

Apator

Poprawa efektywności przysłonięta przez ryzyka

Apator kontynuuje proces poprawy efektywności operacyjnej, co ma odzwierciedlenie w lepszej jakości wynikach finansowych. Zmiany idą w dobrym kierunku, jednak pozytywne zostały w ostatnim czasie przysłonięte przez ryzyko potencjalnej kary w związku z postępowaniem antymonopolowym prowadzonym przez UOKiK:

- Na początku października 2025 r. UOKiK wszczął postępowanie przeciwko Apator Metrix S.A., za co grupie może grozić kara do 10% przychodów z roku poprzedniego przed jej nałożeniem. Na chwilę obecną trudno oszacować, jak długo potrwa postępowanie i jaki będzie jego ostateczny rezultat.
- 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. Po pierwszych trzech kwartałach 2025 r., Spółka zdołała poprawić marżę ZBzS o 1,2 p.p. do 27,2% oraz marżę EBITDA o 1,2 p.p. do 13,6%. W 4Q'2025 także oczekujemy poprawy rentowności w ujęciu r/r, zaś w kolejnych latach kontynuacji tej tendencji.
- 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 w kolejnych latach przy założeniu braku przejęć. 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	1,180	1,215	1,234	1,256
EBITDA	97	142	172	158	163	168
EBIT	40	85	102	88	93	97
Zysk netto	8	73	84	65	68	72
Zysk na akcję	0.28	2.52	2.89	2.25	2.35	2.47
FCF	72	94	39	58	65	72
Dywidenda na akcję	0.50	0.60	0.60	1.00	1.08	1.13
Stopa dywidendy	2.0%	2.4%	2.3%	3.9%	4.3%	4.5%
C/Z	90.5	10.1	8.8	11.3	10.8	10.3
Stopa FCF	9.7%	12.8%	5.4%	7.8%	8.8%	9.7%
EV/EBITDA	9.9	6.1	5.0	5.3	5.0	4.6
Dług netto	218	138	130	107	78	46
Dług netto/EBITDA	2.3	1.0	0.8	0.7	0.5	0.3

Źródło: Apator, Pekao Equity Research.

Kupuj (podtrzymana)

Cena docelowa **27,60 PLN**

Potencjał wzrostu **22,4%**
Cena 19 listopada 2025 22,55 PLN

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

Kurs akcji Apator vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

Wyniki 4Q'2025

INFORMACJE NA TEMAT AKCJI

Reuters/Bloomberg	APTP.WA/APT:PW
Free float (%)	66,5
Kapitalizacja (mln PLN)	736
Liczba akcji (mln)	32,6

Akcjonariat	PTE Allianz Polska S.A. 13,92%
	Apator Mining 11,03%
	Mariusz Lewicki 7,19%

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



Spis treści

OSTATNIE WYDARZENIA	3
AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH	6
CZYNNIKI RYZYKA	9
WYCENA	10
ZASTRZEŻENIA PRAWNE	16

Ostatnie wydarzenia

Wszczęcie postępowania antymonopolowego przez UOKiK

Na początku października 2025 r. Spółka poinformowała, że Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów (UOKiK) wszczął postępowanie przeciwko Apator Metrix S.A. w związku z podejrzeniem zawarcia niedozwolonego porozumienia, tj. (1) dokonaniu podziału rynku w odniesieniu do gazomierzy miechowych oraz (2) uzgadnianiu warunków ofert składanych w przetargach na dostawy gazomierzy miechowych organizowanych przez Polską Spółkę Gazownictwa sp. z o.o. Postępowanie dotyczy przetargów publicznych organizowanych w latach 2014-2021. W związku z tym Prezes UOKiK może nałożyć karę pieniężną w wysokości nie większej niż 10% obrotu osiągniętego w roku obrotowym poprzedzającym rok nałożenia kary. Jednakże obliczając obrót, uwzględnia się również obrót osiągnięty przez przedsiębiorcę lub przedsiębiorców wywierających decydujący wpływ na przedsiębiorcę.

Uważamy, że ewentualna kara pieniężna powinna zostać nałożona najwcześniej w 2026 roku, o ile w ogóle. UOKiK może uwzględnić przy nałożeniu kary łączne przychody całej grupy kapitałowej. W pierwszych trzech kwartałach 2025 roku skonsolidowane przychody grupy wyniosły 866 mln PLN (-6,6% r/r). Uważamy, że w tym roku przychody nie powinny przekroczyć 1,2 mld PLN, zatem w przypadku ewentualnej kary pieniężnej w 2026 roku jej maksymalna wysokość nie powinna przekroczyć 120 mln PLN, czyli ok. 3,7 PLN/akcja (około 16% obecnej kapitalizacji rynkowej).

Warto jednak wspomnieć, że Spółka prowadzi działalność w trzech różnych segmentach, co może mieć też wpływ na decyzję UOKiK. Apator Metrix jest częścią segmentu Gaz wraz ze spółką Apator GmbH (Niemcy). W 2024 r. segment Gaz osiągnął przychody w wysokości 274 mln PLN, podczas gdy Apator Metrix osiągnął przychody w wysokości 268 mln PLN w 2024 r., zgodnie z danymi KRS. W pierwszych trzech kwartałach 2025 roku segment Gazu osiągnął przychody w wysokości 158 mln PLN (-25,8% r/r). Zakładając tegoroczny poziom przychodów w segmencie Gazu w wysokości 224 mln PLN i nałożenie kary w 2026 r., maksymalna wysokość kary nie powinna przekroczyć 22 mln PLN, czyli do 0,7 PLN/akcja (około 3% obecnej kapitalizacji rynkowej). Na chwilę obecną trudno oszacować, jak długo potrwa postępowanie i jaki będzie jego ostateczny rezultat.

