

piątek, 21 listopada 2025 | aktualizacja raportu

# Auto Partner: kupuj (podtrzymana)

APR PW; APR.WA | podstawowe produkty konsumenckie, Polska

## Marża Brutto Wciąż pod Presją

**Wyniki 3Q'25 istotnie poniżej oczekiwań.** Auto Partner przedstawił wczoraj wyniki za 3Q25, które okazały się istotnie słabsze zarówno od naszych prognoz, jak i od oczekiwań rynkowych. EBITDA wyniosła 84 mln PLN (-2% r/r), ok. 10% poniżej konsensusu i 14% poniżej naszych założeń. Kluczowym negatywnym elementem raportu była marża brutto, która spadła kw/kw o 1 pp, podczas gdy zakładaliśmy stabilny poziom. Jednocześnie koszty operacyjne ukształtowały się zasadniczo zgodnie z oczekiwaniami. Co istotne, giełdowy konkurent - Inter Cars - zanotował w tym czasie poprawę marży brutto kw/kw. Takie zachowanie marży brutto sugeruje wyższą wrażliwość modelu biznesowego Auto Partner na bieżące trudności obserwowane na rynku aftermarket.

**Momentum wynikowe pozostaje pod presją.** Po rozczarowujących wynikach za 3Q'25 sądzimy, że 4Q'25 również przyniesie kontynuację słabszego momentum. 4Q zeszłego roku charakteryzował się relatywnie wysoką marżą brutto, co stanowi trudną bazę porównawczą dla 4Q bieżącego roku. Jednocześnie sądzimy, że kluczowym punktem odniesienia dla marży brutto w 4Q jest poziom osiągnięty w 3Q'25. Zakładając niewielką poprawę kw/kw marży brutto, implikuje to spadek wyniku EBITDA r/r o ok. 21% r/r w 4Q'25.

**Equity story niezmiennione.** Podtrzymujemy ocenę, że rok 2025 pozbawiony będzie istotnych katalizatorów dla notowań spółki, gdyż rynek aftermarket wciąż zmaga się z deflacją oraz obniżonym tempem realnego wzrostu sprzedaży. Kluczowym okresem dla spółki będzie początek 2026 roku oraz planowane uruchomienie magazynu w Zgorzelcu, co pozwoli przyspieszyć dynamikę sprzedaży w eksporcie. Ponadto planowane otwarcie małego magazynu w zachodniej części Niemiec pozwoli spółce przetestować sprzedaż na nowych rynkach, co w razie sukcesu stanowiłoby upside do naszych prognoz.

**Prognozy wynikowe.** Po słabszych od oczekiwań danych za 3Q i obniżonych założeniach na 4Q rewidujemy nasze prognozy wyniku EBITDA na 2025 rok w dół o ok. 8% oczekując w całym roku spadku EBITDA o ok. 5% r/r. Jednocześnie sądzimy, że obecny konsensus rynkowy dla wyniku EBITDA w 2025 ulegnie obniżeniu o ok. 10%. Zakładamy, że w 2026 roku spółka odbuduje jedynie część utraconej w 2025 roku marży brutto, co przełoży się na wzrost EBITDA o ponad 20% r/r.

**Ryzyka.** Sądzymy, że głównym ryzykiem dla naszej rekomendacji pozostaje przedłużanie się zjawiska deflacji na rynku aftermarket, co negatywnie wpłynęłoby na raportowane wyniki spółki oraz na sentyment do sektora dystrybutorów części samochodowych. Jako szansę, upatrujemy, że obecna trudna sytuacja na rynku aftermarket może przyspieszyć proces konsolidacji sektora, skutkującą wyższą marżą w długim terminie.

**Wycena.** Auto Partner jest obecnie notowany na ok. 9x P/E'26 tj. z ok. 25% dyskontem w stosunku do spółek porównywalnych, co uważamy za nieuzasadnione, biorąc pod uwagę oczekiwany CAGR zysku netto na poziomie ok. 12% w latach 2024-27 vs zaledwie 9%, oczekiwane dla grupy porównywalnych spółek. Na naszej cenie docelowej wyceniamy spółkę na ok. 12.3x P/E'26, tj. na poziomie zbliżonym do spółek porównywalnych.

**Obniżamy cenę docelową dla akcji Auto Partner do 22,50 PLN podtrzymując rekomendację „kupuj”.**

| (mln PLN)        | 2023    | 2024    | 2025P   | 2026P   | 2027P   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody        | 3 653,4 | 4 112,5 | 4 395,5 | 5 134,1 | 5 906,7 |
| EBITDA           | 346,2   | 343,6   | 327,5   | 406,4   | 479,8   |
| marża            | 9,5%    | 8,4%    | 7,5%    | 7,9%    | 8,1%    |
| EBIT             | 302,7   | 289,3   | 271,5   | 336,8   | 402,6   |
| zysk netto       | 223,6   | 208,0   | 189,0   | 239,2   | 291,2   |
| P/E              | 9,9     | 10,7    | 11,7    | 9,3     | 7,6     |
| P/S              | 0,6     | 0,5     | 0,5     | 0,4     | 0,4     |
| EV/EBITDA MSR 17 | 8,1     | 8,4     | 9,1     | 7,5     | 6,3     |
| EV/EBITDA        | 7,7     | 7,9     | 8,6     | 7,0     | 6,0     |
| DPS (PLN)        | 0,15    | 0,15    | 0,15    | 0,15    | 0,15    |
| Dividend yield   | 0,9%    | 0,9%    | 0,9%    | 0,9%    | 0,9%    |

|                               |             |
|-------------------------------|-------------|
| cena bieżąca*                 | 16,96 PLN   |
| cena docelowa                 | 22,50 PLN   |
| kapitalizacja                 | 2,2 mld PLN |
| free float                    | 1,2 mld PLN |
| średni dzienny obrót (3 m-ce) | 2,7 mln PLN |

\*Cena z 20.11.2025 r., godz. 17.00

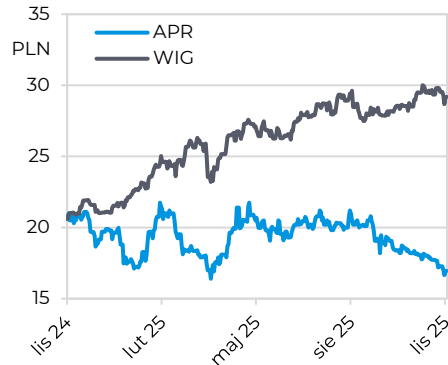
### Struktura akcjonariatu

|                             |       |
|-----------------------------|-------|
| Turzyńska Fundacja Rodzinna | 43,6% |
| OFE NN                      | 10%   |
| OFE PZU Złota Jesień        | 7,5%  |
| Pozostali                   | 38,9% |

### Profil spółki

Auto Partner jest jednym z wiodących dystrybutorów części samochodowych w Polsce działającym w modelu filiiowym w Polsce oraz hurtowym w eksporcie. Auto Partner rozwija własną sieć serwisową MaXserwis, która zrzesza 559 warsztatów wg danych na koniec 2024 roku.

