Ryzyko walutowe

Począwszy od czerwca 2023 r., spółka wykorzystuje transakcje zabezpieczające Swap w celu zabezpieczenia się przed ryzykiem zmian cen surowców. Poziom zabezpieczeń przyjęty w danym okresie nie może przekroczyć 50% rocznej ekspozycji walutowej w przypadku zabezpieczenia importu, natomiast w przypadku zabezpieczenia eksportu poziom zabezpieczeń mieści się w przedziale 50-80% rocznej ekspozycji walutowej.

Zatrudnienie

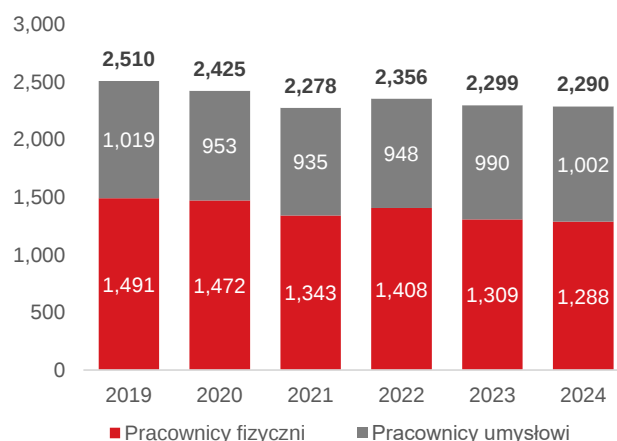
Na koniec 2019 r. w grupie Aparator zatrudnionych było ponad 2,5 tys. pracowników w przeliczeniu na etaty, jednak już dwa lata później liczba ta spadła o około 10% do poziomu poniżej 2,3 tys. W 2022 r. liczba etatów nieznacznie wzrosła. Obecnie w grupie zatrudnionych jest około 2,3 tys. osób, z czego około 1 tys. etatów to pracownicy umysłowi.

Przeciętne zatrudnienie w etatach w latach 2019-2024



Źródło: Aparator, Pekao Equity Research.

Zatrudnienie w etatach na koniec okresu (lata 2019-2024)



Źródło: Aparator, Pekao Equity Research.



Strategia

Poprzednia strategia do 2025 r.

Poprzednio, Spółka realizowała strategię opublikowaną w 2018 r. i następnie zrewidowaną w październiku 2022 r. z uwagi na zmiany w otoczeniu biznesowym. W wymiarze finansowym, zrewidowana strategia zakładała osiągnięcie do 2025 r.:

- Przychody sprzedaży na poziomie 1,4 mld PLN.
- EBITDA około 200 mln PLN.
- Docelowy poziom wskaźnika DN/EBITDA poniżej 2x.

Aktualna strategia na lata 2024-2028

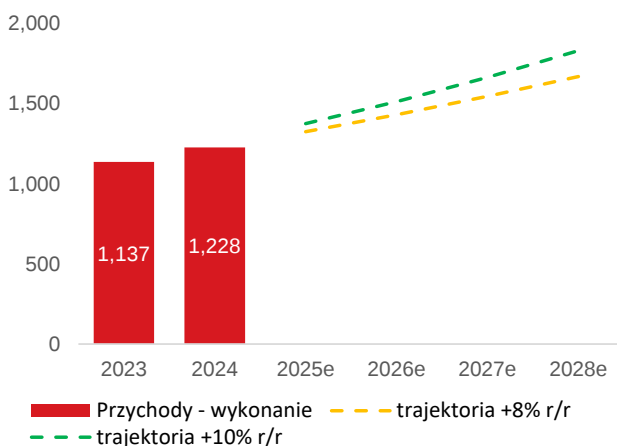
Aktualna strategia spółki została opublikowana w czerwcu 2024 r. i obejmuje lata 2024-2028. Strategia skupia się na rozwoju działalności w ramach dotychczasowego biznesu, nowych kierunkach w oparciu o posiadane kompetencje oraz poprawie efektywności. W wymiarze finansowym strategia zakładała osiągnięcie do 2028 r.:

- Rocznej stopy wzrostu przychodów ze sprzedaży na poziomie 8-10% (w stosunku do 2023 r.).
- Poprawie marży EBITDA o 5-6 p.p. (w stosunku do 2023 r.).
- Wskaźnik DN/EBITDA poniżej 2,0x.
- CAPEX na poziomie 5-7% przychodów.
- Dywidenda na poziomie do 75% zysku Apator S.A.