Sprzedaż nieruchomości za 17,6 mln PLN netto, brak zaliczkowej dywidendy za 2025 r.

Pod koniec października 2025 roku Spółka poinformowała o zawarciu umowy sprzedaży dwóch gruntów położonych w Toruniu o łącznej powierzchni 2,0902 ha za łączną cenę 17,6 mln PLN netto. Spółka oszacowała wpływ na wynik netto na ok. 12 mln PLN, co znajdzie odzwierciedlenie w wynikach IV kwartału 2025 roku.

Przy okazji Spółka poinformowała, że jej celem jest utrzymanie atrakcyjnej polityki dywidendowej, dlatego rekomendacja zarządu dotycząca dywidendy za 2025 rok powinna zostać opublikowana najpóźniej w II kwartale 2026 roku. To sugeruje, że Spółka nie powinna wypłacać zaliczki na poczet dywidendy przed końcem roku, co miało miejsce w ostatnich latach.

Wyniki za 3Q'2025

Ostatnio, Spółka opublikowała swoje wyniki finansowe za 3Q'2025 z przychodami wynoszącymi 296 mln PLN, co było zgodne z naszymi szacunkami i konsensusem rynkowym. Marża zysku brutto ze sprzedaży była nieznacznie niższa od naszych szacunków, ze względu na słabszy segment Gazu. Z drugiej strony, koszty sprzedaży i ogólnego zarządu były o 4% niższe od naszych szacunków, co było pozytywne. Wynik EBITDA przewyższył nasze oczekiwania i oczekiwania rynkowe odpowiednio o 12% i 4%. Nie doszacowaliśmy segmentów EE i W&H, gdzie marże EBITDA przekroczyły 16%. Niższe linie rachunku wyników również były lepsze od naszych oczekiwań. Zysk netto był wyższy o 46% i 21% od naszych szacunków i konsensusu, częściowo dzięki ulgom podatkowym na badania i rozwój w wysokości 2,1 mln PLN w segmencie Gaz. Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej były lepsze r/r, ale niższe od

naszych szacunków. Spółka zakończyła III kwartał 2025 roku z wyższym długiem netto w porównaniu z II kwartałem 2025 roku, ale niższym niż rok wcześniej.

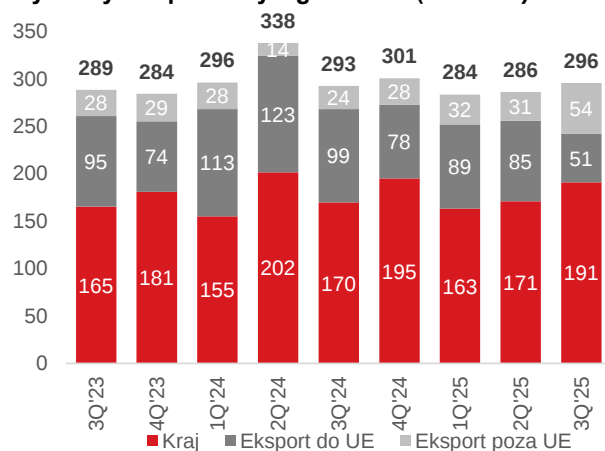
Aparator: wyniki za 3Q'2025

mln PLN	3Q'2024	4Q'2024	1Q'2025	2Q'2025	3Q'2025	Y/Y	Q/Q	Pekao	vs. Pekao	consensus	vs. consensus
Przychody	292.6	300.7	283.7	286.4	295.8	1%	3%	295.5	0%	295.3	0%
EE	134.3	153.0	124.6	137.7	148.2	10%	8%	144.5	3%		n/a
GAZ	65.7	60.5	58.4	45.4	54.5	-17%	20%	52.9	3%		n/a
W&H	92.6	87.3	100.7	103.3	93.1	1%	-10%	98.1	-5%		n/a
Koszt własny sprzedaży	-215.7	-227.1	-208.1	-204.9	-217.3	1%	6%	-216.2	1%		n/a
Zysk brutto ze sprzedaży	76.9	73.6	75.6	81.5	78.5	2%	-4%	79.3	-1%		n/a
EE	36.3	39.8	32.2	37.5	39.7	9%	6%	38.6	3%		n/a
GAZ	10.9	11.3	11.1	8.4	8.3	-24%	-1%	9.7	-14%		n/a
W&H	29.7	22.5	32.3	35.6	30.5	3%	-14%	31.0	-1%		n/a
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-48.4	-55.7	-56.1	-57.6	-55.1	14%	-4%	-57.6	-4%		n/a
EBITDA	38.2	27.7	35.0	40.2	42.4	11%	6%	38.0	12%	40.8	4%
EE	20.9	20.4	14.9	18.9	24.2	16%	28%	22.9	6%		n/a
GAZ	2.0	1.1	5.2	3.6	3.4	69%	-5%	3.6	-3%		n/a
W&H	15.9	5.9	15.6	18.5	15.5	-2%	-16%	12.4	25%		n/a
Pozostałe	-0.7	0.3	-0.8	-0.9	-0.8	23%	-7%	-0.8	-1%		n/a
EBIT	24.1	12.0	17.9	23.3	24.9	3%	7%	21.2	17%	24.2	3%
Zysk brutto	21.7	11.1	16.2	23.0	22.0	1%	-5%	19.4	13%		n/a
Zysk netto	17.4	17.3	12.0	17.8	23.3	34%	31%	15.9	46%	19.2	21%
Marże											
Marża ZBzS	26.3%	24.5%	26.6%	28.5%	26.6%			26.8%			
w tym EE	27.1%	26.0%	25.9%	27.2%	26.8%			26.7%			
w tym GAZ	16.7%	18.7%	18.9%	18.5%	15.3%			18.3%			
w tym W&H	32.0%	25.8%	32.1%	34.5%	32.7%			31.6%			
Marża EBITDA	13.1%	9.2%	12.3%	14.0%	14.3%			12.9%		13.8%	
w tym EE	15.6%	13.3%	12.0%	13.7%	16.4%			15.8%			
w tym GAZ	3.1%	1.8%	8.9%	8.0%	6.3%			6.7%			
w tym W&H	17.2%	6.7%	15.5%	17.9%	16.7%			12.6%			
Marża EBIT	8.2%	4.0%	6.3%	8.1%	8.4%			7.2%		8.2%	
Marża netto	5.9%	5.8%	4.2%	6.2%	7.9%			5.4%		6.5%	
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	18.2	45.7	42.0	21.9	24.9	37%	14%	42.1	-41%		n/a
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-12.1	-19.3	-16.8	-20.2	-27.1	124%	34%	-24.3	12%		n/a
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-8.9	-28.1	-18.7	8.4	-10.0	12%	n/a	-19.1	-48%		n/a
Dług netto	150.5	138.0	115.7	117.3	142.6	-5%	22%	118.8	20%		n/a
Dług netto/EBITDA (ostatnie 12 miesięcy)	1.24	0.97	0.80	0.83	0.98			0.84			