### Kurs akcji APR na tle WIG



| spółka                               | cena docelowa |               | rekomendacja     |       |
|--------------------------------------|---------------|---------------|------------------|-------|
|                                      | nowa          | stara         | nowa             | stara |
| Auto Partner                         | 22,50         | 25,00         | kupuj            | kupuj |
| spółka                               | cena bieżąca  | cena docelowa | potencjał zmiany |       |
| Auto Partner                         | 16,96         | 22,50         | +33%             |       |
| zmiana prognoz od ostatniego raportu |               | 2025P         | 2026P            | 2027P |
| przychody                            |               | -0,6%         | -0,8%            | -0,9% |
| EBITDA                               |               | -7,6%         | -2,7%            | -2,8% |
| zysk netto                           |               | -9,9%         | -5,6%            | -4,8% |

### Analityk:

Janusz Pięta  
Starszy Specjalista ds. analiz  
+48 506 065 659  
janusz.pieta@mbank.pl

## Czynniki ryzyka

### Ryzyko przedłużającej się deflacji i wojny cenowej

Rynek dystrybucji części zamiennych doświadcza obecnie deflacji koszyka. Wpływa to negatywnie na raportowaną sprzedaż w ujęciu wartościowym oraz powoduje zwiększoną konkurencję wśród dystrybutorów, którzy chcąc zwiększać wolumeny starają się oferować lepsze ceny niż konkurencja, co prowadzi do wojny cenowej. W prognozach na 2026 rok zakładamy, że deflacja nie będzie już występować na rynku, a spółki w sektorze będą w stanie poprawić marże brutto. Brak materializacji tego scenariusza wpłynęłoby negatywnie na raportowane wyniki i sentyment do spółek sektora.

### Ryzyko operacyjne, systemów informatycznych

Działalność Auto Partner opiera się na sprawnym funkcjonowaniu łańcucha dostaw i infrastruktury magazynowej. Wszelkie zakłócenia w tym obszarze stanowią istotne ryzyko dla spółki. Ewentualne przerwy w pracy centrów logistycznych, z uwagi na np. awarie systemów IT mogłyby poważnie zakłócić zdolność do realizacji dostaw dla klientów. To z kolei przełożyłoby się na pogorszenie wyników finansowych oraz utratę zaufania części odbiorców (szczególnie warsztatów oczekujących terminowych dostaw).

### Ryzyko technologiczne

Zmiany technologiczne, którym podlega sektor motoryzacyjny mogą pośrednio wpływać na model biznesowy Auto Partner. Rosnąca złożoność technologiczna nowoczesnych pojazdów, w tym elektryfikacja, rozbudowane systemy elektroniczne, hybrydy, napędy elektryczne, wymusza na niezależnych warsztatach konieczność ciągłych inwestycji w wiedzę techniczną i wyposażenie. Niewystarczające dostosowanie się tych warsztatów, które są kluczową grupą odbiorców Auto Partnera, może ograniczyć popyt na części zamienne z niezależnego kanału dystrybucji. Dodatkowym czynnikiem ryzyka jest możliwość przyspieszonej konsolidacji rynku warsztatowego, co zwiększyłoby koncentrację odbiorców i zaostriżyło konkurencję między dystrybutorami. Ponadto większy udział samochodów elektrycznych negatywnie oddziałuje na wolumeny rynkowe, jako że samochody elektryczne charakteryzują się mniejszą liczbą części eksploatacyjnych (części te są jednak droższe, co pozytywnie wpływa na część cenową ewolucji rynku). Spółka częściowo adresuje te ryzyka poprzez rozwój programu MaxSerwis, w ramach którego oferuje warsztatom szkolenia, wsparcie techniczne, pomagając im nadążyć za zmianami technologicznymi.

### Ryzyko regulacyjne

We wrześniu 2025 roku zaczyna obowiązywać unijne rozporządzenie Data Act. Regulacja ta ma na celu zwiększenie kontroli użytkowników pojazdów nad danymi generowanymi przez ich auta oraz ustalenie zasad dostępu do tych danych dla podmiotów trzecich.

Ryzyko związane z Data Act dla Auto Partnera wynika z niepewności dotyczącej praktycznej implementacji regulacji oraz dalszych interpretacji prawnych, które mogą ograniczać efektywny dostęp do danych pojazdów przez niezależne warsztaty, tym samym faworyzując segment ASO. Mimo że Data Act formalnie przewiduje prawo użytkowników do udostępniania danych niezależnym warsztatom, producenci samochodów mogą wykorzystywać różne zabezpieczenia techniczne i prawne w postaci na przykład ochrony własności intelektualnej czy wymagań dotyczących bezpieczeństwa, które w praktyce utrudnią lub opóźnią pełne udostępnienie

krytycznych danych niezbędnych do dokonania naprawy. Istnieje też ryzyko, że proces wdrażania przepisów, które mają doprecyzować zasady dostępu do danych, będzie opóźniony lub niekorzystny dla niezależnych warsztatów. Ponadto, brak jednolitych standardów między systemami producentów może powodować fragmentację rynku. Dla niezależnych warsztatów i w efekcie dla Auto Partnera może to oznaczać zwiększone wyzwania operacyjne i potencjalne ograniczenie rynku części zamiennych dla niezależnych podmiotów. Rosnące koszty usług serwisowych i ograniczenia w dostępie do danych mogą wpłynąć na dynamikę rynku aftermarket.

### Ryzyko walutowe

Okolo połowa kosztów zakupu towarów i kosztów operacyjnych rozliczana jest w walucie obcej (spółka dokonuje zakupów głównie w PLN, EUR, USD) wg danych za 2024 rok. Okolo powoła sprzedaży również dokonywana jest w walutach obcych (głównie w EUR, CZK, HUF, RON). Jednak w przypadku nagłego i istotnego umocnienia waluty lokalnej wobec euro wywiera to przejściowy negatywny wpływ na marże brutto.

### Ryzyko wojny celnej

Znacząca część asortymentu marek własnych Grupy Auto Partner pochodzi z rynków azjatyckich (podczas dni inwestorskich w 2024 roku spółka wskazała, że ok. 90% produktów marki własnej jest sprowadzane z Chin.), co czyni spółkę podatną na zmiany w otoczeniu regulacyjnym związanym z handlem międzynarodowym. Potencjalne podwyżki cel, zmiany procedur importowych mogą przełożyć się na wzrost kosztów pozyskania towarów oraz ograniczenie ich dostępności, co w konsekwencji mogłoby negatywnie wpłynąć na marże i wyniki finansowe Grupy.