W roku 2024 Spółka zwiększyła przychody o 8% r/r i poprawiła marżę EBITDA do 11.6%, a więc kierunek jest zgodny z założeniami. Z kolei, wskaźnik DN/EBITDA na koniec 2024 r. spadł poniżej 1x. W pierwszej połowie 2025 r. przychody ze sprzedaży spadły o 10% r/r.

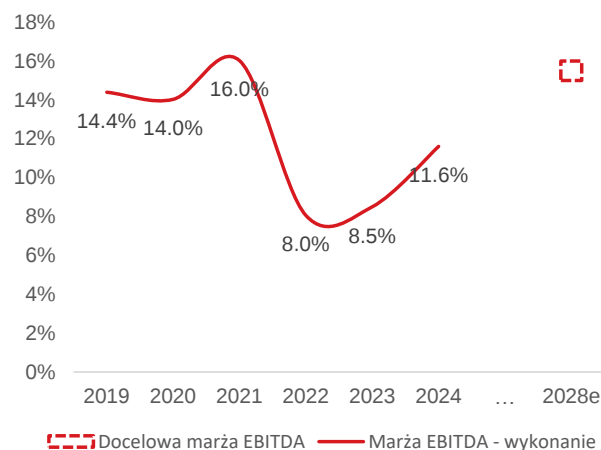
Implikowany założeniami poziom przychodów ze sprzedaży w 2028 r. mieści się w przedziale 1,67-1,83 mld PLN. Z kolei biorąc pod uwagę skorygowaną marżę EBITDA w 2023 r. na poziomie 10% oraz zakładaną poprawę o 5-6 p.p. do 2028 r., implikowany zakres wyniku EBITDA mieściłby się w przedziale od 251 mln PLN do 293 mln PLN przy założeniu realizacji odpowiednio gorszego scenariusza (przychody +8% r/r i wzrost marży EBITDA do 15%) i lepszego scenariusza (przychody +10% r/r i wzrost marży EBITDA do 16%). Zakładamy, że strategia nie zostanie zrealizowana w wymiarze finansowym.

Założenia strategii dotyczące przychodów ze sprzedaży (mln PLN)



Źródło: Apator, Pekao Equity Research.

Założenia strategii dotyczące marży EBITDA



Źródło: Apator, Pekao Equity Research.

Prognozy finansowe

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 wzrósł z 29,12% na koniec 2023 r. do 38,26% na koniec 2024 r., zatem o ponad 9 p.p. (1,8 mln liczników). Najbliższe lata będą kluczowe dla realizacji tego celu, konieczne będzie zainstalowanie ponad 8 mln liczników w ciągu 4 lat (2025-2028), co jest głównym czynnikiem wzrostu tego segmentu. Ważnym rynkiem powinien być też rynek niemiecki z celami 20% do końca 2025 r., 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 zależy 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. W krótkim terminie pozytywnie na wyniki powinien wpłynąć kontrakt z PSG (eGazomierz) o wartości 134 mln PLN, który powinien zostać zrealizowany do 3Q'2026. Z drugiej strony realizacja kontraktu na dostawę gazomierzy do Belgii o wartości 65 mln EUR zbliża się ku końcowi. 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.

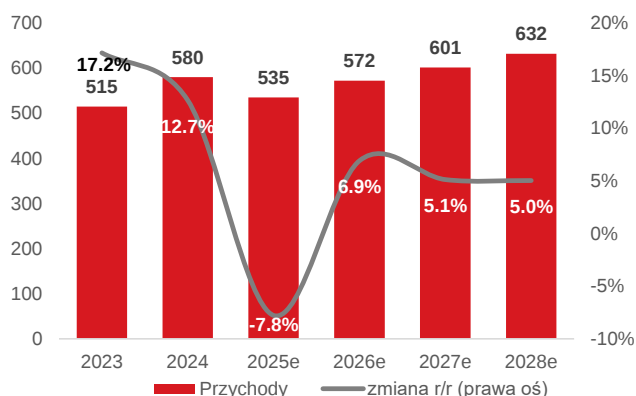
Zakładamy, że druga połowa roku będzie lepsza niż pierwsza i Spółka nie doświadczy tak dużego spadku przychodów jak w 1H'2025, niemniej jednak ten rok powinien zamknąć się spadkiem przychodów o 5,7 r/r do poziomu 1,16 mld PLN. Zakładamy CAGR 2025-2030 na poziomie +2,6% z najszybciej rosnącym segmentem Energii Elektrycznej (+5,4%). W średnim terminie spodziewamy się spadku przychodów w segmencie Gazu.