Źródło: Aparator, Pekao Equity Research.

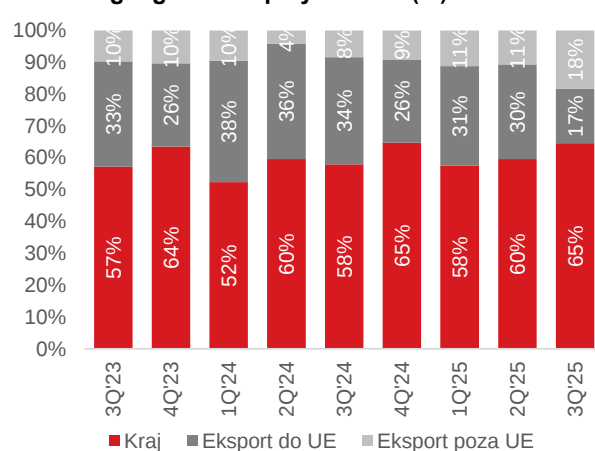
Przychody Spółki w okresie ostatnich dziewięciu kwartałów

Przychody ze sprzedaży wg obszaru (mln PLN)



Źródło: Aparator, Pekao Equity Research.

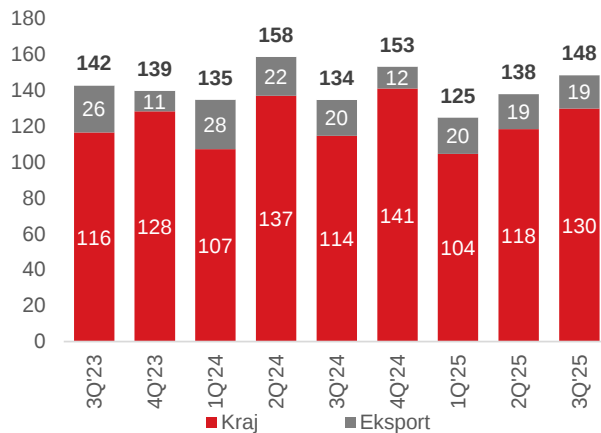
Struktura geograficzna przychodów (%)





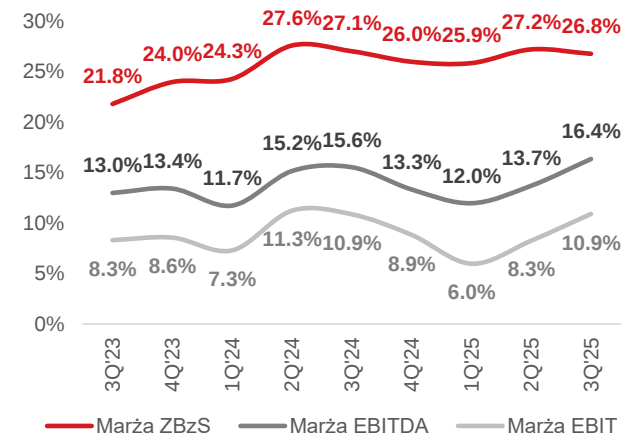
Segment Energia Elektryczna w okresie ostatnich dziewięciu kwartałów

Przychody ze sprzedaży (mln PLN)



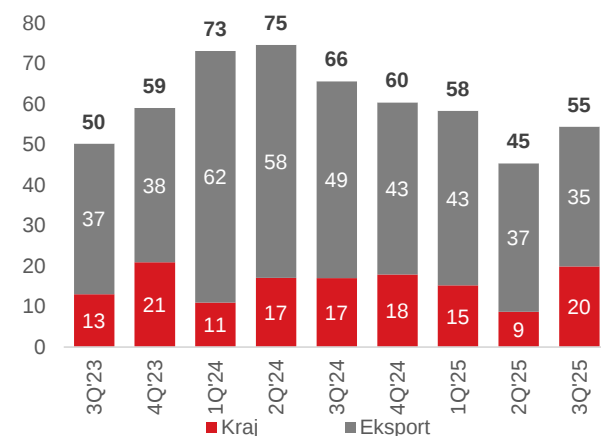
Źródło: Aptor, Pekao Equity Research.