### Ryzyko konkurencji

Istnieje ryzyko wejścia zagranicznych dystrybutorów hurtowych na polski rynek z uwagi na oczekiwaną atrakcyjną dynamikę rynku w porównaniu do rynków zachodnioeuropejskich. Międzynarodowi konkurenci, dysponujący większą skalą i kapitałem, mogliby zaoferować korzystniejsze warunki zakupu. Taki scenariusz wzmocniłby presję cenową i ograniczył potencjał dalszego wzrostu Auto Partnera. Widoczne jest zainteresowanie polskim rynkiem ze strony międzynarodowych graczy. W 2018 roku MEKO wszedł na polski rynek poprzez akwizycję Inter Team natomiast w 2024 roku zwiększył swój udział w rynku poprzez akwizycję Elit Polska (zakup od LKQ będący największym akcjonariuszem MEKO).

### Ryzyko zmiany polityki bonusowej dostawców

Czynnikiem pozytywnie wpływającym na marżowość Auto Partner są premie i bonusy otrzymywane od dostawców w zależności od wartości zakupów. Zmiana tej polityki w postaci obniżenia poziomu bonusów miałaby wyraźnie negatywny wpływ na wyniki i mogłaby wymusić korektę polityki cenowej wobec klientów i w efekcie ograniczyć popyt. Spółka ogranicza to ryzyko dzięki dywersyfikacji bazy dostawców (ponad 350 kontrahentów) oraz aktywnemu udziałowi w akcjach marketingowych współfinansowanych przez producentów, co pozwala utrzymać przewagę negocjacyjną.

### Ryzyko klimatyczne

Ekstremalne zjawiska pogodowe mogą zakłócać działalność wybranych filii, czego przykładem była powódź w 2024 roku, która spowodowała zalanie filii w Kłodzku. Ryzyko to jest ograniczane poprzez ubezpieczenia majątku oraz polisę obejmującą klęski żywiołowe, co pozwala na minimalizację skutków finansowych incydentalnych zdarzeń.

### Ryzyko infrastruktury

Działalność Auto Partner opiera się na kluczowym magazynie w Bieruniu, który pełni rolę głównego centrum logistycznego Grupy. Funkcjonowanie tej lokalizacji wiąże się z ryzykiem utraty prawa do korzystania z nieruchomości, ponieważ spółka nie jest jej właścicielem, lecz wynajmuje magazyn. Potencjalne zakłócenia w dostępie do obiektu mogłyby wygenerować dodatkowe koszty relokacji. W roku 2024 zawarto jednak nową umowę najmu z dotychczasowym właścicielem na kolejne 10 lat, tj. do 30 maja 2034 r., co istotnie ogranicza krótkoterminowe ryzyko operacyjne związane z utratą tej lokalizacji. Ponadto w spółce występują koncentracja zapasów w magazynie w Bieruniu, co w przypadku wystąpienia zdarzeń losowych typu pożar mogłoby negatywnie wpłynąć na działalność spółki w krótkim terminie.

### Ryzyko integracji pionowej w dystrybucji części zamiennych

Ryzykiem rynkowym dla spółki jest możliwość przejęcia sieci dystrybucyjnych przez producentów części. W takim przypadku dostawcy mogliby ograniczać dostęp do swojej oferty konkurencyjnym hurtownikom, faworyzując własne kanały sprzedaży. Tego typu zmiana modelu rynkowego oznaczałaby dla Auto Partnera ryzyko stopniowej utraty dostępu do części asortymentu, co z jednej strony ograniczałoby przychody, a z drugiej mogłoby wymusić podwyższone nakłady na rozwój marek własnych i pozyskiwanie alternatywnych źródeł dostaw. Aby ograniczyć te ryzyko spółka buduje szeroką bazę dostawców (ponad 350 kontrahentów), co zmniejsza zależność od pojedynczych producentów. Ponadto uczestnictwo w grupie zakupowej GlobalOne Automotive daje spółce dostęp do szerokiej oferty części i wzmacnia jej pozycję negocjacyjną.

### Ryzyko podjęcia działalności konkurencyjnej przez podmiot prowadzący filię

Istnieje ryzyko, iż po rozwiązaniu umowy agencyjnej z podmiotem prowadzącym którąś z filii podejmie on działalność konkurencyjną w stosunku do Auto Partnera. To może spowodować odpływ klientów do nowego podmiotu istotnie negatywnie wpływając na wyniki spółki.

### Ryzyko spowolnienia wzrostu gospodarczego

Potencjalne spowolnienie wzrostu gospodarczego może negatywnie wpłynąć na dynamikę popytu na części zamienne. W sytuacji pogorszenia koniunktury konsumenci i przedsiębiorcy mogą ograniczać wydatki na naprawy i modernizacje pojazdów, co przełoży się na niższą sprzedaż i presję na marżę spółki.

## Wycena

Wartość spółki Auto Partner szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Szacowana cena w perspektywie 12 miesięcy wynosi 22,50 PLN.

### Podsumowanie wyceny

| (PLN)                           | Waga | Wycena       |
|---------------------------------|------|--------------|
| Wycena porównawcza              | 50%  | 19,56        |
| Wycena DCF                      | 50%  | 21,47        |
| Cena wynikowa                   |      | 20,51        |
| <b>Cena docelowa za 12 m-cy</b> |      | <b>22,50</b> |

Źródło: mBank

## Wycena porównawcza

Wskaźniki Auto Partner porównujemy do globalnych spółek aftermarket oraz działających na polskim rynku. W wycenie uwzględniamy wskaźniki P/E, EV/EBITDA, przy czym wycena EV/EBITDA opiera się na standardzie MSR 17.

### Wycena porównawcza

|                         | EV/EBITDA  |            |            | P/E         |             |             |
|-------------------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                         | 2025P      | 2026P      | 2027P      | 2025P       | 2026P       | 2027P       |
| O'REILLY AUTOMOTIVE INC | 22,9       | 21,1       | 19,9       | 33,3        | 29,9        | 27,1        |
| AUTOZONE INC            | 17,0       | 16,5       | 14,8       | 26,3        | 25,2        | 21,4        |
| GENUINE PARTS CO        | 10,4       | 9,4        | 8,9        | 16,4        | 14,9        | 13,7        |
| LKQ CORP                | 7,0        | 6,6        | 7,0        | 8,9         | 8,8         | 10,8        |
| ADVANCE AUTO PARTS INC  | 5,1        | 4,4        | 4,4        | 18,1        | 12,0        | 9,6         |
| MEKO AB                 | 3,3        | 2,1        | 4,6        | 6,0         | 5,0         | 5,7         |
| CARPARTS.COM INC        | -          | -          | -          | -           | -           | -           |
| OPONEO.PL SA            | 8,6        | 7,4        | 6,7        | 13,5        | 12,9        | 10,5        |
| INTER CARS SA           | 7,4        | 6,5        | 5,9        | 10,3        | 8,6         | 7,8         |
| maximum                 | 22,9       | 21,1       | 19,9       | 33,3        | 29,9        | 27,1        |
| minimum                 | 3,3        | 2,1        | 4,4        | 6,0         | 5,0         | 5,7         |
| <b>mediana</b>          | <b>8,0</b> | <b>7,0</b> | <b>6,9</b> | <b>14,9</b> | <b>12,5</b> | <b>10,6</b> |
| APR                     | 9,1        | 7,5        | 6,3        | 11,7        | 9,3         | 7,6         |
| premia (dyskonto)       | 14,2%      | 6,7%       | -8,8%      | -21,6%      | -25,7%      | -28,5%      |

### implikowana wycena

|                                     |             |      |      |      |      |      |
|-------------------------------------|-------------|------|------|------|------|------|
| implikowana wycena                  | 14,6        | 15,7 | 18,9 | 21,6 | 22,8 | 23,7 |
| waga wskaźnika                      |             | 50%  |      |      | 50%  |      |
| waga roku                           | 33%         | 33%  | 33%  | 33%  | 33%  | 33%  |
| <b>wartość firmy na akcję (PLN)</b> | <b>19,6</b> |      |      |      |      |      |

Źródło: mBank

Wycena DCF

- Założenia modelu DCF:

  - Wycenę sporządziliśmy w oparciu o prognozy FCF na lata 2025-2034.
  - Przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec listopada 2025 r. Przy uwzględnianiu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec 2024 r. bez leasingu (275 mln PLN) oraz wypłaconą dywidendę w 2025 roku.
- W okresie rezydualnym amortyzacja bez leasingu wg MSSF 16 jest równa CAPEX.
  - Stopa wolna od ryzyka w okresie rezydualnym = 4,5% beta=1,0x.
  - Stopę wzrostu FCF po 2034 r. przyjmujemy na 2,5%.
  - Uwzględniamy premię za ryzyko kapitałowe na poziomie 5,5%.

| Model DCF                                    |         |         |         |                     |         |         |         |         |         |         |       |
|----------------------------------------------|---------|---------|---------|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|
| (mln PLN)                                    | 2025P   | 2026P   | 2027P   | 2028P               | 2029P   | 2030P   | 2031P   | 2032P   | 2033P   | 2034P   | +     |
| Przychody                                    | 4 395,5 | 5 134,1 | 5 906,7 | 6 357,8             | 6 826,3 | 7 298,8 | 7 774,5 | 8 252,6 | 8 732,6 | 9 112,9 |       |
| zmiana                                       | 6,9%    | 16,8%   | 15,0%   | 7,6%                | 7,4%    | 6,9%    | 6,5%    | 6,1%    | 5,8%    | 4,4%    |       |
| EBITDA MSR 17                                | 274,1   | 339,6   | 408,3   | 445,0               | 478,9   | 506,1   | 533,0   | 558,8   | 592,7   | 619,9   |       |
| Marża EBITDA                                 | 6,2%    | 6,6%    | 6,9%    | 7,0%                | 7,0%    | 6,9%    | 6,9%    | 6,8%    | 6,8%    | 6,8%    |       |
| Amortyzacja (MSR 17)                         | 20,6    | 23,7    | 27,3    | 29,4                | 31,5    | 33,7    | 35,9    | 38,1    | 40,4    | 42,1    |       |
| EBIT MSR 17                                  | 253,5   | 315,9   | 381,0   | 415,6               | 447,3   | 472,4   | 497,0   | 520,7   | 552,4   | 577,8   |       |
| Opodatkowanie EBIT                           | 50,7    | 63,2    | 76,2    | 83,1                | 89,5    | 94,5    | 99,4    | 104,1   | 110,5   | 115,6   |       |
| NOPLAT                                       | 202,8   | 252,7   | 304,8   | 332,5               | 357,9   | 377,9   | 397,6   | 416,6   | 441,9   | 462,2   |       |
| CAPEX                                        | -54,9   | -57,7   | -58,8   | -60,0               | -61,2   | -62,4   | -63,7   | -64,9   | -66,2   | -67,6   |       |
| Kapitał obrotowy                             | -141,6  | -228,8  | -251,9  | -128,3              | -102,6  | -113,3  | -108,7  | -103,8  | -96,2   | -79,1   |       |
| FCF                                          | 26,9    | -10,0   | 21,5    | 173,7               | 225,7   | 235,9   | 261,2   | 286,0   | 319,8   | 357,7   | 392,7 |
| WACC                                         | 8,9%    | 9,1%    | 10,0%   | 10,2%               | 10,5%   | 11,0%   | 11,1%   | 11,5%   | 11,9%   | 11,8%   |       |
| Współczynnik dyskonta                        | 0,99    | 0,91    | 0,83    | 0,75                | 0,68    | 0,61    | 0,55    | 0,49    | 0,44    | 0,39    |       |
| PV FCF                                       | 26,7    | -9,1    | 17,8    | 130,4               | 153,3   | 144,4   | 143,9   | 141,3   | 141,2   | 141,3   |       |
| WACC                                         | 8,9%    | 9,1%    | 10,0%   | 10,2%               | 10,5%   | 11,0%   | 11,1%   | 11,5%   | 11,9%   | 11,8%   | 10,0% |
| Koszt długu                                  | 4,6%    | 4,7%    | 5,7%    | 5,8%                | 6,1%    | 6,6%    | 6,6%    | 7,0%    | 7,4%    | 7,3%    | 5,5%  |
| Stopa wolna od ryzyka                        | 3,6%    | 3,7%    | 4,7%    | 4,8%                | 5,1%    | 5,6%    | 5,6%    | 6,0%    | 6,4%    | 6,3%    | 4,5%  |
| Premia za ryzyko                             | 1,0%    | 1,0%    | 1,0%    | 1,0%                | 1,0%    | 1,0%    | 1,0%    | 1,0%    | 1,0%    | 1,0%    | 1,0%  |
| Efektywna stawka podatkowa                   | 20,0%   | 20,0%   | 20,0%   | 20,0%               | 20,0%   | 20,0%   | 20,0%   | 20,0%   | 20,0%   | 20,0%   | 20,0% |
| Dług netto/EV                                | 11,6%   | 13,1%   | 13,6%   | 12,2%               | 9,1%    | 7,0%    | 4,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%  |
| Koszt kapitału własnego                      | 9,6%    | 9,9%    | 10,8%   | 10,9%               | 11,1%   | 11,4%   | 11,3%   | 11,5%   | 11,9%   | 11,8%   | 10,0% |
| Premia za ryzyko                             | 5,5%    | 5,5%    | 5,5%    | 5,5%                | 5,5%    | 5,5%    | 5,5%    | 5,5%    | 5,5%    | 5,5%    | 5,5%  |
| Beta                                         | 1,0     | 1,0     | 1,0     | 1,0                 | 1,0     | 1,0     | 1,0     | 1,0     | 1,0     | 1,0     | 1,0   |
| wzrost FCF po okresie prognozy (g)           | 2,5%    |         |         | Analiza wrażliwości |         |         |         |         |         |         |       |
| Wartość rezydualna (TV)                      | 5 236,1 |         |         |                     |         |         |         |         |         |         |       |
| Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)     | 2 068,1 |         |         |                     |         |         |         |         |         |         |       |
| Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy | 1 031,2 |         |         |                     |         |         |         |         |         |         |       |
| Wartość firmy (EV)                           | 3 099,3 |         |         |                     |         |         |         |         |         |         |       |
| Dług netto (MSR 17)                          | 275,2   |         |         |                     |         |         |         |         |         |         |       |
| Wypłacona dywidenda                          | -19,6   |         |         |                     |         |         |         |         |         |         |       |
| Udziałowcy mniejszościowi                    | 0,0     |         |         |                     |         |         |         |         |         |         |       |
| Wartość firmy                                | 2 804,5 |         |         |                     |         |         |         |         |         |         |       |
| Liczba akcji (mln)                           | 130,6   |         |         |                     |         |         |         |         |         |         |       |
| Wartość firmy na akcję (PLN)                 | 21,5    |         |         |                     |         |         |         |         |         |         |       |
| 12-miesięczny koszt kapitału własnego        | 9,6%    |         |         |                     |         |         |         |         |         |         |       |
| Cena docelowa (PLN)                          | 23,5    |         |         |                     |         |         |         |         |         |         |       |
| EV/EBITDA ('25) dla ceny docelowej           | 10,8    |         |         |                     |         |         |         |         |         |         |       |
| P/E ('25) dla ceny docelowej                 | 15,6    |         |         |                     |         |         |         |         |         |         |       |
| Udział TV W EV                               | 66,7%   |         |         |                     |         |         |         |         |         |         |       |
| Źródło: mBank                                |         |         |         |                     |         |         |         |         |         |         |       |

## Ostatnie wydarzenia

### Wyniki finansowe w Q3'25

**Auto Partner po wczorajszej sesji przedstawił wyniki za 3Q'25, które okazały się znacząco słabsze od naszych prognoz oraz konsensusu rynkowego. Struktura wyników wskazuje na znacznie niższą od naszych oczekiwań marżę brutto przy kosztach w zasadzie zgodnych z naszymi oczekiwaniami. Poziom marży brutto jest szczególnie rozczarowujący jako, że Inter Cars zaraportował poprawę marży brutto w ujęciu kw/kw. Finalnie spodziewamy się dzisiaj negatywnej reakcji rynku.**

- **Sprzedaż.** Auto Partner zaraportował sprzedaż w 3Q'25 na poziomie 1,1 mld PLN (+7% r/r), tj. zgodnie z opublikowanymi wcześniej wstępnymi raportami (APR publikuje miesięczne raporty sprzedażowe).
- **Marża brutto** za 3Q'25 była na poziomie 25,9%, co oznacza spadek kw/kw o 1,0 p.p i 0,8pp r/r. Erozja marży brutto okazała się wyższa od naszych oczekiwań (my oczekiwaliśmy płaskiej marży kw/kw i 0,1 poprawy r/r). Dodatkowo jest to wynik gorszy niż Inter Cars, który zaraportował 1,9p.p. poprawę kw/kw w Q3'25.

- **EBITDA.** Auto Partner wypracował w III kwartale EBITDA na poziomie 84 mln PLN (-2% r/r), czyli ok. 10% poniżej oczekiwań rynkowych oraz ok 14% poniżej naszych oczekiwań. Koszty operacyjne wzrosły o ok. 6% r/r i były w zasadzie zgodne z oczekiwaniami.
- **Zysk netto** wyniósł 49 mln PLN (-2% r/r) i był ok 11% poniżej oczekiwań rynkowych oraz 17% poniżej naszych oczekiwań. Spółka poniosła w kwartale wyższe koszty finansowe netto (9 mln PLN) w porównaniu do naszych oczekiwań (8 mln PLN), co jest jednak związane z zanotowaniem wyższych kosztów odsetek leasingowych oraz wyższych różnic kursowych.
- **Przepływy pieniężne.** OCF wygenerowany w 3Q'25 wyniósł -2 mln PLN, co oznacza poprawę r/r, głównie ze względu na niższą negatywną kontrybucję kapitału obrotowego.

### Wyniki finansowe Q3'25 w stosunku do oczekiwań.

| (mln PLN)             | Q1'24 | Q2'24   | Q3'24   | Q4'24 | Q1'25   | Q2'25   | Q3'25   | R/R    | Q3'25P  | Różn   | Kons.   | Różn   |
|-----------------------|-------|---------|---------|-------|---------|---------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
| Sprzedaż              | 994,8 | 1 062,1 | 1 060,8 | 994,8 | 1 073,3 | 1 141,2 | 1 136,5 | 7,1%   | 1 135,5 | 0,1%   | 1 135,6 | 0,1%   |
| Zysk brutto           | 260,9 | 296,3   | 282,9   | 287,2 | 272,6   | 306,2   | 294,0   | 3,9%   | 304,0   | -3,3%  | -       | -      |
| Marża brutto          | 26,2% | 27,9%   | 26,7%   | 28,9% | 25,4%   | 26,8%   | 25,9%   | -      | 26,8%   | -      | -       | -      |
| EBITDA                | 69,1  | 92,6    | 84,9    | 97,0  | 71,0    | 96,5    | 83,6    | -1,6%  | 97,1    | -14,0% | 92,4    | -9,6%  |
| Marża EBITDA          | 6,9%  | 8,7%    | 8,0%    | 9,7%  | 6,6%    | 8,5%    | 7,4%    | -      | 8,6%    | -      | -       | -      |
| EBIT                  | 56,1  | 78,4    | 71,2    | 83,5  | 56,5    | 81,8    | 70,8    | -0,6%  | 82,1    | -13,7% | 77,1    | -8,2%  |
| Marża EBIT            | 5,6%  | 7,4%    | 6,7%    | 8,4%  | 5,3%    | 7,2%    | 6,2%    | -      | 7,2%    | -      | 6,8%    | -      |
| Zysk netto            | 40,3  | 56,9    | 50,2    | 60,6  | 39,2    | 57,9    | 49,2    | -2,0%  | 59,1    | -16,7% | 55,0    | -10,6% |
| Dług netto            | 321   | 330     | 417     | 488   | 460     | 385     | 443     | 6,4%   |         |        |         |        |
| Dług netto/EBITDA LTM | 0,9x  | 1x      | 1,3x    | 1,4x  | 1,3x    | 1,1x    | 1,3x    | -      |         |        |         |        |
| Amortyzacja           | 13    | 14      | 14      | 13    | 15      | 15      | 13      | -6,7%  |         |        |         |        |
| Kapitał obrotowy zm.  | 109   | -30     | -136    | -123  | 52      | 33      | -74     | -45,1% |         |        |         |        |
| OCF                   | 172   | 54      | -66     | -36   | 116     | 123     | -2      | -97,4% |         |        |         |        |
| CAPEX                 | -21   | -8      | -7      | -10   | -9      | -10     | -10     | 40,4%  |         |        |         |        |
| Leasing               | -13   | -12     | -9      | -10   | -9      | -9      | -12     | 36,5%  |         |        |         |        |
| Odsetki               | -7    | -6      | -7      | -9    | -9      | -8      | -7      | 2,0%   |         |        |         |        |
| Cena akcji            | 17    | 17      | 17      | 17    | 17      | 17      | 17      | -      |         |        |         |        |
| Kapitalizacja         | 2 743 | 2 743   | 2 743   | 2 743 | 2 743   | 2 743   | 2 743   | -      |         |        |         |        |
| EV                    | 3 064 | 3 073   | 3 160   | 3 231 | 3 203   | 3 128   | 3 186   | -      |         |        |         |        |
| EV/EBITDA LTM         | 8,9   | 9,0     | 9,7     | 9,4   | 9,3     | 9,0     | 9,2     | -      |         |        |         |        |
| P/E LTM               | 12,4  | 12,8    | 13,8    | 13,2  | 13,3    | 13,2    | 13,3    | -      |         |        |         |        |

Źródło: Auto Partner, P – Prognozy mBank

## RZiS

| (mln PLN)                   | 2022           | 2023           | 2024           | 2025P          | 2026P          | 2027P          |
|-----------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>sprzedaż</b>             | <b>2 834,7</b> | <b>3 653,4</b> | <b>4 112,5</b> | <b>4 395,5</b> | <b>5 134,1</b> | <b>5 906,7</b> |
| KWS                         | -1 987,7       | -2 663,5       | -2 985,3       | -3 247,3       | -3 767,2       | -4 328,3       |
| <b>Zysk brutto na sprz.</b> | <b>847,0</b>   | <b>989,9</b>   | <b>1 127,2</b> | <b>1 148,2</b> | <b>1 366,8</b> | <b>1 578,4</b> |
| marża                       | 29,9%          | 27,1%          | 27,4%          | 26,1%          | 26,6%          | 26,7%          |
| SG&A                        | -562,6         | -692,3         | -831,4         | -874,4         | -1 026,7       | -1 172,2       |
| Inne                        | -3,0           | 5,2            | -6,6           | -2,3           | -3,3           | -3,6           |
| <b>EBITDA (MSR17)</b>       | <b>286,1</b>   | <b>305,5</b>   | <b>297,1</b>   | <b>274,1</b>   | <b>339,6</b>   | <b>408,3</b>   |
| <b>EBITDA</b>               | <b>314,2</b>   | <b>346,2</b>   | <b>343,6</b>   | <b>327,5</b>   | <b>406,4</b>   | <b>479,8</b>   |
| marża                       | 11,1%          | 9,5%           | 8,4%           | 7,5%           | 7,9%           | 8,1%           |
| D&A                         | -32,8          | -43,5          | -54,3          | -56,0          | -69,7          | -77,2          |
| <b>EBIT</b>                 | <b>281,4</b>   | <b>302,7</b>   | <b>289,3</b>   | <b>271,5</b>   | <b>336,8</b>   | <b>402,6</b>   |
| marża                       | 9,9%           | 8,3%           | 7,0%           | 6,2%           | 6,6%           | 6,8%           |
| koszty fin. net             | -24,9          | -25,5          | -30,6          | -35,7          | -37,8          | -38,6          |
| zysk brutto                 | 256,4          | 277,3          | 258,6          | 235,8          | 299,0          | 364,0          |
| podatek                     | -49,2          | -53,7          | -50,7          | -46,8          | -59,8          | -72,8          |
| udziały mniejszości         | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| <b>zysk netto</b>           | <b>207,3</b>   | <b>223,6</b>   | <b>208,0</b>   | <b>189,0</b>   | <b>239,2</b>   | <b>291,2</b>   |

## Bilans

| (mln PLN)               | 2022           | 2023           | 2024           | 2025P          | 2026P          | 2027P          |
|-------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>aktywa trwałe</b>    | <b>284,7</b>   | <b>372,5</b>   | <b>422,5</b>   | <b>562,4</b>   | <b>600,5</b>   | <b>652,9</b>   |
| RAT                     | 251,1          | 332,0          | 381,3          | 513,2          | 550,2          | 597,9          |
| WNIP                    | 27,0           | 34,9           | 34,9           | 34,9           | 34,9           | 34,9           |
| inne                    | 6,6            | 5,6            | 6,3            | 14,3           | 15,4           | 20,1           |
| <b>aktywa obrotowe</b>  | <b>1 285,6</b> | <b>1 421,4</b> | <b>1 603,4</b> | <b>1 780,5</b> | <b>2 027,8</b> | <b>2 296,1</b> |
| należności              | 281,3          | 357,0          | 420,9          | 449,9          | 525,4          | 604,5          |
| zapasy                  | 955,7          | 1 006,4        | 1 120,2        | 1 263,6        | 1 434,5        | 1 624,1        |
| gotówka                 | 34,9           | 37,4           | 38,6           | 43,5           | 41,1           | 36,3           |
| inne                    | 13,6           | 20,6           | 23,8           | 23,6           | 26,7           | 31,3           |
| <b>kapitał własny</b>   | <b>842,8</b>   | <b>1 046,2</b> | <b>1 234,3</b> | <b>1 403,7</b> | <b>1 623,3</b> | <b>1 894,9</b> |
| udziały mniejszości     | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| <b>zob. długoterm.</b>  | <b>269,4</b>   | <b>291,6</b>   | <b>376,4</b>   | <b>494,0</b>   | <b>537,1</b>   | <b>563,3</b>   |
| kredyty, pożyczki       | 138,7          | 104,1          | 158,3          | 178,3          | 218,3          | 228,3          |
| leasingi                | 112,6          | 152,4          | 176,4          | 274,0          | 277,1          | 293,2          |
| inne                    | 18,1           | 35,0           | 41,7           | 41,7           | 41,7           | 41,7           |
| <b>zob. krótkoterm.</b> | <b>458,1</b>   | <b>456,2</b>   | <b>415,2</b>   | <b>445,2</b>   | <b>467,9</b>   | <b>490,8</b>   |
| kredyty, pożyczki       | 210,6          | 196,1          | 155,4          | 155,4          | 155,4          | 155,4          |
| leasingi                | 39,0           | 37,3           | 36,5           | 36,5           | 36,5           | 36,5           |
| zob. handlowe           | 130,2          | 154,1          | 145,1          | 175,9          | 193,6          | 210,4          |
| inne                    | 78,2           | 68,6           | 78,2           | 77,4           | 82,4           | 88,5           |
| <b>dług netto</b>       | <b>466,0</b>   | <b>452,6</b>   | <b>488,0</b>   | <b>600,7</b>   | <b>646,2</b>   | <b>677,2</b>   |
| dług netto/EBITDA       | 1,5            | 1,3            | 1,4            | 1,8            | 1,6            | 1,4            |
| dn/EBITDA MSR 17        | 1,1            | 0,9            | 0,9            | 1,1            | 1,0            | 0,9            |

Źródło: mBank

## CFs

| (mln PLN)         | 2022         | 2023          | 2024         | 2025P        | 2026P        | 2027P         |
|-------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>CF oper.</b>   | <b>50,1</b>  | <b>180,1</b>  | <b>124,2</b> | <b>139,1</b> | <b>117,8</b> | <b>155,1</b>  |
| zysk brutto       | 256,4        | 277,3         | 258,6        | 235,8        | 299,0        | 364,0         |
| D&A               | 32,8         | 43,5          | 54,3         | 56,0         | 69,7         | 77,2          |
| podatek           | -51,4        | -55,8         | -40,1        | -46,8        | -59,8        | -72,8         |
| kapitał obrotowy  | -221,3       | -110,5        | -179,6       | -141,6       | -228,8       | -251,9        |
| koszty finansowe  | 24,8         | 29,4          | 29,1         | 35,7         | 37,8         | 38,6          |
| inne              | 8,7          | -3,7          | 1,9          | 0,0          | 0,0          | 0,0           |
| <b>CF inwest.</b> | <b>-37,6</b> | <b>-37,7</b>  | <b>-45,4</b> | <b>-55,4</b> | <b>-55,9</b> | <b>-57,2</b>  |
| CAPEX             | -38,0        | -38,0         | -45,8        | -54,9        | -57,7        | -58,8         |
| inne              | 0,4          | 0,2           | 0,4          | -0,5         | 1,8          | 1,7           |
| <b>CF fin.</b>    | <b>5,6</b>   | <b>-139,9</b> | <b>-77,6</b> | <b>-78,8</b> | <b>-64,3</b> | <b>-102,8</b> |
| koszty finansowe  | -24,0        | -28,0         | -29,0        | -35,7        | -37,8        | -38,6         |
| Dywidendy         | -19,6        | -19,6         | -19,6        | -19,6        | -19,6        | -19,6         |
| leasingi          | -37,0        | -43,5         | -43,7        | -43,5        | -47,0        | -54,6         |
| inne              | 86,1         | -48,8         | 14,7         | 20,0         | 40,0         | 10,0          |
| <b>CF</b>         | <b>18,0</b>  | <b>2,5</b>    | <b>1,2</b>   | <b>4,9</b>   | <b>-2,4</b>  | <b>-4,8</b>   |
| CFO/EBITDA        | 15,9%        | 52,0%         | 36,1%        | 42,5%        | 29,0%        | 32,3%         |
| FCFF              | -25,0        | 98,6          | 34,7         | 40,7         | 13,2         | 41,7          |
| <b>FCFF/EV</b>    | <b>-0,9%</b> | <b>3,7%</b>   | <b>1,3%</b>  | <b>1,4%</b>  | <b>0,5%</b>  | <b>1,4%</b>   |
| FCFE              | -49,0        | 70,6          | 5,7          | 5,0          | -24,6        | 3,1           |
| <b>FCFE/MCAP</b>  | <b>-2,2%</b> | <b>3,2%</b>   | <b>0,3%</b>  | <b>0,2%</b>  | <b>-1,1%</b> | <b>0,1%</b>   |
| ROIC              | <b>19,7%</b> | <b>17,5%</b>  | <b>14,5%</b> | <b>11,8%</b> | <b>12,8%</b> | <b>13,5%</b>  |
| ROCE              | <b>28,9%</b> | <b>24,7%</b>  | <b>19,6%</b> | <b>15,5%</b> | <b>16,6%</b> | <b>17,4%</b>  |
| stopa wypł. dyw.  | 10,5%        | 9,5%          | 8,8%         | 9,4%         | 10,4%        | 8,2%          |
| <b>Dyld</b>       | <b>0,9%</b>  | <b>0,9%</b>   | <b>0,9%</b>  | <b>0,9%</b>  | <b>0,9%</b>  | <b>0,9%</b>   |

## Kluczowe wskaźniki

|                          | 2022         | 2023         | 2024         | 2025P        | 2026P        | 2027P        |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| P/E                      | 10,7         | 9,9          | 10,7         | 11,7         | 9,3          | 7,6          |
| <b>EV/EBITDA</b>         | <b>8,5</b>   | <b>7,7</b>   | <b>7,9</b>   | <b>8,6</b>   | <b>7,0</b>   | <b>6,0</b>   |
| <b>EV/EBITDA (MSR17)</b> | <b>8,8</b>   | <b>8,1</b>   | <b>8,4</b>   | <b>9,1</b>   | <b>7,5</b>   | <b>6,3</b>   |
| <b>P/S</b>               | <b>0,8</b>   | <b>0,6</b>   | <b>0,5</b>   | <b>0,5</b>   | <b>0,4</b>   | <b>0,4</b>   |
| P/BV                     | 2,6          | 2,1          | 1,8          | 1,6          | 1,4          | 1,2          |
| P/CF                     | 123,2        | 896,9        | 1 861,6      | 453,8        | -            | -            |
| <b>P/FCFE</b>            | <b>-</b>     | <b>31,4</b>  | <b>385,9</b> | <b>442,8</b> | <b>-</b>     | <b>712,7</b> |
| <b>EBITDA R/R</b>        | <b>18,5%</b> | <b>10,2%</b> | <b>-0,8%</b> | <b>-4,7%</b> | <b>24,1%</b> | <b>18,0%</b> |
| marża netto              | 7,3%         | 6,1%         | 5,1%         | 4,3%         | 4,7%         | 4,9%         |
| <b>zysk netto R/R</b>    | <b>11,4%</b> | <b>7,9%</b>  | <b>-7,0%</b> | <b>-9,1%</b> | <b>26,6%</b> | <b>21,7%</b> |
| cena (PLN)               | 17,0         | 17,0         | 17,0         | 17,0         | 17,0         | 17,0         |
| Liczba akcji (m)         | 130,6        | 130,6        | 130,6        | 130,6        | 130,6        | 130,6        |
| Kapitalizacja            | 2 215        | 2 215        | 2 215        | 2 215        | 2 215        | 2 215        |
| EV                       | 2 681        | 2 668        | 2 703        | 2 816        | 2 862        | 2 892        |

#### Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

**EV:** wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalenty; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgową), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing)

**PRZEWAŻAJ (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

**RÓWNOWAŻ (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

**NIEDOWAŻAJ (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

#### Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 12 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%

**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od 0% do +10%

**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę

W uzasadnionych przypadkach może zostać podjęta decyzja o odstąpieniu od wyżej prezentowanych zasad w szczególności w sytuacji dużej zmienności cen akcji spółki będącej przedmiotem rekomendacji w okresie bezpośrednio poprzedzającym moment wydania rekomendacji.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 12 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Prostej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółki Auto Partner S.A., Cyber\_Folks S.A., Newag S.A. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: [https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw)

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Auto Partner S.A., Cyber\_Folks S.A., Newag S.A., mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Jest możliwe, że BM jako wyodrębniona jednostka organizacyjna Banku, na podstawie pełnomocnictw udzielonych przez klientów, w imieniu i na rzecz klienta nabywa lub zbywa, może nabywać lub zbywać lub w przeszłości nabywało lub zbywało instrument finansowy, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub instrument z nim powiązany.

Jest możliwe, że mTFI posiada, może posiadać lub w przeszłości posiadało pozycję w instrumencie finansowym, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub w instrumencie z nim powiązanym w portfelach inwestycyjnych funduszy, których organem jest lub którego portfelem inwestycyjnym zarządza mTFI.

Jest możliwe, że Bank posiada, może posiadać lub w przeszłości posiadał pozycję w instrumencie finansowym, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub w instrumencie z nim powiązanym w portfelach handlowych lub bankowych zarządzanych przez Bank.

Jest możliwe, że Bank lub inne spółki z grupy kapitałowej Banku posiadają, mogą posiadać lub w przeszłości posiadały pozycję w instrumencie finansowym, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub w instrumencie z nim powiązanym w portfelach przez siebie zarządzanych.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich.

W Biurze maklerskim mBanku S.A. („BM”) obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne, ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Poszczególne rodzaje działalności maklerskiej zostały rozdzielone w ramach wewnętrznej struktury organizacyjnej BM, w szczególności departament sporządzający analizy został wydzielony od innej działalności maklerskiej. Stworzono „chińskie mury”, czyli bariery informacyjne uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi komórkami organizacyjnym lub pracownikami BM.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Emitent jest Klientem mBank S.A.

Emitent jest kontrahentem mBank S.A.

mBank S.A. pobiera wynagrodzenie od GPW za sporządzanie materiałów analitycznych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 21 listopada 2025 r. o godzinie 7:54.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 21 listopada 2025 r. o godzinie 8:35.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A. Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: <https://mdm.pl/bm/analizy>

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

#### Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

#### Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:

##### Auto Partner (Janusz Pięta)

| rekomendacja             | kupuj      |
|--------------------------|------------|
| data wydania             | 2025-09-12 |
| cena docelowa (PLN)      | 25,00      |
| kurs z dnia rekomendacji | 19,76      |

**mBank S.A.**

Prosta 18  
00-850 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

**Departament Analiz**

Beata Szparaga-Waśniewska, CFA  
dyrektorka  
+48 510 929 021  
[beata.szparaga-wasniewska@mbank.pl](mailto:beata.szparaga-wasniewska@mbank.pl)  
biotechnologia, ochrona zdrowia

Michał Konarski  
+48 515 025 640  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Janusz Pięta  
+48 506 065 659  
[janusz.pieta@mbank.pl](mailto:janusz.pieta@mbank.pl)  
handel, e-commerce

Mateusz Krupa, CFA  
wicedyrektor  
+48 571 608 973  
[mateusz.krupa@mbank.pl](mailto:mateusz.krupa@mbank.pl)  
strategia

Mikołaj Lemańczyk, CFA  
+48 501 663 511  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse, deweloperzy

Marlen Jakub Sargsyan  
+48 519 419 895  
[marlen.sargsyan@mbank.pl](mailto:marlen.sargsyan@mbank.pl)  
przemysł, surowce

Paweł Szpigiel  
+48 509 603 258  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja, e-commerce

Piotr Poniatowski  
+48 509 603 046  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
gaming, wypoczynek

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**

**Maklerzy**

Piotr Gawron  
dyrektor  
+48 698 832 853 | +48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

Andrzej Kowalczyk  
+48 789 868 634 | +48 22 697 47 44  
[andrzej.kowalczyk@mbank.pl](mailto:andrzej.kowalczyk@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 605 848 003 | +48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

Paweł Cylikowski  
wicedyrektor  
+48 503 684 130 | +48 22 697 47 31  
[pawel.cylkowski@mbank.pl](mailto:pawel.cylkowski@mbank.pl)

Karol Kułaj  
+48 509 602 984 | +48 22 697 49 85  
[karol.kulaj@mbank.pl](mailto:karol.kulaj@mbank.pl)

Łukasz Płaska  
+48 784 449 962 | +48 22 697 47 90  
[lukasz.plaska@mbank.pl](mailto:lukasz.plaska@mbank.pl)

Piotr Brożyna  
+48 512 756 702 | +48 22 697 48 47  
[piotr.brozyna@mbank.pl](mailto:piotr.brozyna@mbank.pl)

Patryk Gniadek  
tel. +48 505 116 638 | +48 22 697 48 82  
[patryk.gniadek@mbank.pl](mailto:patryk.gniadek@mbank.pl)

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

Marzena Łempicka-Wilim  
wicedyrektorka  
+48 696 427 249  
[marzena.lempicka-wilim@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka-wilim@mbank.pl)

**Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**

Maciej Sokołowski  
dyrektor  
[maciej.sokolowski@mbank.pl](mailto:maciej.sokolowski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)