Zakładamy, że trend poprawy marży zysku brutto ze sprzedaży będzie kontynuowany w 2H'2025, zaś w całym 2025 r. marża ZBzS przekroczy 27%. 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. Spodziewamy się szybszego wzrostu kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w stosunku do przychodów, co powinno przełożyć się na marżę zysku ze sprzedaży na poziomie około 8-9% w kolejnych latach. Zgodnie z naszą prognozą, w tym roku Spółka powinna poprawić marżę EBITDA i EBIT. W kolejnych latach zakładamy ich dalszą poprawę do poziomu powyżej 13% marży EBITDA i około 8% marży EBIT. Dodatkowo przepływy gotówkowe powinny przełożyć się na spadek zadłużenia netto, co powinno skutkować poprawą marży netto.

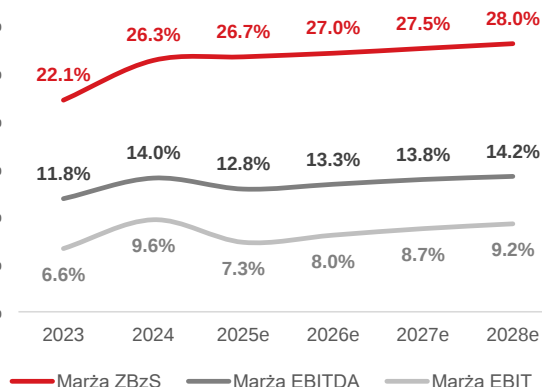
Na początku września Spółka ogłosiła, że wraz z partnerami (FlyFocus i Phoenix Systems) zamierza opracować nową wersję drona FPV (*First Person View*) z intencją wspólnego udziału w przyszłych przetargach sił zbrojnych. Choć w przyszłości może to stanowić potencjalny czynnik wzrostowy, to na chwilę obecną nie uwzględniamy tego w naszym scenariuszu bazowym z uwagi na dość wczesny etap tego projektu i sporo niewiadomych na tym etapie.

Prognoza przychodów i rentowności w podziale na segmenty operacyjne

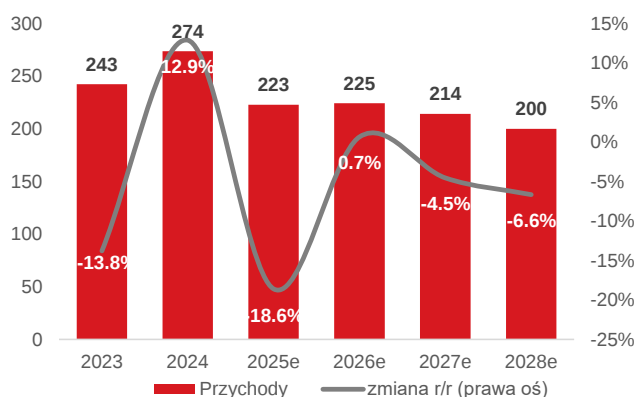
Energia Elektryczna – przychody (mln PLN)



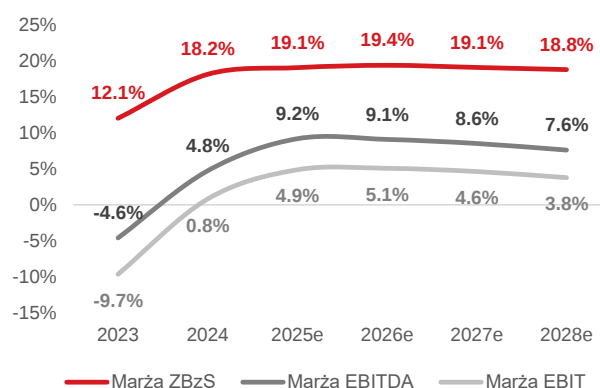
Energia Elektryczna – rentowność



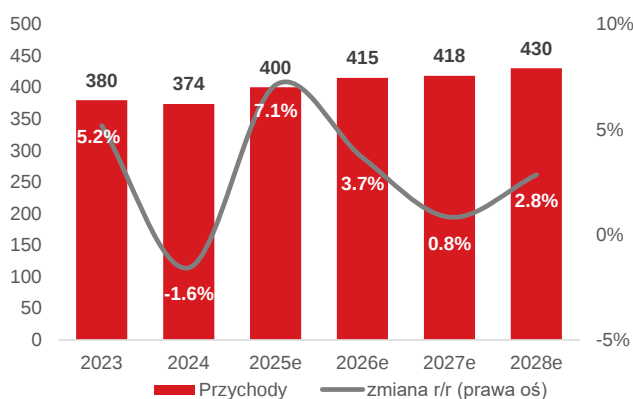
Gaz – przychody (mln PLN)



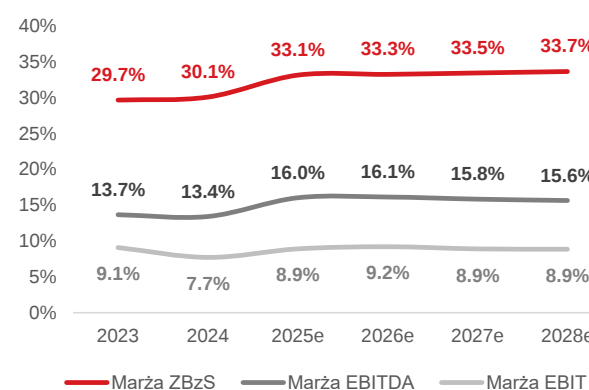
Gaz – rentowność



Woda i Ciepło – przychody (mln PLN)



Woda i Ciepło – rentowność



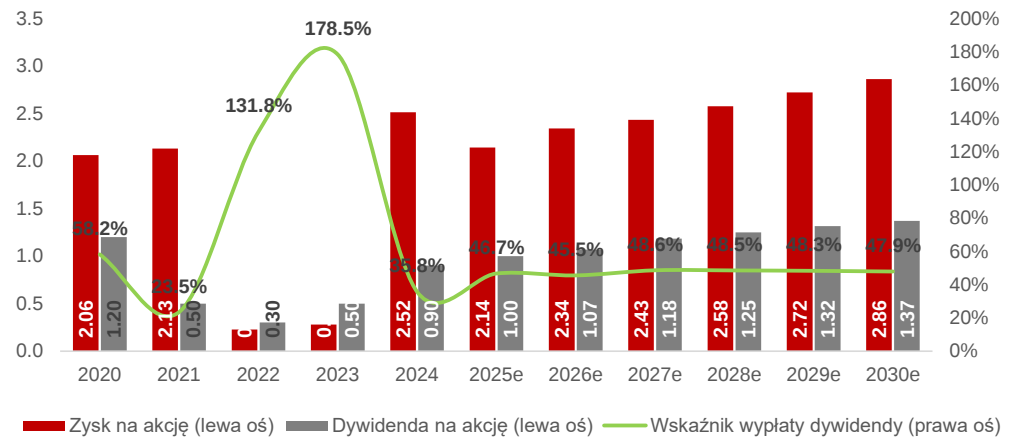
Źródło: Aptor, Pekao Equity Research.

Alokacja kapitału

Aptor ma blisko 20-letnią historię wypłat dywidend. Zys na akcję za ubiegły rok wyniósł 2,52 PLN, zaś Spółka wypłaciła 0,90 PLN dywidendy za 2024 r. (najpierw zaliczkowo 0,30 PLN w grudniu 2024 r. oraz 0,60 PLN w tym miesiącu). Zakładamy, że polityka dywidendowa będzie kontynuowana w obecnym kształcie, tj. z wypłatą zaliczki w przed końcem danego roku oraz wypłatą już po zatwierdzeniu sprawozdania za dany rok. Oczekujemy, że w grudniu Spółka wypłaci zaliczkę w wysokości 0,40 PLN. W kolejnych latach spodziewamy się zwiększenia wysokości dywidend wraz z poprawą rentowności i spadkiem zadłużenia netto.



Zysk i dywidenda na akcję Apator (PLN)



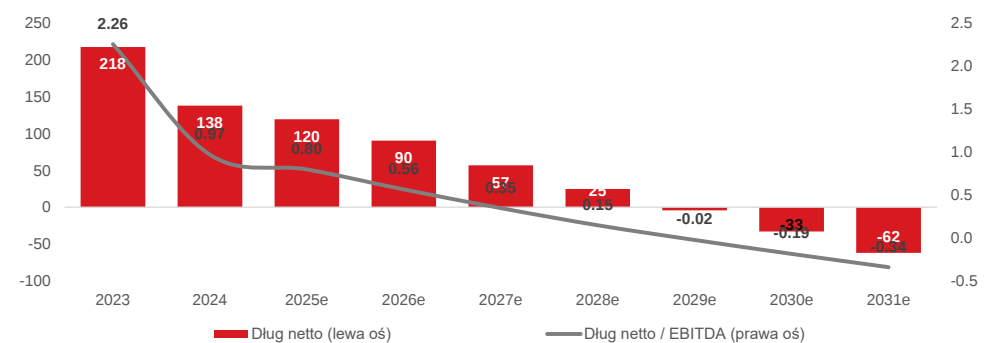
Źródło: Apator, Pekao Equity Research.

W sierpniu tego roku Spółka ogłosiła rozpoczęcie realizacji programu odkupu akcji własnych o maksymalnej wartości 10 mln PLN. Skup potrwa do końca kwietnia 2026 r. Spółka zamierza skupić maksymalnie 500 tys. akcji po maksymalnej cenie 22 PLN/akcja. Oceniamy to pozytywnie lecz nie zakładamy, że przy obecnym kursie Spółce uda się przeprowadzić skup.

Dług netto

Na koniec 2024 r. wskaźnik długu netto do EBITDA spadł poniżej 1,0x, zaś 2025 r. przyniósł dalszy spadek wskaźnika. Biorąc pod uwagę nasze założenia, prognozujemy sukcesywny spadek zadłużenia netto pomimo wypłaty dywidendy i nakładów inwestycyjnych w okolicy 6% przychodów. W naszej ocenie Spółka jest w dobrej sytuacji finansowej umożliwiającej zwiększenie wskaźnika wypłaty dywidendy czy przeprowadzenie akwizycji przy utrzymaniu obecnego programu inwestycyjnego.

Zadłużenie netto (mln PLN)



Źródło: Apator, Pekao Equity Research.

Aparator – kluczowe założenia czynników wpływających na wyniki finansowe

mIn PLN	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Przychody	1,137	1,228	1,158	1,211	1,234	1,262	1,289	1,318	1,351
EE	515	580	535	572	601	632	663	697	731
GAZ	243	274	223	225	214	200	190	182	175
W&H	380	374	400	415	418	430	436	440	445
zmiana r/r	5.1%	8.0%	-5.7%	4.6%	1.9%	2.3%	2.2%	2.2%	2.5%
Koszt własny sprzedaży	-881	-913	-840	-875	-888	-902	-918	-935	-957
Zysk brutto ze sprzedaży	256	315	318	336	347	360	371	383	394
EE	114	153	143	155	166	177	189	201	211
GAZ	29	50	43	44	41	38	35	33	31
W&H	113	112	133	138	140	145	148	149	151
Marża ZBzS	22.5%	25.6%	27.5%	27.8%	28.1%	28.5%	28.8%	29.1%	29.2%
EE	22.1%	26.3%	26.7%	27.0%	27.5%	28.0%	28.4%	28.8%	28.9%
GAZ	12.1%	18.2%	19.1%	19.4%	19.1%	18.8%	18.5%	18.2%	17.9%
W&H	29.7%	30.1%	33.1%	33.3%	33.5%	33.7%	33.9%	34.0%	34.0%
Koszty sprzedaży	-45	-48	-53	-56	-57	-59	-61	-63	-65
Koszty ogólnego zarządu	-154	-163	-178	-184	-189	-196	-201	-206	-212
EBITDA	97	142	150	160	164	168	173	177	182
EE	61	81	69	76	83	89	96	103	110
GAZ	-11	13	21	20	18	15	13	12	11
W&H	52	50	64	67	66	67	67	65	65
Pozostałe	-5	-2	-3	-3	-4	-4	-4	-4	-4
Marża EBITDA	8.5%	11.6%	13.0%	13.2%	13.3%	13.3%	13.4%	13.4%	13.5%
EE	11.8%	14.0%	12.8%	13.3%	13.8%	14.2%	14.5%	14.8%	15.0%
GAZ	-4.6%	4.8%	9.2%	9.1%	8.6%	7.6%	7.0%	6.6%	6.3%
W&H	13.7%	13.4%	16.0%	16.1%	15.8%	15.6%	15.3%	14.9%	14.6%
Amortyzacja	-56	-57	-68	-68	-68	-68	-68	-68	-69
EBIT	40	85	82	92	96	100	105	109	112
EE	34	56	39	46	52	58	64	71	77
GAZ	-23	2	11	11	10	8	6	6	5
W&H	35	29	36	38	37	38	38	36	34
Pozostałe	-5	-2	-3	-3	-4	-4	-4	-4	-4
Marża EBIT	3.5%	6.9%	7.1%	7.6%	7.8%	7.9%	8.1%	8.3%	8.3%
EE	6.6%	9.6%	7.3%	8.0%	8.7%	9.2%	9.7%	10.2%	10.5%
GAZ	-9.7%	0.8%	4.9%	5.1%	4.6%	3.8%	3.3%	3.1%	3.0%
W&H	9.1%	7.7%	8.9%	9.2%	8.9%	8.9%	8.6%	8.2%	7.7%
Zysk przed opodatkowaniem	28	82	76	84	87	92	98	103	107
Zysk netto	8	73	62	68	71	75	79	83	87
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	108	151	131	132	142	145	145	149	152
Nakłady inwestycyjne	-36	-57	-72	-67	-70	-73	-76	-79	-81
Wolne przepływy pieniężne dla przedsiębiorstwa (FCFF)	72	94	59	65	72	72	70	71	73
Wolne przepływy (FCFF) na akcję (PLN)	2.19	2.88	1.81	1.99	2.21	2.19	2.16	2.19	2.23
Dług netto	218	138	120	90	57	25	-4	-33	-62
Kapitał obrotowy	283	256	235	245	248	252	258	264	270
Nakłady inwestycyjne / Przychody (%)	3.2%	4.7%	6.2%	5.5%	5.7%	5.8%	5.9%	6.0%	6.0%
Kapitał obrotowy / Przychody (%)	24.9%	20.9%	20.3%	20.2%	20.1%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%

Źródło: Aparator, 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 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.



Wycena

Nasza wycena implikuje 12M cenę docelową na poziomie 28,50 PLN/akcja, co stanowi 28,4% 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	28,50	100%
12M wycena mnożnikowa	46,79	0%
12M cena docelowa	28,50	
Cena bieżąca	22,20	
Potencjał (%)	28,4%	

Źródło: Pekao Equity Research.

Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	C/Z			EV/EBITDA		
		2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
ITRON INC	ITRI US	19,6	18,8	17,1	15,9	14,5	12,8
LANDIS + GYR GROUP AG	LAND SW	21,0	15,8	13,3	12,3	10,8	9,7
BADGER METER INC	BMI US	37,6	33,4	31,9	24,1	21,9	20,9
PHOENIX MECANO AG - REG	PMN SW	12,4	8,9	8,2	7,3	5,8	5,5
XYLEM INC	XYL US	28,5	25,5	23,3	17,8	16,3	15,0
HONEYWELL INTERNATIONAL INC	HON US	20,2	18,8	17,2	15,4	14,4	13,6
WASION HOLDINGS LTD	3393 HK	11,4	9,3	7,8	6,1	5,1	4,3
NITTO KOGYO CORP	6651 JT	13,3	12,3	11,3	6,8	6,4	6,1
		19,9	17,3	15,2	13,9	12,6	11,3
		11,6	10,6	10,3	5,6	5,1	4,8
		-42%	-38%	-33%	-59%	-60%	-58%
		37,96	36,03	32,90	60,09	58,93	54,85

Źródło: Pekao Equity Research.

Rating ESG

Apator	E	S	G
Dobra trwale			
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 2031. 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 5,4% od 2026e do 2031e oraz 4,0% w okresie rezydualnym.
- Premia za ryzyko w wysokości 6.0% od 2026e do 2031e oraz 5.0% w okresie rezydualnym.
- Współczynnik Beta na poziomie 1,0.
- Dodatkowe dyskonto do kosztu kapitału własnego z tytułu ESG w wysokości 0,41% (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 13,5% oraz marża EBIT na poziomie 8,0% 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. wycenionych na 80 mln PLN (według obecnej ceny rynkowej), które zostały nabyte w 2000 r., a co do których Spółka nie zamierza dokonywać zmian w stanie posiadania.

Wycena DCF

Kalkulacja WACC

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Rok końcowy
Stopa wolna od ryzyka	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	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	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	8.6%
Koszt długu	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%
Koszt długu po opodatkowaniu	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
Waga kapitału własnego	89%	92%	95%	98%	100%	100%	100%
WACC	10.4%	10.6%	10.7%	10.9%	11.0%	11.0%	8.6%

Wycena DCF

(mln PLN)	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Rok końcowy
Przychody	1,211.5	1,234.1	1,262.1	1,289.3	1,318.0	1,351.4	1,378.4
EBIT	92.1	96.0	100.2	104.5	108.8	112.3	110.3
Podatek na EBIT	-17.5	-18.2	-19.0	-19.9	-20.7	-21.3	-21.0
NOPAT	74.6	77.8	81.2	84.7	88.1	91.0	89.3
Amortyzacja	68.1	68.2	68.2	68.0	68.2	69.5	70.8
CAPEX	-66.6	-70.3	-73.2	-76.1	-79.1	-81.1	-81.2
Zmiana w kapitale obrotowym netto	-9.9	-3.0	-3.7	-6.1	-5.7	-6.6	-5.4
FCFF	66.2	72.7	72.5	70.4	71.5	72.7	73.5
Wzrost w okresie rezydualnym							2.0%
Wartość rezydualna							1,114.9
Współczynnik dyskontujący	0.88	0.80	0.72	0.65	0.58	0.53	0.53
Zdyskontowane przepływy pieniężne	58.2	57.8	52.0	45.6	41.7	38.2	586.0
EV	879.5						
Udziały mniejszości	2.6						
Dług netto	119.7						
Aktywa nieoperacyjne	1.0						
Pozostałe korekty	79.9						
Wartość kapitału własnego	838.2						
Rozwodniona liczba akcji (mln)	32.6						
12M cena docelowa (PLN)	28.50						
Cena akcji w dniu 11 września 2025 r. (PLN)	22.20						
Potencjał	28.4%						

Wzrost przychodów	5%	2%	2%	2%	2%	3%	2.0%
Marża EBIT	7.6%	7.8%	7.9%	8.1%	8.3%	8.3%	8.0%
Efektywna stopa podatkowa	10.5%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Capex/Przychody	5.5%	5.7%	5.8%	5.9%	6.0%	6.0%	
Capex/Amortyzacja	97.8%	103.1%	107.4%	111.9%	116.0%	116.7%	

Wrażliwość ceny docelowej na wzrost w okresie rezydualnym i WACC

Wzrost w okresie rezydualnym/WACC	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
-2.0%	36.90	38.11	39.56	41.33	43.53	46.34	50.06
-1.0%	31.32	32.02	32.82	33.77	34.91	36.29	38.02
0.0%	27.13	27.53	27.98	28.50	29.10	29.82	30.67
1.0%	23.87	24.08	24.33	24.61	24.92	25.29	25.71
2.0%	21.25	21.36	21.48	21.62	21.77	21.94	22.13

Wrażliwość ceny docelowej na kluczowe wskaźniki wzrostu

Marża EBITDA/Zmiana udziałów w rynku	-30.0%	-20.0%	-10.0%	0.0%	10.0%	20.0%	30.0%
15.5%	28.10	29.14	30.18	31.23	32.29	33.34	34.40
14.5%	26.88	27.87	28.86	29.86	30.86	31.87	32.89
13.5%	25.67	26.60	27.55	28.50	29.46	30.43	31.40
12.5%	24.46	25.35	26.25	27.16	28.08	29.01	29.94
11.5%	23.27	24.12	24.93	25.84	26.71	27.57	28.46

Źródło: Pekao Equity Research.

Kluczowe dane finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	1,137	1,228	1,158	1,211	1,234	1,262
Zysk brutto ze sprzedaży	256	315	318	336	347	360
Koszty ogólnego zarządu	-199	-211	-231	-240	-246	-255
EBITDA	97	142	150	160	164	168
EBIT	40	85	82	92	96	100
Przychody/koszty finansowe	-13	-8	-6	-8	-9	-8
Zysk przed opodatkowaniem	28	82	76	84	87	92
Podatek dochodowy	-19	-9	-14	-16	-17	-18
Zysk netto	8	73	62	68	71	75
EPS (PLN)	0.28	2.52	2.14	2.34	2.43	2.58
Bilans (mln EUR)	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Aktywa obrotowe	483	467	477	503	534	574
Środki pieniężne i ekwiwalenty	23	18	32	63	98	131
Pozostałe aktywa obrotowe	460	450	444	440	437	443
Aktywa trwałe	493	498	515	514	515	520
Rzeczowe aktywa trwałe	197	215	241	242	245	251
Pozostałe aktywa trwałe	296	283	273	273	270	269
Aktywa	975	965	991	1,017	1,050	1,094
Kapitał własny	537	590	603	641	679	719
Udziały niekontrolujące	2	2	3	3	3	3
Zobowiązania długoterminowe	80	63	151	152	153	154
Zadłużenie finansowe długoterminowe	67	54	141	142	143	144
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	13	10	10	10	9	9
Zobowiązania krótkoterminowe	356	310	235	222	216	219
Zadłużenie finansowe krótkoterminowe	174	102	11	11	11	12
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	182	207	224	211	204	207
Pasywa	975	965	991	1,017	1,050	1,094
Dług netto	218	138	120	90	57	25
Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Zysk netto	8	73	62	68	71	75
Amortyzacja	56	57	68	68	68	68
Pozostałe	43	21	1	-4	3	2
Przepływy z działalności operacyjnej	108	151	131	132	142	145
CAPEX	-36	-57	-72	-67	-70	-73
Pozostałe	11	-1	-2	2	2	3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-25	-59	-74	-64	-68	-70
Dywidendy wypłacone	-15	-17	-29	-30	-32	-34
Pozostałe	-74	-80	-14	-7	-7	-7
Przepływy z działalności finansowej	-89	-98	-43	-37	-39	-41
Pozostałe/Efekt różnic kursowych	0	0	0	0	0	0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-6	-5	15	30	35	33
Środki pieniężne na koniec okresu	23	18	32	63	98	131
DPS (PLN)	0.50	0.60	1.00	1.05	1.12	1.18
Wskaźniki wzrostu r/r						
Przychody	5%	8%	-6%	5%	2%	2%
EBITDA	11%	48%	5%	7%	2%	3%
EBIT	28%	112%	-3%	12%	4%	4%
Zysk netto	23%	798%	-15%	9%	4%	6%
EPS	23%	798%	-15%	9%	4%	6%
Marże						
EBITDA	8.5%	11.6%	13.0%	13.2%	13.3%	13.3%
Marża EBIT	3.5%	6.9%	7.1%	7.6%	7.8%	7.9%
Marża netto	0.7%	6.0%	5.4%	5.6%	5.7%	5.9%
ROE	1.5%	13.0%	10.4%	10.9%	10.7%	10.7%
Wskaźniki bilansu						
BVPS (PLN)	16.45	18.08	18.47	19.63	20.80	22.04
Dług netto/EBITDA	2.3	1.0	0.8	0.6	0.3	0.1
Zadłużenie finansowe/Kapitał własny	44.8%	26.4%	25.2%	23.9%	22.8%	21.7%

Źródło: Pekao Equity Research.

Podsumowanie kluczowych danych finansowych

mIn PLN	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
EPS, GAAP	0.28	2.52	2.14	2.34	2.43	2.58	2.72	2.86	2.99
Revenue	1,137	1,228	1,158	1,211	1,234	1,262	1,289	1,318	1,351
Gross Margin %	22.5%	25.6%	27.5%	27.8%	28.1%	28.5%	28.8%	29.1%	29.2%
EBIT	40	85	82	92	96	100	105	109	112
EBITDA	97	142	150	160	164	168	173	177	182
Net Income, GAAP	8	73	62	68	71	75	79	83	87
Net Debt	218	138	120	90	57	25	-4	-33	-62
BPS	16.45	18.08	18.47	19.63	20.80	22.04	23.35	24.73	26.16
DPS	0.50	0.60	1.00	1.05	1.12	1.18	1.25	1.32	1.37
Return on Equity %	1.5%	13.0%	10.4%	10.9%	10.7%	10.7%	10.7%	10.6%	10.4%
Return on Assets %	0.8%	7.5%	6.4%	6.8%	6.8%	7.0%	7.1%	7.1%	7.1%
Depreciation	40	41	44	44	44	44	44	44	45
Amortization	17	16	24	24	24	24	24	24	24
Free Cash Flow	72	94	59	65	72	72	70	71	73
CAPEX	36	57	72	67	70	73	76	79	81

Źródło: Pekao Equity Research.



PRACE NAD RAPORTEM ZOSTAŁY ZAKOŃCZONE W DN. 12 WRZEŚNIA 2025 R. O GODZINIE 07:40 CET.
RAPORT ZOSTAŁ ROZDYSTRYBUOWANY PO RAZ PIERWSZY W DN. 12 WRZEŚNIA 2025 R. O GODZINIE 07:50 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 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.

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 datę 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 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 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 zawieszane. 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