Rentowność



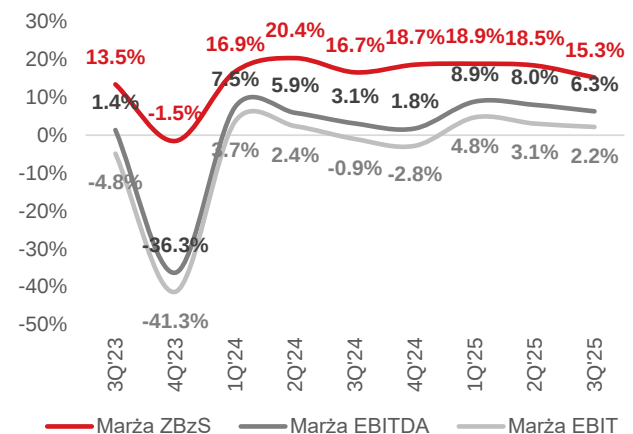
Segment Gaz w okresie ostatnich dziewięciu kwartałów

Przychody ze sprzedaży (mln PLN)



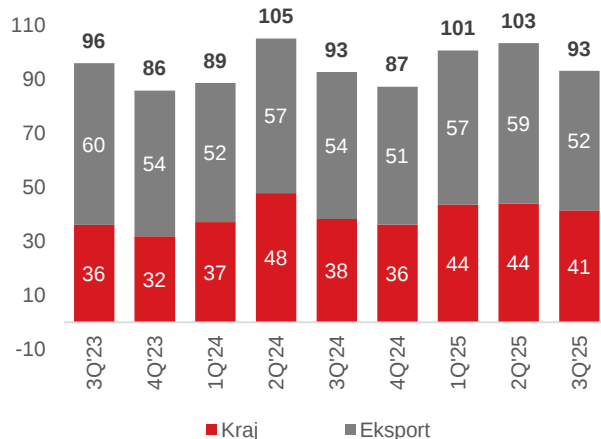
Źródło: Aptor, Pekao Equity Research.

Rentowność



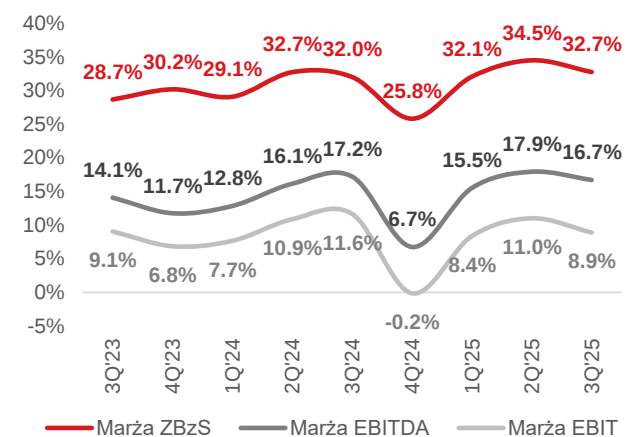
Segment Woda i Ciepło w okresie 2019-1H'2025

Przychody ze sprzedaży (mln PLN)



Źródło: Aptor, Pekao Equity Research.

Rentowność



Aktualizacja prognoz finansowych

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

- **Segment Energia Elektryczna** – Kluczowy jest rynek krajowy, który odpowiada za ponad 80% przychodów. Na mocy Polityki Energetycznej Polski do 2040 r. został wprowadzony obowiązek instalacji liczników energii elektrycznej z funkcją zdalnego odczytu u co najmniej 80% odbiorców do końca 2028 r. z celem pośrednim na poziomie 35% do końca 2025 r. oraz 65% do końca 2027 r. Natomiast do 4 lipca 2031 r. wszyscy odbiorcy końcowi powinni być wyposażeni w liczniki z możliwością zdalnego odczytu. Udział liczników z funkcją zdalnego odczytu 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.

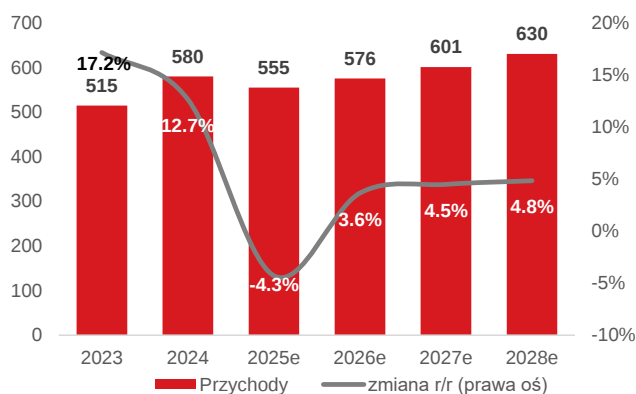
Zakładamy, że druga połowa roku będzie lepsza niż pierwsza. Po spadku przychodów w I połowie 2025 r., 3Q'2025 był stabilny. Oczekujemy jednak niewielkiej poprawy przychodów Spółki w 4Q'2025, co powinno przełożyć się na całoroczne przychody ze sprzedaży w wysokości 1,18 mld PLN (-3,9% r/r). Zakładamy CAGR 2025-2030 na poziomie +2,2% z najszybciej rosnącym segmentem Energii Elektrycznej (+4,5%). W średnim terminie spodziewamy się spadku przychodów w segmencie Gazu.

Zakładamy, że trend poprawy marży zysku brutto ze sprzedaży będzie kontynuowany, zaś w całym 2025 r. marża ZBzS zbliży się do 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, co powinno doprowadzić do wzrostu marży ZBzS do poziomu około 28-29%. 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 przy założeniu braku przejęć, co powinno skutkować poprawą marży netto.

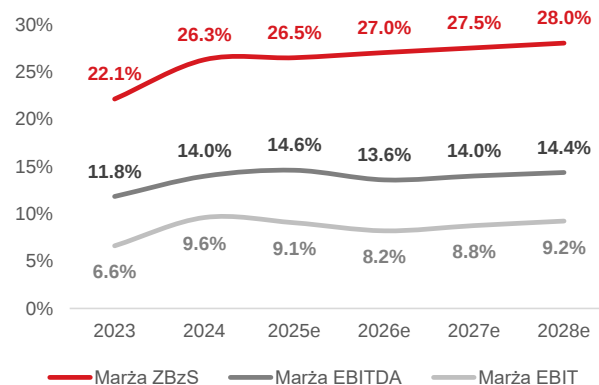
Na początku września Spółka ogłosiła, że wraz z partnerami (FlyFocus i Phoenix Systems) zamierza opracować nową wersję drona FPV (*First Person View*) z intencją wspólnego udziału w przyszłych przetargach sił zbrojnych. Choć w przyszłości może to stanowić potencjalny czynnik wzrostowy, to na chwilę obecną 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

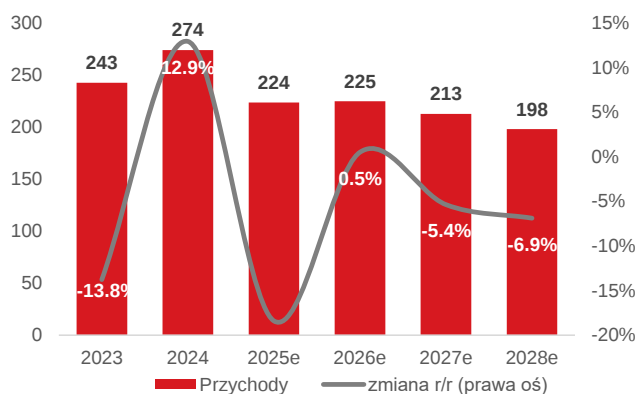
Energia Elektryczna – przychody (mln PLN)



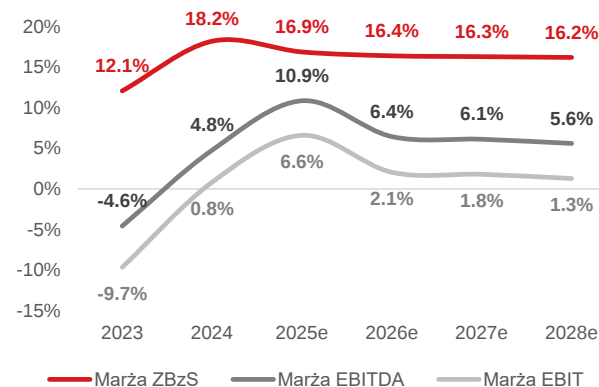
Energia Elektryczna – rentowność



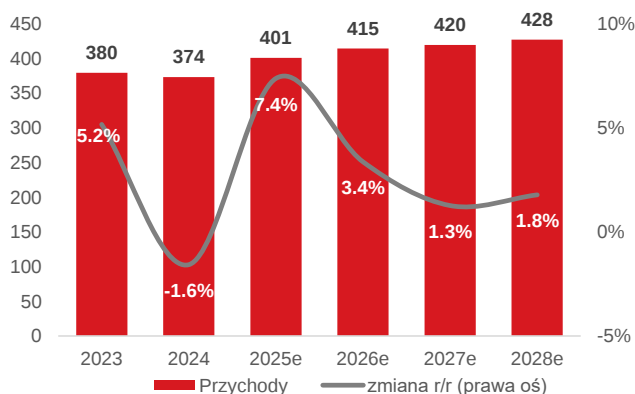
Gaz – przychody (mln PLN)



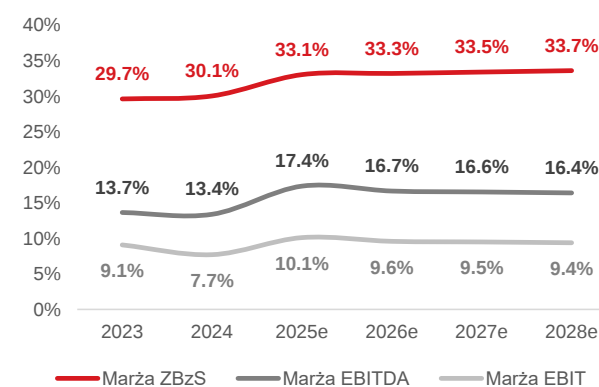
Gaz – rentowność



Woda i Ciepło – przychody (mln PLN)



Woda i Ciepło – rentowność



Źródło: 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	1,180	1,215	1,234	1,256	1,282	1,313	1,343
EE	515	580	555	576	601	630	661	691	721
GAZ	243	274	224	225	213	198	188	180	173
W&H	380	374	401	415	420	428	434	443	449
zmiana r/r	5.1%	8.0%	-3.9%	3.0%	1.6%	1.8%	2.1%	2.4%	2.3%
Koszt własny sprzedaży	-881	-913	-862	-885	-893	-903	-917	-935	-954
Zysk brutto ze sprzedaży	256	315	318	330	341	353	365	378	389
EE	114	153	147	156	166	177	188	199	208
GAZ	29	50	38	37	35	32	30	29	28
W&H	113	112	133	138	141	144	147	150	153
Marża ZBzS	22.5%	25.6%	26.9%	27.2%	27.6%	28.1%	28.5%	28.8%	29.0%
EE	22.1%	26.3%	26.5%	27.0%	27.5%	28.0%	28.4%	28.8%	28.9%
GAZ	12.1%	18.2%	16.9%	16.4%	16.3%	16.2%	16.1%	16.0%	16.0%
W&H	29.7%	30.1%	33.1%	33.3%	33.5%	33.7%	33.9%	34.0%	34.0%
Koszty sprzedaży	-45	-48	-54	-56	-57	-59	-61	-63	-64
Koszty ogólnego zarządu	-154	-163	-178	-185	-189	-195	-200	-206	-211
EBITDA	97	142	172	158	163	168	173	179	184
EE	61	81	81	78	84	91	97	103	108
GAZ	-11	13	24	14	13	11	10	10	9
W&H	52	50	70	69	70	70	70	71	71
Pozostałe	-5	-2	-3	-4	-4	-4	-4	-4	-4
Marża EBITDA	8.5%	11.6%	14.6%	13.0%	13.2%	13.4%	13.5%	13.7%	13.7%
EE	11.8%	14.0%	14.6%	13.6%	14.0%	14.4%	14.6%	14.9%	15.0%
GAZ	-4.6%	4.8%	10.9%	6.4%	6.1%	5.6%	5.4%	5.3%	5.2%
W&H	13.7%	13.4%	17.4%	16.7%	16.6%	16.4%	16.2%	16.0%	15.8%
Amortyzacja	-56	-57	-69	-70	-70	-71	-71	-72	-72
EBIT	40	85	102	88	93	97	102	108	112
EE	34	56	50	47	53	58	64	69	74
GAZ	-23	2	15	5	4	3	2	2	2
W&H	35	29	41	40	40	40	40	40	40
Pozostałe	-5	-2	-3	-4	-4	-4	-4	-4	-4
Marża EBIT	3.5%	6.9%	8.7%	7.3%	7.5%	7.8%	8.0%	8.2%	8.3%
EE	6.6%	9.6%	9.1%	8.2%	8.8%	9.2%	9.7%	10.0%	10.2%
GAZ	-9.7%	0.8%	6.6%	2.1%	1.8%	1.29%	1.2%	1.2%	1.2%
W&H	9.1%	7.7%	10.1%	9.6%	9.5%	9.4%	9.3%	9.1%	8.9%
Zysk przed opodatkowaniem	28	82	96	81	84	88	94	101	106
Zysk netto	8	73	84	65	68	72	76	82	86
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	108	151	119	131	141	148	151	156	161
Nakłady inwestycyjne	-36	-57	-80	-73	-76	-77	-78	-79	-81
Wolne przepływy pieniężne dla przedsiębiorstwa (FCFF)	72	94	39	58	65	72	73	77	81
Wolne przepływy (FCFF) na akcję (PLN)	2.19	2.88	1.21	1.77	2.00	2.19	2.25	2.36	2.48
Dług netto	218	138	130	107	78	46	12	-23	-62
Kapitał obrotowy	283	256	291	299	303	303	305	307	307
Nakłady inwestycyjne / Przychody (%)	3.2%	4.7%	6.8%	6.0%	6.2%	6.1%	6.1%	6.0%	6.0%
Kapitał obrotowy / Przychody (%)	24.9%	20.9%	24.6%	24.6%	24.5%	24.2%	23.8%	23.4%	22.8%

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 z odzyskaniem należności w terminie.
- **Ryzyko płynności.** Grupa narażona jest na ryzyko płynności rozumiane jako brak możliwości spłaty zobowiązań finansowych w dacie ich wymagalności.
- **Dostępność pracowników o odpowiednich kwalifikacjach.** Postępująca robotyzacja, automatyzacja i przyspieszony rozwój technologiczny sprawiają, że programiści, konstruktorzy i inżynierowie to jedni z najbardziej poszukiwanych grup pracowników na rynku pracy, co wpływa na wzrost oczekiwań finansowych pracowników. W celu zapobiegania odejściom, Spółka stosuje ponadrynkowe wynagrodzenie zasadnicze oraz atrakcyjne systemy premiowe i benefity. Mniejsza dostępność pracowników o odpowiednich kwalifikacjach może powodować dodatkową presję na wzrost wynagrodzeń.
- **Ryzyko utraty wartości firmy.** Związane z ewentualnym zmniejszeniem potencjału do generowania gotówki przez jednostki zależne.
- **Ryzyko związane z postępowaniem UOKiK.** Ewentualne nałożenie kary w wyniku postępowania antymonopolowego prowadzonego przez UOKiK może mieć negatywny wpływ na sytuację finansową i reputację.



Wycena

Nasza wycena implikuje 12M cenę docelową na poziomie 27,60 PLN/akcja, co stanowi 22,4% 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%.

Aparator: Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Cena (PLN)	Waga (%)
12M wycena DCF	27,60	100%
12M wycena mnożnikowa	41,37	0%
12M cena docelowa	27,60	
Cena bieżąca	22,55	
Potencjał (%)	22,4%	

Źródło: Pekao Equity Research.

Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	C/Z			EV/EBITDA		
		2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
ITRON INC	ITRI US	14,0	16,0	14,2	12,5	11,9	10,4
LANDIS + GYR GROUP AG	LAND SW	neg.	15,4	10,7	10,1	10,3	9,3
BADGER METER INC	BMI US	35,7	31,7	29,8	22,5	20,7	19,4
PHOENIX MECANO AG - REG	PMN SW	12,5	9,1	8,3	6,9	5,7	5,6
XYLEM INC	XYL US	27,7	25,4	23,0	17,7	16,4	15,2
HONEYWELL INTERNATIONAL INC	HON US	18,0	18,1	16,5	14,1	14,1	13,2
WASION HOLDINGS LTD	3393 HK	14,5	11,7	9,7	8,1	6,7	5,7
NITTO KOGYO CORP	6651 JT	13,4	12,4	11,4	7,0	6,5	6,3
		14,5	15,7	12,8	11,3	11,1	9,9
		8,8	11,3	10,8	5,0	5,3	5,0
		-40%	-28%	-16%	-55%	-52%	-50%
		37,30	31,38	26,79	55,23	50,59	46,92

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 7,5% w okresie rezydualnym.
- CAPEX w okresie rezydualnym na poziomie z uwzględnieniem ROIC i założonej stopy wzrostu w okresie rezydualnym.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych o 2,0% w okresie rezydualnym.
- Wycenę skorygowaliśmy o wartość 3,6 mln akcji własnych będących w posiadaniu Apator Mining sp. z o.o., które zostały nabyte w 2000 r., a co do których Spółka nie zamierza dokonywać zmian w stanie posiadania. Wycenę skorygowaliśmy także o wartość około 33 tys. akcji własnych nabytych we wrześniu i październiku 2025 r. Wartość obu korekt wynosi około 82 mln PLN (według obecnej ceny rynkowej).
- Wycenę skorygowaliśmy o nasz szacunek możliwej do nałożenia kary związanej z postępowaniem antymonopolowym prowadzonym przez UOKiK. Zwracamy uwagę, że wynik postępowania jest niepewny, ale szacujemy wartość bieżącą możliwej kary na ok. 20 mln PLN.

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	85%	86%	87%	88%	89%	90%	90%
WACC	10.2%	10.2%	10.3%	10.4%	10.4%	10.5%	8.3%

Wycena DCF

(mln PLN)	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Rok końcowy
Przychody	1,215.0	1,234.0	1,256.0	1,282.0	1,313.0	1,343.0	1,369.8
EBIT	88.2	92.9	97.3	102.3	107.7	111.8	102.7
Podatek na EBIT	-16.8	-17.7	-18.5	-19.4	-20.5	-21.2	-19.5
NOPAT	71.4	75.3	78.8	82.9	87.2	90.6	83.2
Amortyzacja	70.1	70.2	70.8	70.8	71.7	72.2	73.6
CAPEX	-73.5	-76.3	-76.6	-77.6	-78.8	-80.6	-84.1
Zmiana w kapitale obrotowym netto	-9.0	-3.3	-0.7	-1.8	-1.8	0.2	-6.1
FCFF	59.1	65.9	72.3	74.3	78.4	82.3	66.6
Wzrost w okresie rezydualnym							2.0%
Wartość rezydualna							1,058.0
Współczynnik dyskontujący	0.90	0.81	0.74	0.67	0.61	0.55	0.55
Zdyskontowane przepływy pieniężne	53.0	53.7	53.4	49.7	47.5	45.2	580.1
EV	882.6						
Udziały mniejszości	2.5						
Dług netto	130.5						
Aktywa nieoperacyjne	0.4						
Pozostałe korekty	61.9						
Wartość kapitału własnego	811.9						
Rozwodniona liczba akcji (mln)	32.6						
12M cena docelowa (PLN)	27.60						
Cena akcji w dniu 19 listopada 2025 r. (PLN)	22.55						
Potencjał	22.4%						

Wzrost przychodów	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2.0%
Marża EBIT	7.3%	7.5%	7.8%	8.0%	8.2%	8.3%	7.5%
Efektywna stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Capex/Przychody	6.0%	6.2%	6.1%	6.1%	6.0%	6.0%	
Capex/Amortyzacja	104.8%	108.7%	108.2%	109.6%	109.9%	111.7%	

Wrażliwość ceny docelowej na wzrost w okresie rezydualnym i WACC

Wzrost w okresie rezydualnym/zmiana WACC	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
-2.0%	36.56	37.73	39.14	40.89	43.09	45.96	49.86
-1.0%	30.78	31.40	32.13	33.00	34.05	35.34	36.97
0.0%	26.49	26.81	27.18	27.60	28.10	28.69	29.41
1.0%	23.17	23.32	23.48	23.67	23.88	24.13	24.42
2.0%	20.53	20.58	20.62	20.67	20.73	20.80	20.88

Wrażliwość ceny docelowej na kluczowe wskaźniki wzrostu

Zmiana udziałów w rynku/Marża EBITDA	-30.0%	-20.0%	-10.0%	0.0%	10.0%	20.0%	30.0%
15.5%	28.93	29.41	29.89	30.37	30.85	31.33	31.82
14.5%	27.63	28.08	28.53	28.99	29.44	29.89	30.34
13.5%	26.34	26.76	27.18	27.60	28.02	28.44	28.87
12.5%	25.05	25.44	25.83	26.22	26.61	27.00	27.39
11.5%	23.75	24.11	24.47	24.83	25.19	25.56	25.92

Źródło: Pekao Equity Research.

Kluczowe dane finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	1,137	1,228	1,180	1,215	1,234	1,256
Zysk brutto ze sprzedaży	256	315	318	330	341	353
Koszty ogólnego zarządu	-199	-211	-232	-241	-246	-254
EBITDA	97	142	172	158	163	168
EBIT	40	85	102	88	93	97
Przychody/koszty finansowe	-13	-8	-7	-8	-9	-9
Zysk przed opodatkowaniem	28	82	96	81	84	88
Podatek dochodowy	-19	-9	-11	-15	-16	-17
Zysk netto	8	73	84	65	68	72
EPS (PLN)	0.28	2.52	2.89	2.25	2.35	2.47
Bilans (mln EUR)	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Aktywa obrotowe	483	467	549	586	611	646
Środki pieniężne i ekwiwalenty	23	18	35	59	88	122
Pozostałe aktywa obrotowe	460	450	514	527	523	524
Aktywa trwałe	493	498	520	526	530	536
Rzeczowe aktywa trwałe	197	215	240	248	257	266
Pozostałe aktywa trwałe	296	283	280	278	274	270
Aktywa	975	965	1,069	1,112	1,142	1,181
Kapitał własny	537	590	654	690	727	766
Udziały niekontrolujące	2	2	2	3	3	3
Zobowiązania długoterminowe	80	63	165	166	166	167
Zadłużenie finansowe długoterminowe	67	54	154	154	155	155
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	13	10	11	12	11	11
Zobowiązania krótkoterminowe	356	310	247	253	246	246
Zadłużenie finansowe krótkoterminowe	174	102	11	12	12	12
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	182	207	236	242	234	234
Pasywa	975	965	1,069	1,112	1,142	1,181
Dług netto	218	138	130	107	78	46
Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Zysk netto	8	73	84	65	68	72
Amortyzacja	56	57	69	70	70	71
Pozostałe	43	21	-34	-4	3	6
Przepływy z działalności operacyjnej	108	151	119	131	141	148
CAPEX	-36	-57	-80	-73	-76	-77
Pozostałe	11	-1	0	4	3	3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-25	-59	-80	-70	-73	-74
Dywidendy wypłacone	-15	-17	-17	-29	-31	-33
Pozostałe	-74	-80	-5	-8	-8	-8
Przepływy z działalności finansowej	-89	-98	-23	-37	-39	-41
Pozostałe/Efekt różnic kursowych	0	0	0	0	0	0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-6	-5	17	25	29	34
Środki pieniężne na koniec okresu	23	18	35	59	88	122
DPS (PLN)	0.50	0.60	0.60	1.00	1.08	1.13
Wskaźniki wzrostu r/r						
Przychody	5%	8%	-4%	3%	2%	2%
EBITDA	11%	48%	21%	-8%	3%	3%
EBIT	28%	112%	20%	-14%	5%	5%
Zysk netto	23%	798%	15%	-22%	5%	5%
EPS	23%	798%	15%	-22%	5%	5%
Marże						
EBITDA	8.5%	11.6%	14.6%	13.0%	13.2%	13.4%
Marża EBIT	3.5%	6.9%	8.7%	7.3%	7.5%	7.8%
Marża netto	0.7%	6.0%	7.1%	5.4%	5.5%	5.7%
ROE	1.5%	13.0%	13.5%	9.7%	9.6%	9.6%
Wskaźniki bilansu						
BVPS (PLN)	16.45	18.08	20.03	21.14	22.27	23.46
Dług netto/EBITDA	2.3	1.0	0.8	0.7	0.5	0.3
Zadłużenie finansowe/Kapitał własny	44.8%	26.4%	25.2%	24.0%	22.9%	21.9%

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	2.89	2.25	2.35	2.47	2.63	2.81	2.95
Revenue	1,137	1,228	1,180	1,215	1,234	1,256	1,282	1,313	1,343
Gross Margin %	22.5%	25.6%	26.9%	27.2%	27.6%	28.1%	28.5%	28.8%	29.0%
EBIT	40	85	102	88	93	97	102	108	112
EBITDA	97	142	172	158	163	168	173	179	184
Net Income, GAAP	8	73	84	65	68	72	76	82	86
Net Debt	218	138	130	107	78	46	12	-23	-62
BPS	16.45	18.08	20.03	21.14	22.27	23.46	24.72	26.08	27.50
DPS	0.50	0.60	0.60	1.00	1.08	1.13	1.21	1.29	1.35
Return on Equity %	1.5%	13.0%	13.5%	9.7%	9.6%	9.6%	9.7%	9.8%	9.8%
Return on Assets %	0.8%	7.5%	8.2%	6.0%	6.1%	6.2%	6.3%	6.5%	6.6%
Depreciation	40	41	49	49	49	50	50	50	51
Amortization	17	16	21	21	21	21	21	22	22
Free Cash Flow	72	94	39	58	65	72	73	77	81
CAPEX	36	57	80	73	76	77	78	79	81

Źródło: Pekao Equity Research.



PRACE NAD RAPORTEM ZOSTAŁY ZAKOŃCZONE W DN. 20 LISTOPADA 2025 R. O GODZINIE 07:20 CET.
RAPORT ZOSTAŁ ROZDYSTRYBUOWANY PO RAZ PIERWSZY W DN. 20 LISTOPADA 2025 R. O GODZINIE 07:30 CET.
ZAWARTOŚĆ RAPORTU NIE BYŁA WERYFIKOWANA PRZEZ JAKĄKOLWIEK SPÓŁKĘ, KTÓREJ RAPORT DOTYCZY

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA PUBLIKACJĘ:

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

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

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

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

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

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

BM nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie analizy inwestycyjnej. Analiza inwestycyjna nie daje jakiegokolwiek gwarancji, że dana strategia, czy projekcja cenowa jest właściwa dla konkretnego Klienta, a korzystając z niej nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych niż przedstawione 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; Allegro 3; Answear 2; Arctic Paper S.A. 3; Arlen 2; Astarta S.A. 3; Budimex 3, CCC 2; CD Projekt 3, Cyfrowy Polsat 3, Diagnostyka 2; Dino Polska 3; GPW 3, 4; JSW 3; KGHM 3; Grupa Kęty 3, Kruk 3, LPP 3; mBank 3; Murapol 2; Orange Polska 3, Pepco 3, PGE 3; PKN Orlen 3; PKO BP 3; Santander Bank Polska 3; Żabka 2.

Słownik:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Definicje oznaczeń (zaleceń) zawartych w rekomendacjach fundamentalnych:

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

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

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

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

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:

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

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

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

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

WYJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ STOSOWANEJ W OPRACOWANIU:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

NWZA – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy