

Izostal

Uwolniony kapitał obrotowy to za mało

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Izostalu od zalecenia TRZYMAJ i wyznaczamy wartość godziwą spółki na PLN 3.00ps (co daje 4% potencjału wzrostu). Podoba nam się perspektywa poprawy marży brutto w nadchodzących latach dzięki „local content” (tj. barier dla zagranicznych podmiotów) w przetargach, a także silna generacja gotówki w latach 2025E/2026E (odpowiednio 93%/40% kapitalizacji). Uważamy jednak, że spadek wyników w 2026E r/r i brak większej bezpośredniej dystrybucji do akcjonariuszy (uwolniony kapitał zakładamy, że zostanie głównie przeznaczony na spłatę długu) przeważą nad pozytywnymi aspektami. Prognozujemy przychody spółki w 2025E/2026E/2027E na poziomie odpowiednio PLN 1,102m/678m/827m (spadek w 2026E ze względu na zakończenie kluczowych kontraktów) oraz adj. EBITDA (wyłączając w 2026E jednorazowy zysk z nabycia Proma w wysokości PLN 14.5m) w wysokości PLN 40.8m/31.1m/48.1m (dynamika roczna +24%/-24%/+55%). Na naszych prognozach Izostal jest handlowany na mnożniku EV/EBITDA rap. 5.4x/4.1x/4.0x dla odpowiednio 2025E/2026E/2027E.

Generacja gotówki. Zakładamy, że w latach 2025E/2026E Izostal uwolni znaczną część swojego kapitału obrotowego ze względu na terminy realizacji kontraktów, a uzyskane środki zostaną głównie wykorzystane do zmniejszenia nadmiernej dźwigni finansowej w stosunku do adj. EBITDA (prognozujemy 3.1x/3.0x na koniec 2025E/2026E w stosunku do 6.5x w 2024). Niestety, naszym zdaniem akcjonariusze nie odczują gwałtownego wzrostu dywidendy, co uzasadnia nasze neutralne podejście do Izostalu. Niemniej jednak, wykorzystanie generowanych środków pieniężnych do obniżania dźwigni finansowej w pewnym momencie wyhamuje, a wraz z odbiciem kontraktów z Gaz-Systemu od 2027E widzimy średni cykl powtarzalnej generacji gotówki wystarczający by wypłacić DPS PLN 0.25ps/0.45ps kolejno w 2028E/2029E (to może poprawić atrakcyjność spółki w przyszłości, jeśli główni akcjonariusze będą chcieli ją dystrybuować).

Inwestycje rynkowe. Widzimy solidną bazę potencjalnych kontraktów w przyszłości. Plany inwestycyjne Gaz-Systemu zakładają wzrost sieci przesyłowej o 1.7 tys. km do 2035E (średnio 165km rocznie, mniej niż średnia z lat 2019-2024). Z kolei plan inwestycyjny PSG zakłada większy wzrost nowej sieci dystrybucyjnej oraz ilość modernizacji niż w poprzedni planie. Zwracamy również uwagę, że ponad 40% sieci przesyłowej ma powyżej 40 lat, która wymagać będzie modernizacji.

Lokalne wsparcie. Zakładamy, że szerokie pojawienie się zasady "local content" w przetargach na rynku przesyłu i dystrybucji gazu pozwoli na wyeliminowanie firm z krajów trzecich oferujących tańsze produkty. To z kolei, powinno przełożyć się na zwiększenie liczby wygranych kontraktów i na wzrost marż spółki. Prognozujemy, że w latach 2025E/2026E/2027E marża adj. EBITDA wyniesie 3.7%/4.6%/5.8%. W latach 2025E-2034E, średnia marża adj. EBITDA będzie wyższa o 121 pb. niż w latach 2015-2024 na naszych prognozach.

Tabela 1. Izostal: podsumowanie prognoz

PLN m	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	1,171.6	751.0	771.6	1,102.1	678.4	827.1
EBITDA rap.	41.7	41.7	32.8	40.8	45.6	48.1
EBIT	32.5	31.1	20.6	28.5	30.0	31.2
Zysk netto	22.5	11.9	10.1	10.4	16.9	20.2
EPS (PLN)	0.69	0.36	0.31	0.32	0.52	0.62
DPS (PLN)	0.12	0.12	0.09	0.09	0.11	0.18
EV/EBITDA (x)	7.0	5.2	8.9	5.4	4.1	4.0
P/E (x)	3.0	6.8	7.8	9.0	5.6	4.7

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Przemysł

Izostal

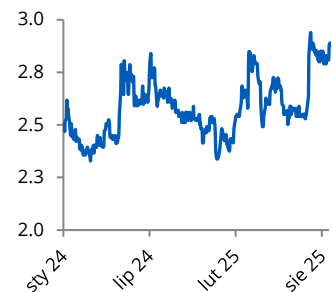
TRZYMAJ

FV PLN 3.00

4% potencjału wzrostu

Cena z dnia 11 września 2025 PLN 2.89

Raport inicjujący



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	32.7
Kapitalizacja (EUR m)	22.2
12M śr. dzienny wolumen (k)	19.7
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.01
12M max/min (PLN)	2.32/3.09
Waga w WIG (%)	0.01%
Reuters	IZS.WA
Bloomberg	IZS.PW

Stopa zwrotu

1M	+2%
3M	+12%
12M	+11%

Akcyonariusze (% akcji)

Stalprofil S.A.	60.3%
Allianz Polska OFE	6.1%
Pozostali	33.6%

Analitycy

Krzysztof Otczyk
krzysztof.otczyk@ipopema.pl
+ 48 665 410 767
Marcin Nowak
marcin.nowak@ipopema.pl
+ 48 663 207 103

IZOSTAL

TRZYMAJ

FV PLN 3.00

Kapitalizacja EUR 22m

Potencjał wzrostu 4%

Mnożniki	2023	2024	2025E	2026E	2027E
P/E rep. (x)	6.8	7.8	9.1	5.6	4.7
EV/EBITDA rep. (x)	5.2	8.9	5.4	4.1	4.0
EV/Sales (x)	0.3	0.4	0.2	0.3	0.2
P/BV (x)	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
uFCF yield (%)	116.9%	-92.4%	92.8%	39.9%	1.2%
DY (%)	4.8%	3.7%	3.1%	3.9%	6.3%

Na akcję	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Liczba akcji (m)	32.7	32.7	32.7	32.7	32.7
EPS rep. (PLN)	0.36	0.31	0.32	0.52	0.62
BVPS (PLN)	7.69	7.91	8.14	8.54	8.98
uFCFPS (PLN)	2.90	-2.22	2.68	1.15	0.04
DPS (PLN)	0.12	0.09	0.09	0.11	0.18

Zmiana r/r (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	-35.9%	2.7%	42.8%	-38.4%	21.9%
EBITDA	0.1%	-21.4%	24.4%	11.8%	5.6%
Adj. EBITDA	0.1%	-21.4%	24.4%	-23.8%	54.9%
EBIT	-4.3%	-33.6%	38.1%	5.4%	3.9%
Zysk netto	-46.9%	-15.0%	2.8%	62.1%	19.6%

Wskaźniki	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Marża brutto (%)	9.7%	8.4%	8.3%	8.2%	9.9%
Marża EBITDA (%)	5.6%	4.2%	3.7%	6.7%	5.8%
Marża Adj. EBITDA (%)	5.6%	4.2%	3.7%	4.6%	5.8%
Marża EBIT (%)	4.1%	2.7%	2.6%	4.4%	3.8%
Marża netto (%)	1.6%	1.3%	0.9%	2.5%	2.4%
DN / EBITDA (x)	3.3	6.5	3.1	2.1	2.0
DN / Adj. EBITDA (x)	3.3	6.5	3.1	3.0	2.0
DN / Kap. Wł. (x)	0.5	0.8	0.5	0.3	0.3
ROE rep. (%)	4.8%	4.0%	4.0%	6.2%	7.0%
ROA rep. (%)	3.2%	2.0%	1.6%	1.4%	2.6%
ROIC rep. (%)	9.4%	6.0%	6.3%	5.6%	6.1%

Przychody segmenty	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Segment Infrastruktury	602.3	618.7	937.1	570.9	709.1
Segment Stalowy	148.7	152.9	165.0	107.6	117.9

EBITDA segmentów	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Segment Infrastruktury	35.9	23.7	30.6	34.2	36.1
Segment Stalowy	5.8	9.1	10.2	11.4	12.0

P&L (PLN m)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	1,171.6	751.0	771.6	1,102.1	678.4	827.1
Koszty sprzedanych produktów,	-1,088.0	678.6	707.0	1,010.3	623.0	745.3
Zysk brutto na sprzedaży	83.6	72.5	64.6	91.8	55.4	81.7
Pozostałe przychody operacyjne	1.8	2.1	2.0	3.4	20.7	6.3
Koszty sprzedaży i marketingu	-21.5	-13.3	-12.8	-38.0	-20.0	-29.4
Koszty ogólnego zarządu	-30.6	-29.5	-32.6	-27.2	-23.3	-24.5
Pozostałe koszty operacyjne	-0.9	-0.7	-0.5	-1.4	-2.9	-2.9
EBITDA	41.7	41.7	32.8	40.8	45.6	48.1
Adj. EBITDA	41.7	41.7	32.8	40.8	31.1	48.1
EBIT	32.5	31.1	20.6	28.5	30.0	31.2
Przychody finansowe	6.6	0.8	5.0	0.6	0.4	0.4
Koszty finansowe	-10.8	-16.9	-12.6	-15.9	-9.5	-6.6
Zysk brutto	28.2	14.9	13.0	13.2	20.9	24.9
Podatek dochodowy	-5.8	-3.0	-2.9	-2.7	-4.0	-4.7
Mniejszościowy zysk/strata	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	22.5	11.9	10.1	10.4	16.9	20.2

BILANS (PLN m)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Aktywa trwałe	209.3	215.4	205.9	199.5	232.9	225.5
Rzeczowe aktywa trwałe	184.3	187.7	181.5	177.1	198.9	193.1
Wartość firmy	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Wartości niematerialne i prawne	13.2	18.4	17.1	15.1	13.8	12.2
Inne aktywa trwałe	10.5	8.1	6.1	6.1	19.0	19.0
Aktywa obrotowe	484.0	295.8	569.5	475.0	371.5	401.4
Należności krótkoterminowe	192.2	123.4	226.3	205.8	161.8	193.8
Zapasy	282.6	161.4	310.9	204.9	170.1	187.2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	8.3	9.2	31.2	54.3	38.5	18.8
Inne aktywa obrotowe	0.9	1.8	1.1	9.9	1.0	1.7
Aktywa razem	693.2	511.1	775.4	674.5	604.4	627.0
Kapitały własne	243.8	251.7	258.9	266.4	279.6	293.9
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długoterm.	41.8	41.0	34.5	34.7	36.1	36.3
Kredyty, pożyczki, leasing	14.9	15.1	10.4	10.2	11.1	10.9
Inne zobowiązania długoterm.	26.9	25.9	24.1	24.5	25.0	25.4
Zobowiązania krótkoterm.	407.6	218.4	482.0	373.4	288.6	296.7
Kredyty, pożyczki, leasing	218.8	131.7	233.0	171.2	121.3	106.3
Zobowiązania handlowe	183.1	84.4	249.0	202.1	166.2	190.4
Inne zob. krótkoterm.	5.7	2.2	0.0	0.0	1.1	0.0
Pasywa razem	693.2	511.1	775.4	674.5	604.4	627.0
Dług netto (PLN m)	225.3	137.7	212.1	127.1	93.9	98.4

CASH FLOW (PLN m)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przepływy pien. z dz. oper.	-44.2	119.9	-55.0	123.0	69.6	18.1
Zysk/strata przed opodat.	28.2	14.9	13.0	13.2	20.9	24.9
Amortyzacja	9.2	10.6	12.2	12.3	15.6	17.0
Zmiany w kapitale obrotowym	-83.2	86.2	-89.3	80.0	43.3	-24.5
Podatek dochodowy	-8.5	-1.5	-0.3	-2.7	-4.0	-4.7
Inne	10.0	9.6	9.4	20.2	-6.1	5.5
Przepływy pien. z dz. inw.	-21.8	-11.9	-4.8	-14.0	-21.8	-9.5
CAPEX	-21.9	-12.0	-4.9	-14.1	-21.9	-9.6
Inne	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
Przepływy pien. z dz. fin.	43.0	-107.1	81.9	-85.8	-63.6	-28.3
Emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany zadłużenia	58.4	-88.3	97.8	-61.7	-49.9	-14.9
Dywidendy	-3.9	-3.9	-2.9	-2.9	-3.6	-5.9
Odsetki zapłacone	-9.2	-12.3	-10.7	-19.7	-8.1	-5.2
Płatności związane z leasingiem	-1.4	-1.7	-1.3	-1.5	-1.9	-2.3
Inne	-0.9	-0.9	-1.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany w śr. pieniężnych	-23.0	0.9	22.0	23.1	-15.8	-19.7
Śr. Pieniężna na koniec okresu	8.3	9.2	31.2	54.3	38.5	18.8

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Spis treści

Model biznesowy	4
Opis działalności operacyjnej.....	4
Przychody	5
Koszty.....	7
EBITDA	7
Zysk netto	8
Przepływy pieniężne.....	8
ND/EBITDA	9
Dywidenda.....	9
Nowe zamówienia	9
Przegląd rynku	11
Rynek rur przesyłowych gazu.....	11
Plany inwestycyjne Gaz-Systemu.....	12
Plany inwestycyjne Polskiej Spółki Gazownictwa.....	14
Pozostałe plany inwestycyjne dotyczące rur przesyłowych	15
Rynek stali	15
Planowana transakcja M&A - Proma.....	18
Ryzyka.....	19
Akcjonariat.....	20
Wycena	21
Wycena DCF	21
Wycena DDM.....	22
Spółki porównawcze	22
IPOPEMA vs. konsensus.....	23
Prognozy finansowe.....	24

Model biznesowy

Opis działalności operacyjnej

Izostal jest jednym z głównych dostawców technologii antykorozyjnych w Polsce. Spółka zajmuje się produkcją zaawansowanych technologicznie wewnętrznych i zewnętrznych izolacji antykorozyjnych na rurach stalowych, wykorzystywanych do budowy rurociągów przesyłowych. Świadczy usługi na rzecz branży wydobywczej i przesyłu gazu, prowadzi handel rurami stalowymi, wyrobami hutniczymi, a także armaturą stalową wykorzystywaną do budowy sieci przesyłowych oraz produkuje konstrukcje maszynowe i stalowe (poprzez spółkę zależną Kolb). Działa w dwóch segmentach: segmencie infrastruktury oraz segmencie stali. Technologia wykorzystywana przez Izostal pozwala na wykonywanie izolacji zewnętrznych rur stalowych w zakresie średnic od 21.3mm do 1220mm o długościach od 8m do 18m oraz powłoki wewnętrznej w zakresie średnic od 219.1mm do 1220mm w zakresach długości od 8m do 18m.

Spółka posiada w swojej ofercie: jednowarstwową izolację epoksydową - FBE, trójwarstwową izolację epoksydowo-kopolimerowo-polietylenową - 3LPE, trójwarstwową izolację epoksydowo-kopolimerowo-polipropylenową - 3LPP, epoksydową powłokę wewnętrzną - LAYTEC®.

Wewnątrz Grupy Kapitałowej Izostal wyróżniono dwa segmenty działalności:

- Segment Infrastruktury, który jest podstawowym segmentem działalności spółki. Wewnątrz niego Izostal prowadzi działalność związaną z infrastrukturą sieci przesyłowych gazu i innych mediów. Obejmuje on usługi izolacji antykorozyjnej rur stalowych i sprzedaż rur izolowanych oraz innych produktów, towarów i usług dostarczanych na rzecz branży wydobywczej i przesyłu mediów produkcyjnych.
- Segment Stalowy wewnątrz którego spółka zajmuje się przetwórstwem, działalnością usługową oraz handlem na rynku stalowym, w tym handel wyrobami hutniczymi. W ramach przetwórstwa spółka zajmuje się produkcją konstrukcji stalowych. W ramach tego segmentu identyfikuje się działalność realizowaną przez Kolb (spółkę zależną) oraz sprzedaż wyrobów hutniczych realizowaną przez Izostal i Kolb.

Prowadzony przez grupę handel rurami stalowymi, wyrobami hutniczymi oraz armaturą stalową wykorzystywaną do budowy sieci przesyłowych jest uzupełnieniem dla oferty produkcyjnej. Oferta ta zapewnia kompleksową obsługę odbiorcy, który może dokonać także zakupu materiałów niezbędnych dla wykonania określonego typu rurociągu. Dzięki temu, spółka posiada konkurencyjną pozycję w przetargach, mogąc zgłosić dostarczenie niezbędnych produktów i usług.

Spółka Kolb zajmuje się produkcją konstrukcji stalowych o wyższym stopniu przetworzenia, wymagających obróbki mechanicznej, próbnym montażu, instalacji osprzętu oraz wysokiej jakości wykonania. Ofercie firmy znajdują się: konstrukcje suwnic i układnic magazynowych (do magazynów wysokiego składowania), konstrukcje stalowe do zastosowań budowlanych (w tym konstrukcje stalowe hal oraz konstrukcje wsporcze), usługi cięcia i gięcia blach, usługi obróbki mechanicznej (dostosowane do indywidualnych potrzeb klienta), usługa zabezpieczenia antykorozyjnego produkowanych konstrukcji oraz handel wyrobami hutniczymi.

Klienci Izostal są głównie powiązani z jego segmentami operacyjnymi. Największymi klientami, są podmioty z Segmentu Infrastruktury. Zamówienia związane z infrastrukturą sieci przesyłowych gazu i innych mediów produkcyjnych realizowane są na rzecz klientów z branży wydobywczej i przesyłu mediów produkcyjnych. Natomiast w Segmencie Stalowym, klientami spółki na wytworzone przez nią konstrukcje stalowe oraz wysoko precyzyjne elementy wyposażenia maszyn i urządzeń są głównie firmy z branży budowlanej (konstrukcje wykorzystywane są przy halach produkcyjnych, salonach samochodowych oraz innych obiektach kubaturowych) oraz z branży maszynowej (spółki wykorzystujące wysoko precyzyjne elementy wyposażenia maszyn i urządzeń).

Głównymi partnerami spółki są firmy powiązane z Segmentem Infrastruktury: Gaz-System, PGNiG, Polska Spółka Gazownictwa, Ferrum. Działalność pierwszych trzech spółek polega głównie na przesyłach i dystrybucji gazu oraz na zarządzaniu i rozwoju infrastruktury do transportu gazu, ostatni partner zajmuje się produkcją rur do przesyłu mediów.

Obrazek 1. Izostal: główni partnerzy

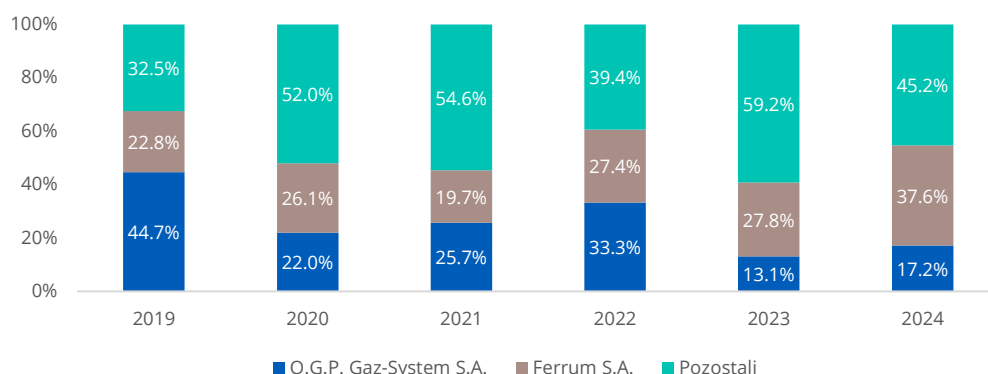


Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Gaz-System oraz Polska Spółka Gazownictwa są głównymi podmiotami zajmującymi się planowaniem oraz realizacją inwestycji w sieci do przesyłu i dystrybucji mediów produkcyjnych w Polsce. Z tego względu Izostal jest poniekąd uzależniony od planów inwestycyjnych tych spółek. Ponadto oprócz realizacji zamówień na rzecz tych dwóch spółek, Izostal świadczy swoją sprzedaż i usługi na rzecz wykonawców i podwykonawców inwestycji zaplanowanych przez te spółki.

W latach 2019 – 2024 Gaz-System oraz Ferrum średnio odpowiadały łącznie za prawie 53% przychodów spółki. W naszej ocenie jest to wysoki poziom koncentracji. Współpraca Izostalu z Ferrum, polega na sprzedaży przez Izostal materiałów potrzebnych do produkcji rur stalowych, do Ferrum. Mniejszy udział ma sprzedaż izolacji na rzecz Ferrum.

Wykres 1. Izostal: udział największych partnerów w skonsolidowanych przychodach spółki



Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

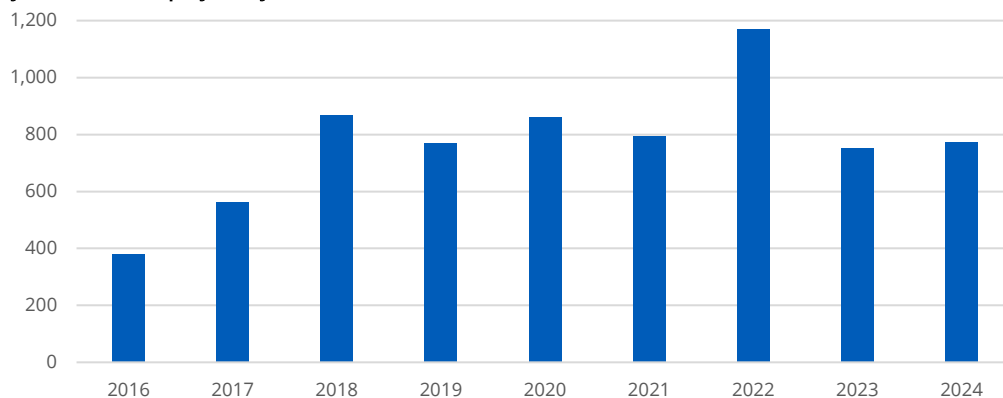
Pomimo wysokiej koncentracji klientów, spółka poszukuje i zdobywa certyfikaty związane z innymi firmami, zarówno krajowe jak i zagraniczne. Spółka posiada certyfikaty uznające ją za certyfikowanego dostawcę dla firm: GRDF, GRTgaz, Fluxys oraz GASUNIE. W 2024 roku spółka otrzymała certyfikat kwalifikacji firmy TEREKA (francuski operator gazociągów przesyłowych), ważny do 27 lutego 2029 Izostal został uznany za certyfikowanego dostawcę tej firmy. Otwiera to spółce nowe rynki zbytu.

Zarówno Izostal jak i jego spółka zależna posiadają swoje zakłady w Kolonowskich wraz z parkiem maszynowym oraz miejscem do magazynowania produktów. Ponadto spółka posiada rozbudowane centrum badawczo – rozwojowe, gdzie prowadzi prace nad udoskonalaniem oferowanych produktów oraz prowadzi badania nad nowymi produktami. Pozwala to na zapewnienie potrzeb klientów oraz oferować nowe i innowacyjne produkty w przyszłości.

Przychody

W latach 2016 – 2024 średnioroczny wzrost przychodów wyniósł 9.3%. Rekordowym pod względem przychodów był rok 2022, kiedy to spółka zrealizowała wysokie kontrakty na rzecz Gaz-Systemu. Przychody spółki są uzależnione od realizacji zamówień na rzecz Gaz-Systemu.

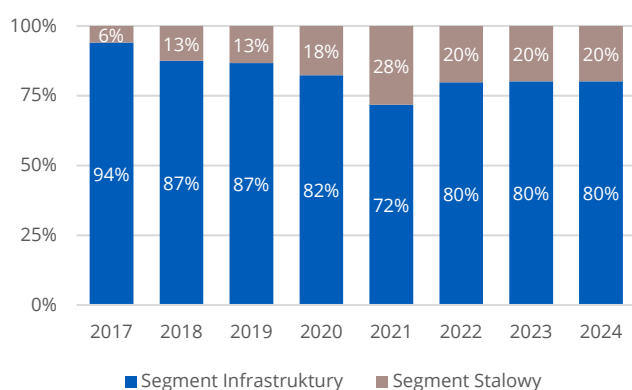
Wykres 2. Izostal: przychody (PLN m)



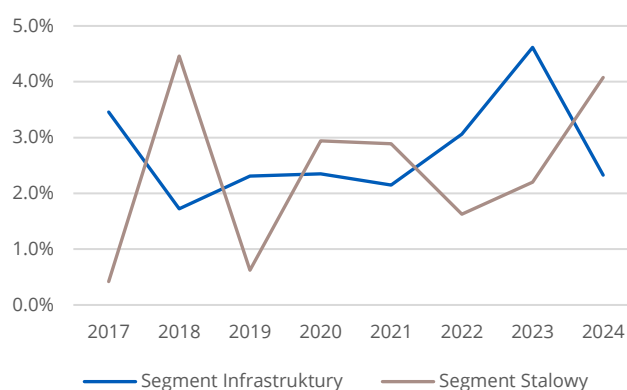
Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Najbardziej dochodowym segmentem jest Segment Infrastruktury, który odpowiada za średnio 82.8% przychodów w latach 2017 – 2024. Segment Stalowy jest zdecydowanie mniejszy i w analogicznym okresie odpowiadał za średnio 17.2% przychodów. W Segmencie Infrastruktury realizowane są kontrakty związane z rurami stalowymi, które stanowią największe kontrakty. Również pod względem marży EBIT większą wartość osiąga Segment Infrastruktury średnio 2.7%, natomiast Segment Stalowy osiągnął średnią marżę EBIT na poziomie 2.4%. W Segmencie Infrastruktury spółka uzyskuje większe marże na sprzedaży gotowych produktów i usług, natomiast handel w tym segmencie osiąga niskie marże. W Segmencie Stalowym spółka osiąga niższe marże ze względu na duży udział handlu wyrobami hutniczymi, który charakteryzuje się niskimi jednocyfrowymi marżami.

Wykres 3. Izostal: podział przychodów według segmentów (%)



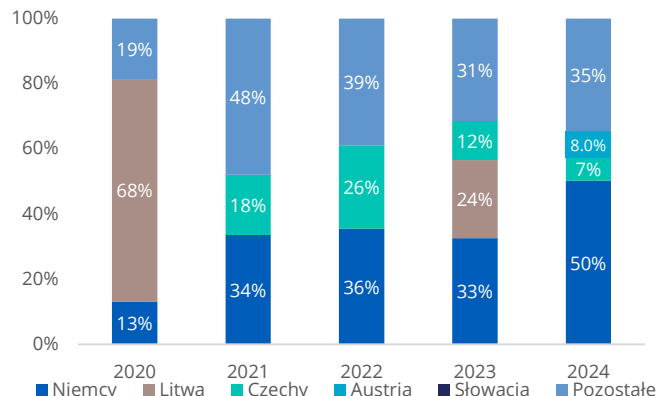
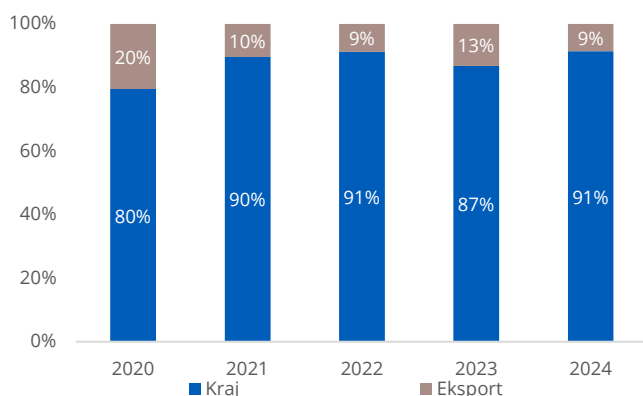
Wykres 4. Izostal: marże EBIT poszczególnych segmentów (%)



Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Spółka, sprzedaż ze swoich obu segmentów, prowadzi zarówno na rynku krajowym jak i zagranicznym. W 2024 roku eksport odpowiadał za 8.6% sumy przychodów grupy. W latach 2020 – 2024 eksport odpowiadał średnio za 12.3% przychodów, ponad 20% udział w 2020 roku wynika z realizacji dużego kontraktu na rzecz AB Amber GRID z Litwy. Zdecydowanie głównym rynkiem zbytu dla spółki jest rynek krajowy. Głównymi odbiorcami usług i towarów eksportowanych w 2024 roku były firmy z krajów należących do Unii Europejskiej. Największa wartość sprzedaży została zrealizowana do Niemiec (50.2% eksportu), Austrii (8.0% eksportu) oraz do Republiki Czeskiej (7.1% eksportu). W okresie 2020 – 2024 głównym rynkiem eksportowym były Niemcy. Rynek niemiecki odpowiadał średnio za 31.5% wartości eksportu. Od 2021 roku Czechy zaczęły pełnić istotniejszą rolę jako kraj eksportowy. Ponadto Izostal eksportuje do krajów Ameryki Południowej, północnej części Afryki oraz na Bliski Wschód. Należy zwrócić uwagę na strukturę sprzedaży spółki zależnej Kolb, gdzie eksport odpowiada za ok. 40% przychodów, w tym Niemcy odpowiadają za ok. 90%.

Wykres 5. Izostal: podział przychodów ze względu na destynację (%) Wykres 6. Izostal: udział głównych krajów eksportowych (%)

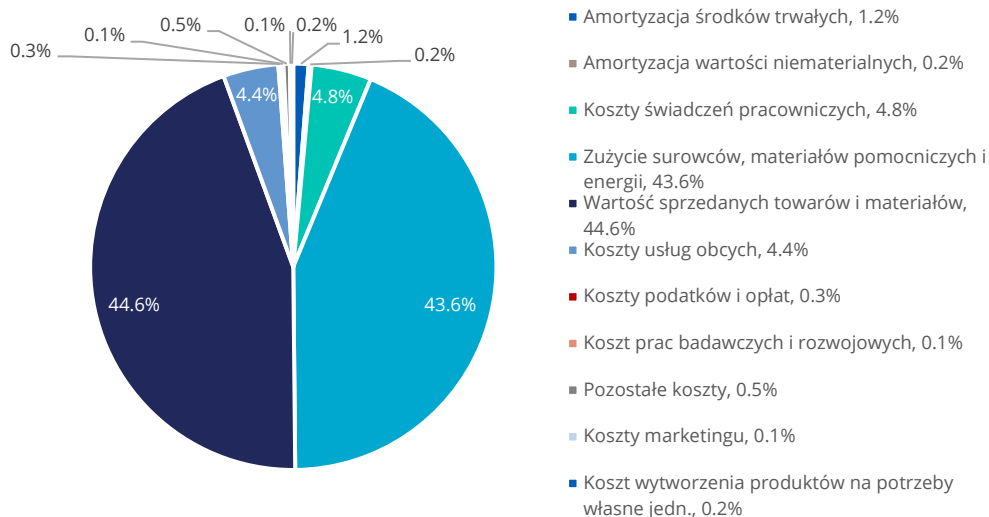


Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Koszty

Do najistotniejszych kosztów jakie ponosi spółka zaliczają się koszty sprzedanych towarów i materiałów oraz koszty związane z zużyciem surowców, materiałów pomocniczych i energii. Taki stan rzeczy jest raczej niczym nadzwyczajnym mając na uwadze charakterystykę spółki i branży, w której ona działa. Z jednej strony jako spółka produkcyjna musi ona zakupić surowce i materiały, które następnie wykorzysta do produkcji swoich produktów, zużywając przy tym jednocześnie energię. Spółka zakupuje surowce, materiały oraz energię na rynku spotowym, nie zabezpiecza się w żaden sposób, jest więc narażona na niekorzystne zmiany cen. Z drugiej strony jako spółka zajmująca się handlem, zakupuje towary, które później niezmiennie odsprzedaży. Wyróżniającymi się pozycjami są koszty świadczeń pracowniczych i koszty usług obcych, stanowiące kolejno 4.8% i 4.4% w roku 2024.

Wykres 7. Izostal: struktura kosztów (2024, %)

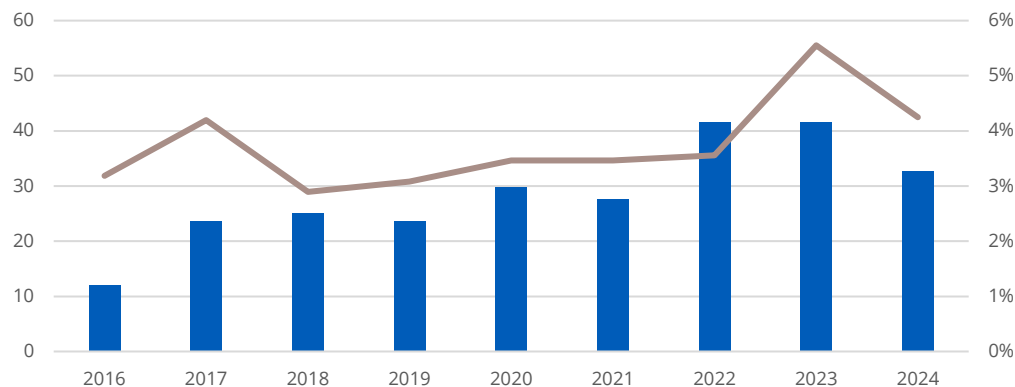


Źródło: Spółka, Ipopema Research

EBITDA

Poziom EBITDA rósł w latach 2016 – 2024 w średniorocznym tempie w wysokości 13.3% i osiągnął poziom PLN 32.8m. Wzrost EBITDA w 2022 i 2023 roku wynikał z realizacji większych kontraktów na rzecz Gaz-Systemu w 2022 oraz otrzymania częściowych należności za dostawy z 2022 w 2023 roku. W roku 2024 spółka odnotowała spadek EBITDA, ze względu na wzrost kosztów sprzedanych produktów oraz kosztów ogólnego zarządu, które spowodowane były między innymi przez wyższe koszty ubezpieczeń, wydatki na udział w targach zagranicznych i wynagrodzenia. Średni poziom marży EBITDA osiągany przez spółkę w badanym okresie wynosi 3.7%.

Wykres 8. Izostal: wartości EBITDA oraz marży EBITDA (PLN m, %)

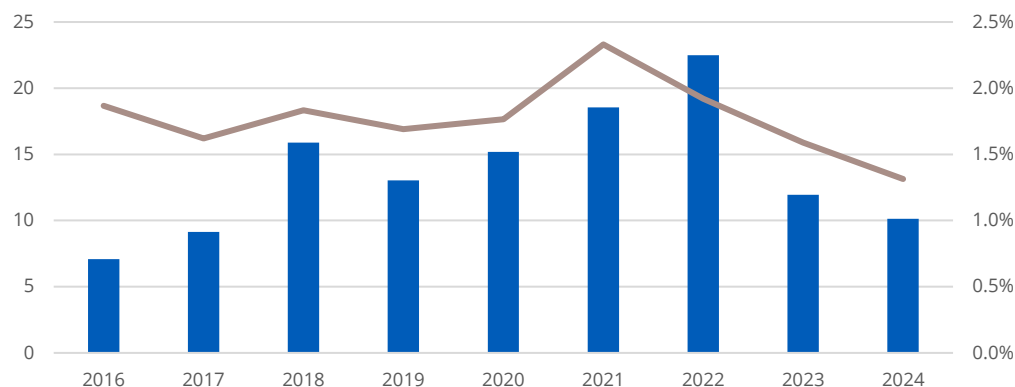


Źródło: Spółka, Ipopema Research

Zysk netto

Zysk netto Izostalu rósł w latach 2016 – 2024 w średniorocznym tempie w wysokości 4.6% i osiągnął poziom PLN 10.3m. W roku 2023 nastąpił silny spadek zysku netto drastycznie o ok. 50% w stosunku do roku 2022. Za ten spadek odpowiada wzrost kosztów finansowych, które w przedstawiony okresie wzrosły czterokrotnie, ze względu na wzrost stóp procentowych oraz większego wykorzystania finansowania zewnętrznego do działań operacyjnych. Marża netto w analizowanym okresie wyniosła średnio 1.8%.

Wykres 9. Izostal: wartości zysku netto oraz marży netto (PLN m, %)

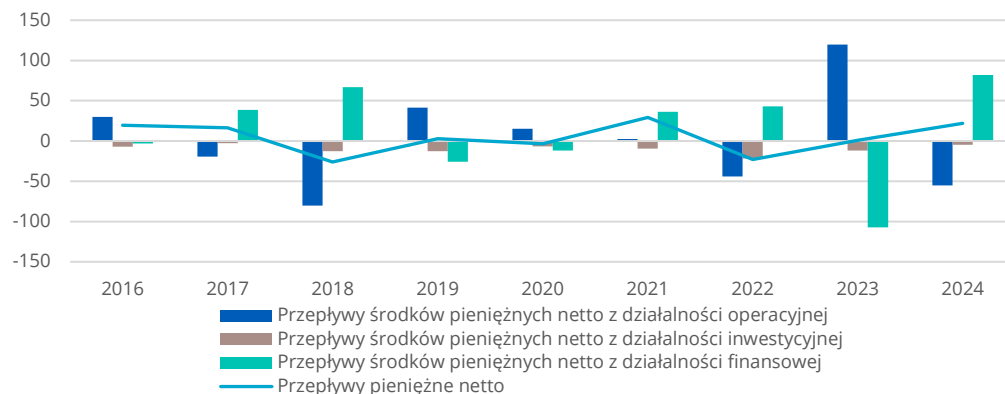


Źródło: Spółka, Ipopema Research

Przepływy pieniężne

W ramach przepływów pieniężnych zwracamy uwagę na zmienności przepływów z działalności operacyjnej, wynikającej ze zmian w kapitale obrotowym oraz na zmienność przepływów z działalności finansowej, powstającej poprzez zwiększanie finansowania zewnętrznego w celu realizacji zamówień. Taki stan rzeczy wynika z modelu biznesowego spółki, która zwiększa zapasy przed realizacją dużych kontraktów a do finansowania realizacji tych zamówień wykorzystuje krótkoterminowe finansowanie bankowe.

Wykres 10. Izostal: Cash-flow 2016 – 2024 (PLN m)



Źródło: Spółka, Ipopema Research

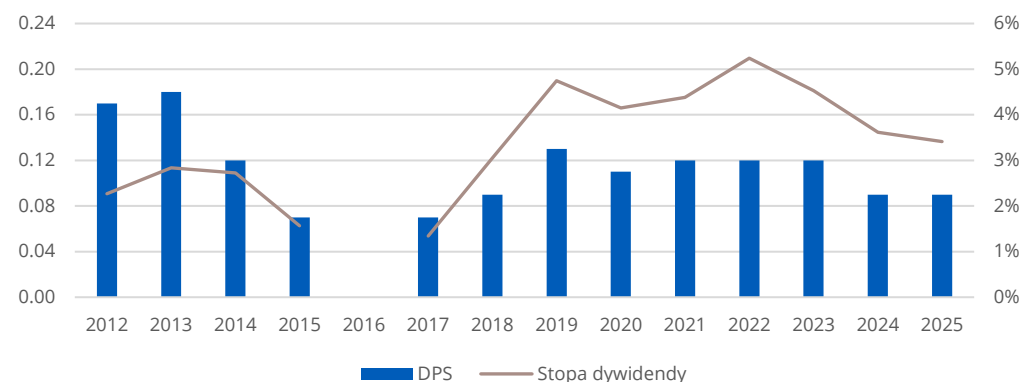
ND/EBITDA

Wskaźnik ND/ LTM EBITDA na dzień 30 czerwca 2025 wyniósł 6.7x i wzrósł z 6.5x na koniec 2024 roku. Wzrost tego wskaźnika powiązany jest ze wzrostem kapitału obrotowego spółki finansowanego zadłużeniem krótkoterminowym na realizację przyszłych znaczących kontraktów.

Dywidenda

Spółka może pochwalić się nieprzerwaną 9 letnią historią wypłat dywidend. Nieprzerwanie od 2017 roku, spółka dzieli się wypracowanym zyskiem ze swoimi akcjonariuszami. Ponadto w latach 2012 – 2015 Izostal również wypłacał dywidendę, jedynym rokiem bez wypłaty dywidendy jest 2016. Spółka nie ma określonej polityki dywidendowej. Uważamy, że długoletnia historia wypłat dywidendy jest czymś pozytywnym i dodającym wartości spółce, jednocześnie zakładamy kontynuację dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami przez spółkę.

Wykres 11. Izostal: wartość dywidendy na akcję oraz stopa dywidendy (PLN, %)



Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Nowe zamówienia

Spółka aktywnie pozyskuje nowe kontrakty oraz zamówienia. Poniżej przedstawiamy wybrane znaczące umowy zawarte w ostatnim czasie:

- Gaz-System – trzy umowy cząstkowe zawarte w lipcu 2024 r. związane z rozbudową infrastruktury terminalu FSRU w Zatoce Gdańskiej. Przedmiotem umów jest produkcja, sprzedaż i dostawa rur stalowych izolowanych zewnętrznie i malowanych wewnętrznie. Wartość kontraktu wynosi PLN 109.8m netto. Termin realizacji umowy to 31 sierpnia 2025 roku.
- Gaz-System – dwie umowy cząstkowe zawarte w lipcu 2024 r. związane z rozbudową infrastruktury terminalu FSRU w Zatoce Gdańskiej. Przedmiotem umów jest

produkcja, sprzedaż i dostawa rur stalowych izolowanych zewnętrznie i malowanych wewnętrznie. Wartość kontraktu wynosi PLN 97.5m netto. Termin realizacji umowy to 31 sierpnia 2025 r.

- Polska Spółka Gazownictwa – umowa zawarta w listopadzie 2024 r. dotycząca budowy gazociągu Kalisz-Sieradz. Izostal wchodzi w skład konsorcjum odpowiedzialnego za dostawę materiałów. Łączna wartość kontraktu wynosi PLN 218.1m brutto.

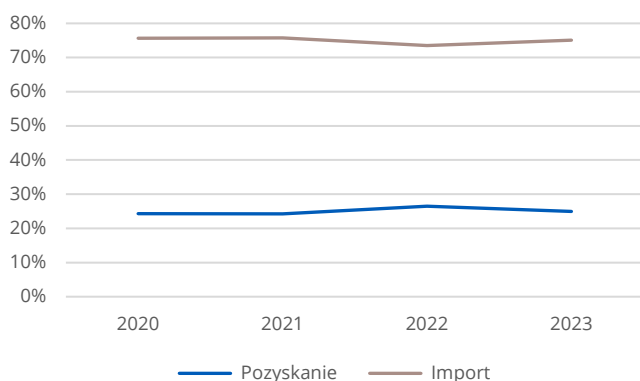
Ponadto w 2022 r. spółka zawarła umowę ramową z Gaz-System na dostawy rur na potrzeby inwestycji realizowanych przez O.G.P. Gaz-System. Umowa została podpisana na okres czterech lat.

Przegląd rynku

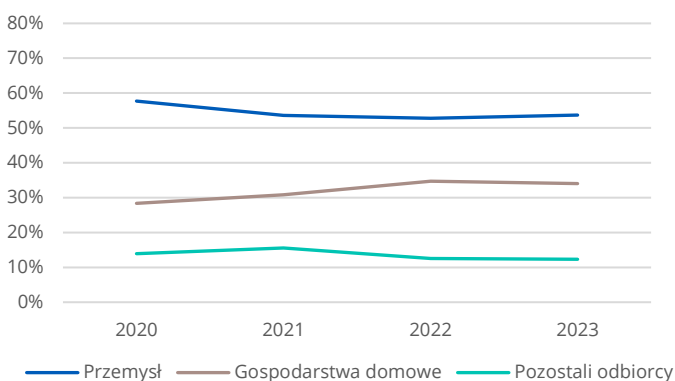
Rynek rur przesyłowych gazu

Dla Izostalu najważniejszymi segmentami rynku gazu w Polsce są przesył oraz dystrybucja. W obu segmentach dominującą rolę odgrywają spółki Skarbu Państwa oraz spółki zależne od tych podmiotów. W przesyśle jest to Gaz – System, a w dystrybucji Polska Spółka Gazownictwa. Gaz – System odpowiada za przesył gazu z miejsca jego wydobycia (na terenie Polski lub import z zagranicy) do odbiorców będącymi dystrybutorami gazu. Ponadto zajmuje się zarządzaniem najważniejszymi gazociągami w Polsce oraz odpowiada za realizację nowych inwestycji w sieci przesyłowe gazu oraz za modernizację obecnie istniejących sieci. Polska Spółka Gazownictwa odpowiada za dystrybucję gazu w Polsce do klientów końcowych (transport ostatniej mili), przyłącza do sieci nowych odbiorców, tworzy projekty, konserwuje oraz modernizuje infrastrukturę gazową. Oba te podmioty zajmują się między innymi prowadzeniem nowych inwestycji oraz rozwijaniem obecnych sieci transportu gazu w Polsce. Jest to obszar, w którym Izostal świadczy swoje produkty i usługi. Gaz w Polsce jest głównie importowany z innych krajów. Wykorzystywana jest do tego infrastruktura związana z przesyłem gazu oraz z odbiorem oraz transportem LNG. Z tego względu potrzebne są inwestycje w infrastrukturę w celu utrzymania dostaw gazu. Największy udział w zużyciu bezpośrednim gazu ziemnego w Polsce ma przemysł, następnie są gospodarstwa domowe i pozostali odbiorcy. Gaz przede wszystkim wykorzystywany jest do celów grzewczych w instalacjach domowych i przemysłowych. W przemyśle wykorzystywany jest między innymi: do produkcji amoniaku, nawozów i wodoru oraz przy produkcji stali i żelaza.

Wykres 12. Źródła pochodzenia gazu w polskim systemie (%)



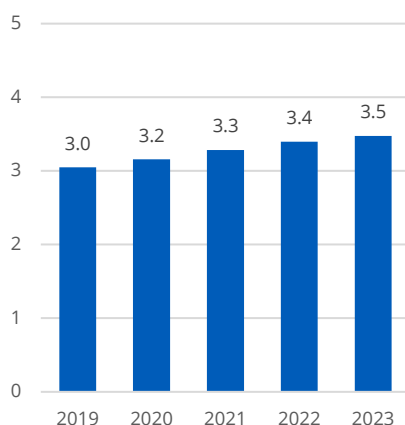
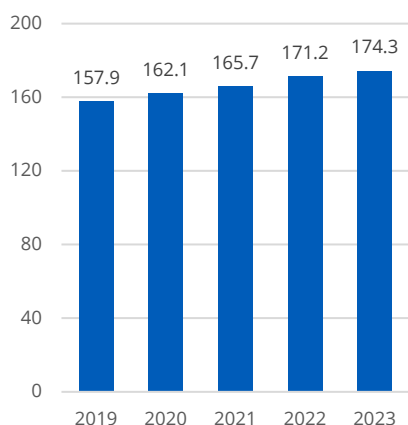
Wykres 13. Struktura odbiorców gazu w Polsce (%)



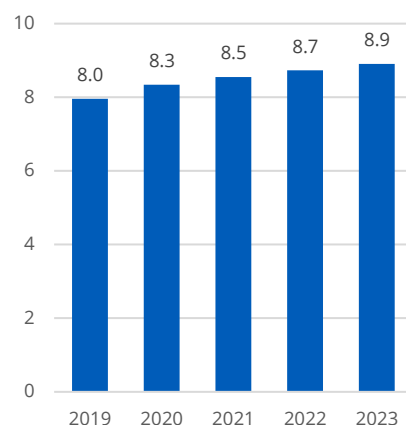
Źródło: GUS, IPOPEMA Research

W latach 2019 – 2023 łączna długość sieci gazowej w Polsce wzrosła o 16.4tys. km, tj. ponad 10%. Sieć zarówno przesyłowa jak i dystrybucyjna była silnie rozwijana. Świadczy o tym również wzrost liczby przyłączy prowadzących do budynków mieszkalnych i niemieszkalnych, który wyniósł 429tys. (ponad 14%) w analogicznym okresie. Wraz z rozwojem infrastruktury wzrosła liczba odbiorców gazu z sieci, która na koniec 2023 wyniosła 8.9m odbiorców (wzrost o 951tys., tj. 12% w okresie 2019 – 2023). Gaz stał się popularniejszym nośnikiem energii wykorzystywanym przez gospodarstwa domowe, jak i przedsiębiorstwa oraz wzrosła jego dostępność.

Wykres 14. Długość sieci gazowej w Polsce (tys. Wykres 15. Liczba przyłączy (mln sztuk) km)



Wykres 16. Liczba odbiorców gazu z sieci (mln)



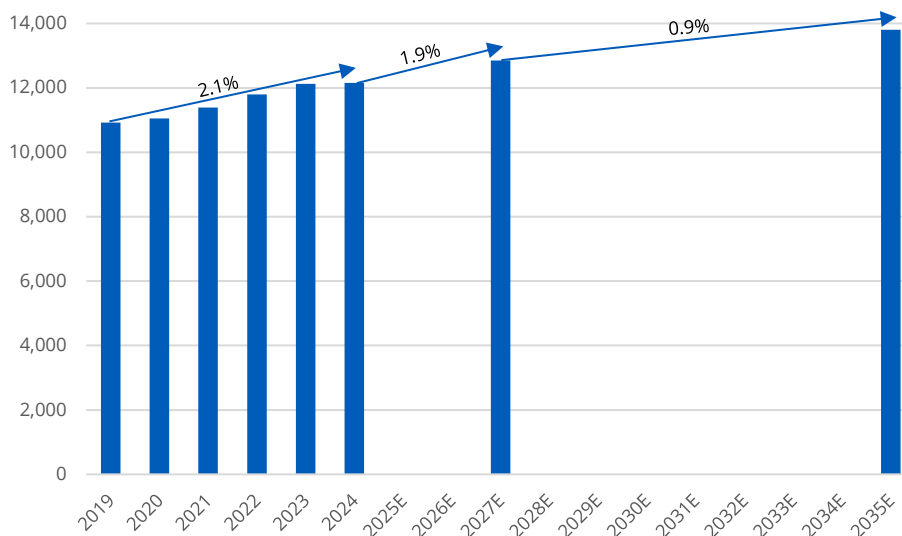
Źródło: GUS, IPOPEMA Research

Zgodnie z danymi ze scenariusza użytego w Polityce Energetycznej Polski do 2040 udział gazu ziemnego oraz biomasy+biogazu wzrośnie do ok. 14% z ok. 10% w roku 2022. Użycie gazu zmiennego nadal będzie istotne i zwiększy swój udział w ogólnej mocy zainstalowanej, głównie ze względu na przejście na mniej emisyjne źródła energii. Sprawi to utrzymanie popytu na te źródła energii oraz konieczność utrzymania i modernizacji infrastruktury z nią związanej.

Plany inwestycyjne Gaz-Systemu

W latach 2019 – 2024 Gaz-System prowadził inwestycje powiększając tym samym długość sieci przesyłowej w Polsce. W tym okresie sieć przesyłowa rosła średnio o 245km rocznie. Jak podano w projekcie Krajowego Dziesięcioletniego Planu Rozwoju Systemu Przesyłowego na lata 2026 – 2035, sieć przesyłowa ma wzrosnąć do 13.8tys. km w 2035E.

Wykres 17. Obecna oraz planowana długość sieci przesyłowej gazu w Polsce (km, CAGR %)

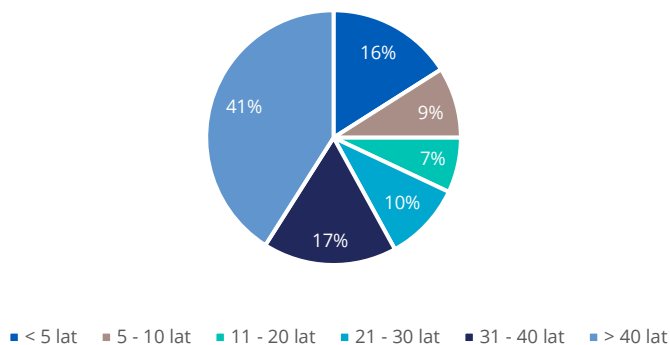


Źródło: Gaz-System, IPOPEMA Research

Zgodnie z wcześniej przedstawionymi informacjami, kluczowymi dla Izostalu są inwestycje realizowane przez między innymi Gaz-System. W opublikowanym projekcie Krajowego Dziesięcioletniego Planu Rozwoju Systemu Przesyłowego na lata 2026 – 2035 są przedstawione dwie perspektywy czasowe 2027E i 2035E. Do końca 2027E planowane jest zakończenie trwających i rozpoczętych inwestycji, natomiast do końca 2035E plan zakłada rozpoczęcie nowych programów inwestycyjnych jak i kontynuację rozpoczętych prac z poprzednich programów powiązanych z kontynuacją realizacji celów strategicznych, ale także

związanych z prognozowanym rozwojem rynku gazu w Polsce. W perspektywie pierwszego półrocza 2028E roku planowane jest zakończenie prac związanych z przyłączeniem FSRU w Zatoce Gdańskiej. Do drugiej perspektywy czasowej można zaliczyć m.in. rozbudowę systemu przesyłowego w południowo- zachodniej Polsce – program Coal to Gas. W okresie 2028E-2035E planowane są również zadania inwestycyjne w ramach programów funkcjonalnych: Nowa Koncepcja Zasilania Warszawy oraz Korytarz Centrum – Wschód. Stopień rozbudowy Krajowego Systemu Przesyłowego w perspektywie roku 2035E będzie w szczególności uwarunkowany rozbudową krajowej energetyki gazowej i wzrostem jej udziału w miksie energetycznym w ciągu następnej dekady.

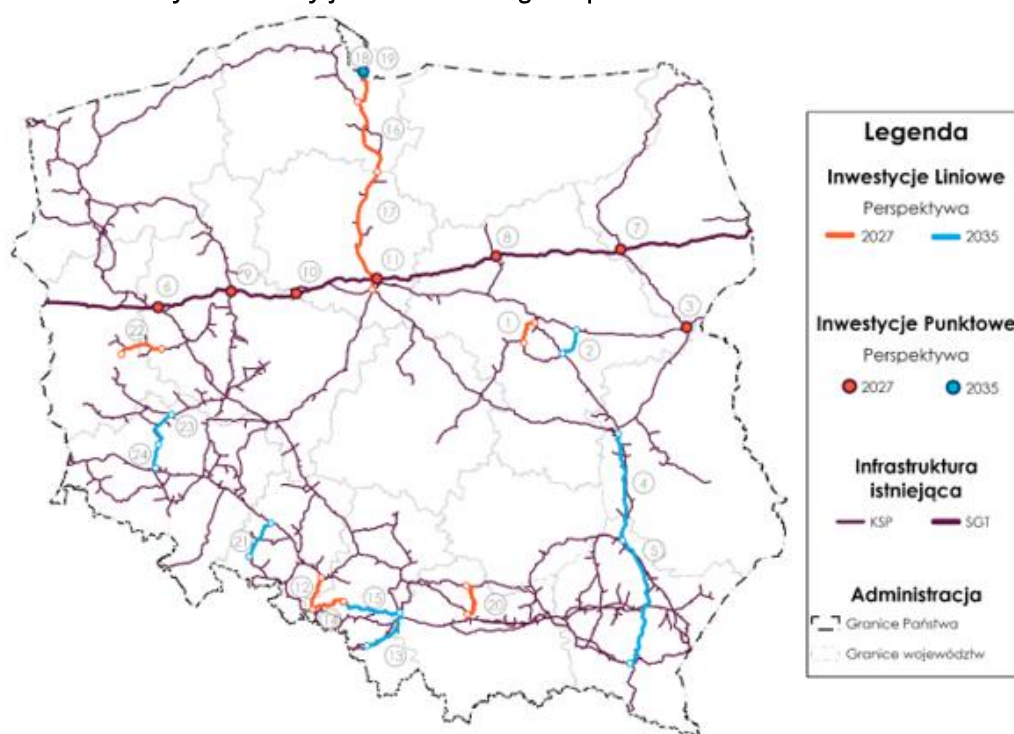
Wykres 18. Struktura wiekowa gazociągów przesyłowych zarządzanych przez Gaz-System, stan na koniec 2024r



Źródło: Ministerstwo Energii, IPOPEMA Research

Na koniec 2024 roku ok. 41% sieci przesyłowej Gaz-Systemu miała ponad 40 lat, odpowiada to ok. 4982km. Jedynie ok. 32% wszystkich eksploatowanych gazociągów przesyłowych stanowią gazociągi z kategorii wiekowej poniżej 20 lat. W ostatnich latach ich udział się zwiększył ze względu na przeprowadzone inwestycje Gaz-Systemu. Jednakże, nadal wysoki udział stanowią gazociągi relatywnie stare (ok. 58% powyżej 31 lat), co poniekąd wymusza ich modernizację, w celu zapewnienia bezpieczeństwa i skuteczności dostaw gazu.

Obrazek 2. Gaz-System: inwestycje kluczowe i strategiczne planowane w latach 2026 - 2035



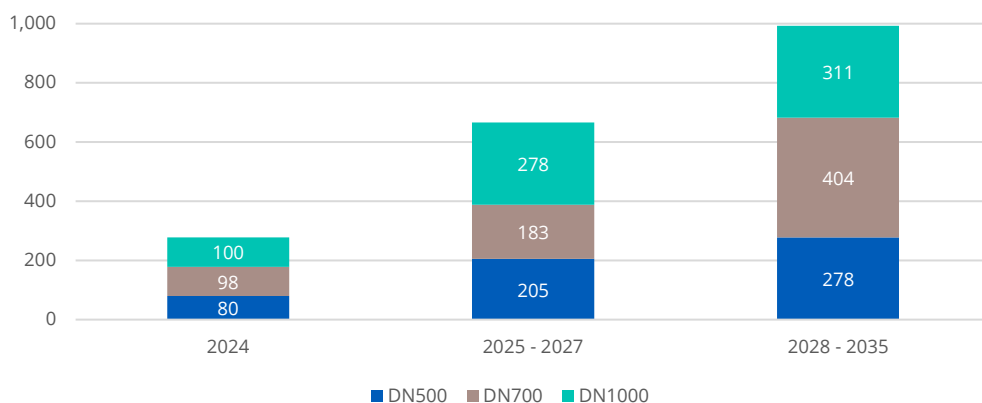
Źródło: Gaz-System

Na powyższym obrazku przedstawione są między innymi planowane inwestycje zaprezentowane w planie rozwoju spółki Gaz-System. W perspektywie do końca 2027E największą inwestycją jest naziemna część FSRU w Zatoce Gdańskiej. W perspektywie 2035E najwięcej inwestycji planowanych jest w południowej części Polski.

W planie założony jest wzrost łącznej długości sieci przesyłowej do ok. 13.8tys. km., w tym ok. 0.7 tys. km w okresie 2025E -2027E oraz ok. 1.0tys. km w okresie 2028E – 2035E. W okresie obowiązywania planu znacznie przybędzie gazociągów o średnicy DN1000, ze względu na ich wykorzystanie w programie FSRU i w projekcie Korytarz Centrum – Wschód. Poza planowanymi nowymi istotnymi i strategicznymi inwestycjami, Gaz-System zamierza budować gazociągi o mniejszym znaczeniu oraz modernizację już eksploatowanych. W latach 2020 – 2024 średni roczny przyrost sieci przesyłowej wynosił około 245km, natomiast zgodnie z projekcją z planu w latach 2025E – 2027E średni przyrost wyniesie ok. 230km, a w latach 2028E – 2035E wyniesie ok. 119km. Widoczny jest spadek tempa przyrostu sieci przesyłowej co uważamy, za negatywne dla spółki. Może to wpłynąć na mniejsze kontrakty oraz zmniejszenie wyników finansowych w następnych latach.

Zgodnie z planem gazociągów o średnicy DN1000, w okresie 2025E – 2027E ma przybyć 278km, a w okresie 2028E – 2035E ma przybyć 311km, gazociągów o średnicy DN700 w okresie 2025E – 2027E ma przybyć 183km, a w okresie 2028E – 2035E ma przybyć 404km, natomiast gazociągów o średnicy DN500 w okresie 2025E – 2027E ma przybyć 205km, a w okresie 2028E – 2035E ma przybyć 278km. Jest to pozytywna informacja dla Izostalu, ponieważ posiada on w swojej ofercie wymagane średnice rurociągów oraz świadczy usługi izolacji dla tych średnic. Ponadto spółka osiąga największe kontrakty oraz przychody za kilometr gazociągu z rur o największej średnicy.

Wykres 19. Ilość km rur w planie Gaz-System w podziale na średnicę rur oraz okres realizacji inwestycji



Źródło: Gaz-System, Ipopema Research

Gaz-System idąc w ślady za inwestorami krajowymi z branży budowlanej wprowadził tak zwany „Local Content” i w przetargu na dostawę rur stalowych do budowy gazociągu relacji Lewin Brzeski – Nysa wykluczył nie tylko dostawców spoza UE, ale także rury do produkcji których zostały wykorzystane materiały spoza UE i krajów stowarzyszonych. Zakładamy, że Gaz-System będzie kontynuował tę politykę w kolejnych przetargach oraz, że w ślad za nim pójdzie Polska Spółka Gazownictwa oraz inne firmy z tego rynku.

Plany inwestycyjne Polskiej Spółki Gazownictwa

Polska Spółka Gazownictwa w zatwierdzonym planie rozwoju na lata 2024- 2028E zakłada inwestycje w 15.2tys. km nowej sieci dystrybucyjnej (wzrost o 5.4tys. km w stosunku do planu 2022 – 2026E) oraz modernizację 14.9tys. km istniejącej już sieci (wzrost o 9.6tys. km w stosunku do planu 2022 – 2026E). Ponadto planuje stworzyć 3.6tys. km nowej sieci związanej z biogazowniami (spadek o 0.4tys. km w stosunku do planu 2022 – 2026E). W zakładanym okresie chce pozyskać 228.6tys. nowych odbiorców końcowych. Przy inwestycjach PSG wykorzystywane są głównie rury o średnicy do DN500.

W przedstawionym do konsultacji projekcie rozwoju na lata 2026E – 2030E, PSG wymienia między innymi chęć modernizacji istniejącej sieci gazowej, budowę nowej sieci gazowej zapewniającej dostęp dla nowych odbiorców gazu oraz inwestycje w budowę sieci gazowej umożliwiających przyłączenie instalacji wytwórczych biometanu.

Pozostałe plany inwestycyjne dotyczące rur przesyłowych

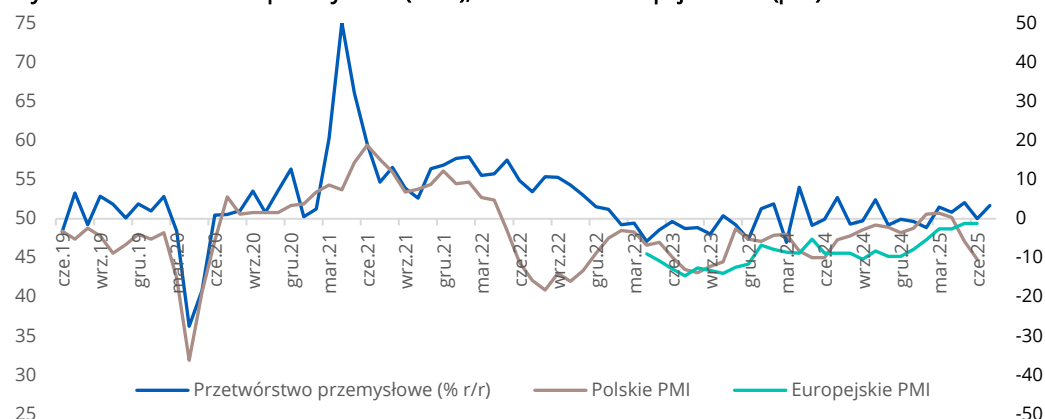
Izostal jest w stanie dostarczać rury do nowych i istniejących elektrowni gazowych, zarówno duże średnice służące do przesyłu gazu do elektrowni (realizacja na rzecz Gaz-Systemu), jak i mniejsze w celu transportu gazu po samej elektrowni. Głównymi graczami działającymi na rynku elektrowni gazowych są PGE oraz Orlen. Zgodnie ze strategią grupy PGE planuje ona inwestycje w nowe wielkoskalowe i elastyczne elektrownie gazowe o łącznej mocy 10 GW w technologiach CCGT i OCGT. Łączne nakłady grupy na segment elektrowni gazowych ma wynieść PLN 37mld do 2035E. Grupa Orlen planuje 3 nowe bloki gazowe CCGT Gdańsk, CCGT Grudziądz II oraz CCGT Siekierki. Zgodnie ze strategią Orlenu, spółka ma rozbudować moce zainstalowane w elektrowniach i elektrociepłowniach opalanych gazem (CCGT) z 1.8 do 4.3 GW. Celem rozwoju elektrowni gazowych ma być regulowanie stabilności systemu energetycznego, ze względu na rosnący udział energii elektrycznej produkowanej z OZE, który charakteryzuje się zmiennością zależną od warunków pogodowych. Obie spółki zaznaczają, że przy realizacji inwestycji chcą się skupić na polskich wykonawcach i dostawcach.

Centralno Europejski System Rurociągów NATO jest to system podziemnych rurociągów, który powstał w czasach zimnej wojny na obszarze Belgii, Francji, Niemiec, Luxemburgu i Holandii. Jego zadaniem jest szybkie i sprawne dostarczenie paliw sektorowi militarnemu w czasie konfliktu zbrojnego oraz jest wykorzystywany również do celów cywilnych. W mediach pojawiają się wypowiedzi polskich i zagranicznych polityków, mówiących o konieczności rozbudowy tego systemu o wschodnią flankę NATO, mając na uwadze zagrożenie ze strony Rosji. Koncepcja budowy wschodniej części paliwociągu NATO opiera się na budowie rurociągów w dwóch wariantach. Pierwszy miałby dostarczać paliwo z Rafinerii Schwedt w Niemczech po szlaku Ropociągu Przyjaźń do Rafinerii Płockiej. Natomiast drugi miałby docierać do Czech. Ponadto przy możliwej rozbudowie rurociągu o wschodnią flankę NATO, mógłby powrócić temat realizacji II nitki Rurociągu Pomorskiego, który posiada już decyzję środowiskową. Temat budowy tego rurociągu obecnie jest wstrzymany ze względu na brak zainteresowania dotyczącego finansowania tego projektu. II nitka ma łączyć Terminal Naftowy w Gdańsku z Bazą Miszewsko Strzałkowskie, które znajduje się ok. 24km od Rafinerii w Płocku, czyli punktu mającego łączyć Polskę z Niemcami w ramach rozbudowy paliwociągu NATO.

Rynek stali

Rynki, dla których Segment Stalowy oferuje swoje produkty i usługi powiązane są z nastrojami panującymi w europejskim przemyśle i hutnictwie. W strefie euro obserwowana jest poprawa wskaźników PMI związanych z aktywnością w dziedzinie produkcji i budownictwa. Spodziewamy się dalszej poprawy tych wskaźników. Natomiast wskaźnik PMI dla polski po osiągnięciu najwyższego poziomu w marcu 2025 wynoszącego 50.7pkt odnotowuje spadki wartości. Patrząc na bardzo wysoki udział eksportu w sprzedaży konstrukcji stalowych oraz poprawę nastrojów w sektorach produkcyjnych i budowlanych w strefie Euro, uważamy że powinno to pozytywnie wpłynąć na wyniki osiągnięte przez segment stalowy spółki w następnych kwartałach.

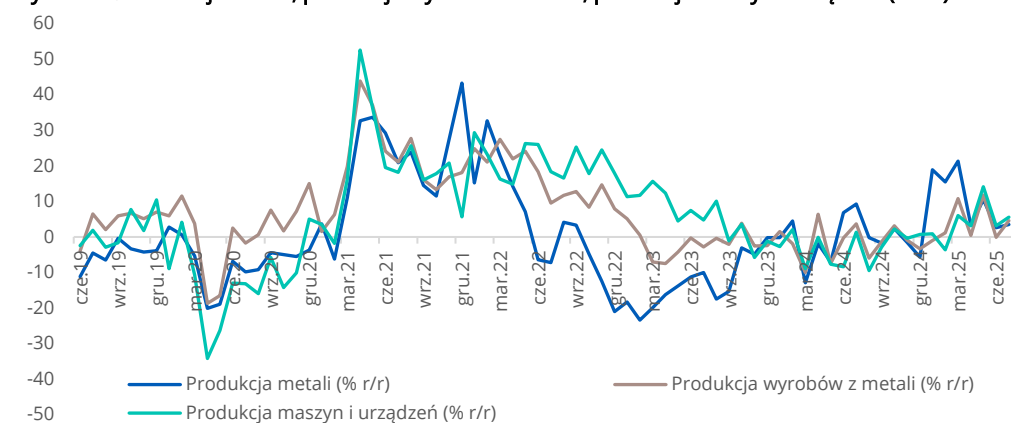
Wykres 20. Przetwórstwo przemysłowe (% r/r), Polskie PMI i Europejskie PMI (pkt.)



Źródło: S&P Global, GUS, IPOPEMA Research

Produkcja metali, wyrobów metalowych oraz maszyn i urządzeń w Polsce cechuje się podobną zmiennością. W okresie przed wybuchem pandemii rosły średnio o niskie jednoprocenowe wartości w ujęciu rok do roku. W momencie wybuchu pandemii produkcje te załamały się, ze względu na liczne obostrzenia i restrykcje między innymi w prowadzeniu działalności gospodarczej. Następnie nastąpiło odbicie produkcji. Rok 2023 okazał się słaby dla produkcji metali oraz produkcji wyrobów z metali, które praktycznie w każdym miesiącu notowała ujemne roczne dynamiki, spowodowane to było pogorszeniem się sytuacji na rynku oraz wysoką bazą z roku 2022. Natomiast produkcja maszyn i urządzeń, w 2023 roku nadal notowała dodatnie dynamiki, ze względu na wyższe r/r nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw w Polsce. W roku 2024 wszystkie trzy analizowane wskaźniki średnio odnotowywały spadek dynamik, ze względu na spadek popytu na krajowe wyroby, wynikający między innymi z wyższych cen produktów niż konkurencji spoza Unii Europejskiej. W 2025 roku widoczna jest poprawa dynamik produkcji, co może świadczyć o poprawie sytuacji na rynku oraz częściowym wzroście popytu.

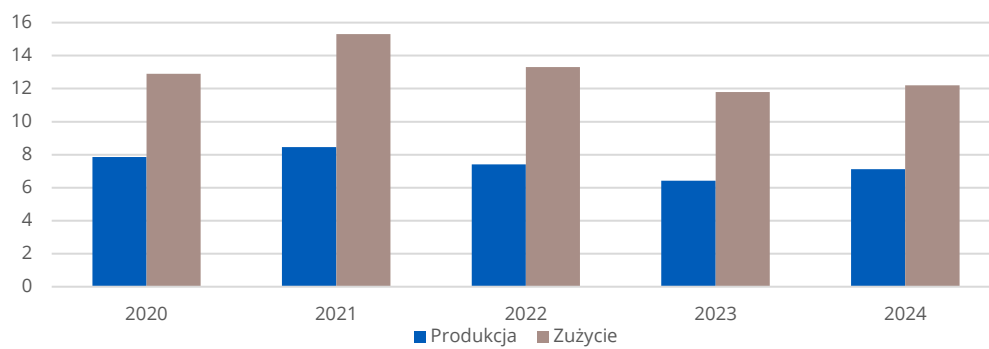
Wykres 21. Produkcja metali, produkcja wyrobów z metali, produkcja maszyn i urządzeń (% r/r)



Źródło: GUS, IPOPEMA Research

Według danych World Steel Association, produkcja stali surowej w Polsce w 2024 wyniosła 7,112.8m ton, jest to wynik wyższy niż w 2023 roku, jednak nadal poniżej wartości z roku 2021, kiedy to wyprodukowanej zostało 8,454.1m ton stali surowej. Zapotrzebowanie na wyroby hutnicze w Polsce jest znacznie większe niż rodzima produkcja, z tego względu duży udział stali pochodzi z importu. Pozycja polskich producentów jest słabsza w porównaniu z importerami. Wynika to głównie z dodatkowych regulacji jakie obowiązują na terenie Unii Europejskiej, które podnoszą koszty.

Wykres 22. Wartości produkcji i zużycia stali surowej w Polsce (m ton)



Źródło: Worldsteel, IPOPEMA Research

Planowana transakcja M&A - Proma

W dniu 19 sierpnia 2025, spółka poinformowała, że podpisała wstępną warunkową umowę inwestycyjną z udziałowcami Proma w celu rozpoczęcia negocjacji dotyczących zawarcia umowy nabycia 100% udziałów. Cena za udziały w Proma ma wynieść PLN 23.3 m. Przeniesienie własności udziałów w PROMA na spółkę nastąpi 2 stycznia 2026.

Działalność Proma jest zbliżona do działalności Izostalu. Spółka zajmuje się nakładaniem powłok ochronnych na rury przesyłowe stalowe i żeliwne. W usłudze izolacji antykorozyjnej wewnętrznej posiada powłoki epoksydowe (do przesyłu paliw gazowych), powłoki polituretanowe (do przesyłu wody pitnej, przemysłowej lub ścieków) obie te powłoki mogą być nakładane na rury o średnicy od 219.1 mm do 1220.0 mm i długości od 8 m do 16m. Ponadto w tej usłudze posiada powłoki cementowe (do przesyłu wody pitnej, przemysłowej lub ścieków), które mogą być nakładane na rury o średnicy od 323.9 mm do 1220.0 mm i długości od 8 m do 16m. W usłudze izolacji zewnętrznych posiada izolacje epoksydowe, trójwarstwowe 3LPE i 3LPP, które mogą być nakładane na rury o średnicy od 21.3mm do 323.9 mm i długości od 6 m do 14m. W usłudze izolacji specjalnych posiada laminaty szklano-żywiczne (wykorzystywane podczas wykonywania przewiertów typu HDD i Direct Pipe przy budowie rurociągów), które mogą być nakładane na rurach o średnicy od 88.9 mm do 1220.0 mm i długości od 8 m do 16 m oraz powłokę włóknisto-cementową (wykorzystywana do rur kładzionych na miejscach kamienistych), która może być nakładana na rury o średnicy od 88.9 mm do 1220.0mm i długości rur od 6 m do 16 m. Ponadto Proma świadczy usługi izolacji kształtek oraz sprzedaż rur stalowych i łuków. Obecnie spółka skupia się głównie na izolacjach laminatowanych, które rozwija we współpracy z Izostalem oraz Akademią Górniczo-Hutniczą im. Stanisława Staszica w Krakowie.

Spółki współpracowały ze sobą w przeszłości, gdzie Proma dostarczała głównie rury z izolacją szklano-żywiczną na rzecz Izostalu.

Przychody Proma w 2024 wyniosły PLN 246.7 m w porównaniu z PLN 137.5 m w 2023, EBITDA wyniosła PLN 9.1 m w porównaniu z 8.8 m w 2023, a zysk netto wyniósł 4.1 m w porównaniu z 3.2 m w 2023 r. Spadek zysku netto wynika ze wzrostu kosztów operacyjnych. Szacowany wskaźnik EV/EBITDA Proma wynosi 2.1x, czyli poniżej wskaźnika EV/EBITDA Izostalu, który na koniec 2024 r. wynosił 8.9x. Proma posiada około 1,135,540 akcji Stalprofil o wartości PLN 9.2 m.

Tabela 2. Wyniki finansowe Proma (PLN m)

PLN m	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody	77.7	97.9	227.9	137.5	246.7
EBITDA	3.2	11.5	11.9	8.8	9.1
EBIT	2.2	10.5	11.1	7.8	5.3
Zysk netto	1.9	7.1	7.4	7.4	4.1

Źródło: KRS, IPOPEMA Research

Potencjalną transakcję oceniamy pozytywnie. Widzimy możliwość synergii, który może zostać zrealizować oraz szansę na zwiększenie udziału w rynku. Proma zajmuje się izolacją rur o parametrach podobnych do parametrów Izostalu. Widzimy wartość dodaną dla Izostalu w usługach izolacji laminowanej, które stają się coraz bardziej powszechne, a także w zwiększeniu mocy produkcyjnych w zakresie izolacji rur. Na koniec 4Q24 Proma posiadała udziały w Stalprofilu, które po przejęciu mogłyby zostać sprzedane, co pozwoliłoby na uwolnienie dodatkowych środków pieniężnych. Rozliczenie transakcji ma mieć charakter gotówkowy, 35% ceny udziałów ma zostać zapłacone w terminie 7 dni od dnia zawarcia umów przyrzeczonych, pozostała część zostanie zapłacona w 9 ratach, płatnych co miesiąc. Zakładamy, że umowy przyręczone zostaną zawarte na przełomie listopada i grudnia, więc pierwsza płatność zostanie ujęta w 4Q25E, pozostałe płatności w trzech pierwszych kwartałach 2026E.

Ryzyka

W tej sekcji przedstawiamy główne ryzyka dla Izostalu.

Ryzyko związane z koncentracją klientów

Spółka współpracuje z kilkoma głównymi klientami, którzy odpowiadają za większość jej przychodów. Poleganie na kilku klientach może negatywnie wpłynąć na przychody spółki, ze względu na potencjalne zmniejszenie zamówień jednego z głównych klientów.

Ryzyko związane ze spadkiem planów inwestycyjnych Gaz-System i Polskiej Spółki Gazownictwa

Rynek przesyłu i dystrybucji gazu w Polsce opiera się na planach inwestycyjnych Gaz-System i Polskiej Spółki Gazownictwa. Realizowane przez te spółki inwestycje mają wpływ na wyniki osiągnięte przez Izostal, ze względu na jego bezpośredni udział w tych inwestycjach lub poprzez świadczenie usług dla firm będących wykonawcami lub podwykonawcami tych inwestycji.

Ryzyko związane ze zmianami cen rur stalowych

Cena rury stalowej jest głównym kosztem w produkcji zaizolowanej rury stalowej. Zmiany cen rur stalowych mogą mieć wpływ na wartość przychodów i marż uzyskiwanych przez spółkę.

Ryzyko związane ze wzrostem cen surowców

Rentowność świadczonych usług izolacji rur i sprzedaży rur izolowanych zależy od zmian czynników produkcji, głównie polietylenu i polipropylenu. Ceny tych surowców chemicznych powiązane są z cenami ropy naftowej, które ze względu na obecną globalną sytuację polityczno-ekonomiczną mogą podlegać silnym zmianom.

Ryzyko związane z napływem tanich wyrobów hutniczych

Ze względu na wysokie ceny europejskich wyrobów hutniczych, ze względu na między innymi konieczność kupowania certyfikatów ETS oraz brak działań antydumpingowych przez Unię Europejską, na rynek krajowy oraz europejski mogą napływać tańsze produkty z np. Chin.

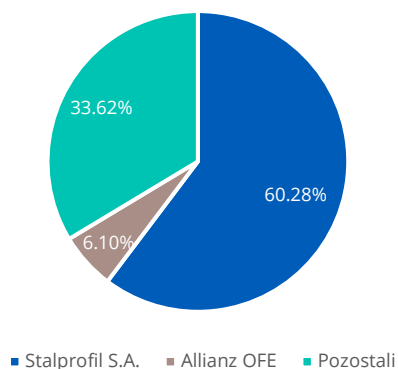
Ryzyko związane ze spadkiem popytu na konstrukcje stalowe

Spadek popytu na konstrukcje stalowe ze strony branży maszynowej i budowlanej może negatywnie wpłynąć na wyniki finansowe spółki.

Akcjonariat

Kapitał zakładowy Izostal SA podzielony jest na 32,744,000 akcji zwykłych. Głównymi akcjonariuszami są: Stalprofil SA posiadający 60.3% wszystkich akcji, Allianz Polska OFE posiadający 6.1% wszystkich akcji. Pozostała ilość akcji (33.6%) należy do inwestorów mniejszościowych.

Wykres 23. Izostal: Struktura akcjonariatu*



Źródło: Spółka, IPOPEMA Research * Na dzień 30.06.2025

Wycena

Do wyceny Izostalu wykorzystujemy metodę: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Dodatkowo prezentujemy wycenę metodą zdyskontowanych dywidend (DDM), lecz nie przykładamy do niej żadnej wagi.

Bazując na naszych prognozach wyceniamy Izostal na PLN 3.00ps, tj. 4% powyżej obecnej ceny rynkowej, co implikuje rekomendację TRZYMAJ.

Tabela 3. Izostal podsumowanie wyceny

Podsumowanie wyceny	Waga	Cena
Wycena DCF (PLN ps)	100%	3.00
Wycena DDM (PLN ps)	0%	2.33
Wycena na akcje (PLN)		3.00

Źródło: IPOPEMA Research

Wycena DCF

Do wyceny Izostalu wykorzystujemy model DCF bazujący na naszych prognozach przepływów pieniężnych dla okresu 2025E-2034E. W naszych założeniach przyjęliśmy premię za ryzyko na poziomie 5.5%, stopę wolną od ryzyka na poziomie 5.0% oraz 2.0% premii za ryzyko długu w celu odzwierciedlenia efektywnego kosztu finansowania. Przyjęliśmy również efektywną stopę podatkową na poziomie 19%. Założyliśmy również nielewarowany parametr beta na poziomie 1.2x aby odzwierciedlić ryzyka związane z zależnością od kluczowych partnerów. Również założyliśmy stopę wzrostu w okresie rezydualnym na poziomie 1.0%.

Tabela 4. Izostal Model DCF (PLN m)

DCF (PLN m)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	Okres rezyd.
Przychody ze sprzedaży	1,102.1	678.4	827.1	860.5	923.3	808.3	842.2	858.0	883.1	894.4	903.4
EBITDA	40.8	31.1	48.1	47.5	49.7	41.0	42.4	41.8	44.0	43.4	43.8
EBIT	28.5	15.5	31.2	31.2	33.9	25.7	27.5	27.2	29.8	29.5	29.8
Efektywna stopa podatkowa	20.8%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
NOPAT	22.5	12.5	25.2	25.3	27.5	20.8	22.3	22.1	24.1	23.9	24.2
+ Amortyzacja	12.3	15.6	17.0	16.4	15.8	15.3	14.9	14.5	14.2	13.9	14.0
+ CAPEX	-14.1	-21.9	-9.6	-9.7	-9.9	-10.1	-10.3	-10.5	-10.8	-11.2	-11.2
+ Płatności związane z leasingiem	-1.5	-1.9	-2.3	-2.3	-2.4	-2.5	-2.5	-2.6	-2.7	-2.8	-2.8
+ Zmiana w kapitale obrotowym netto	80.0	43.3	-24.5	-14.7	-0.4	11.5	-1.6	-1.3	-1.1	-2.8	-1.2
FCFF	99.3	47.5	5.8	14.9	30.6	35.1	22.8	22.2	23.8	21.0	22.9
Czynnik dyskontowy	0.97	0.87	0.78	0.70	0.63	0.57	0.51	0.46	0.41	0.37	0.37
Wartość bieżąca FCFF	96.2	41.4	4.5	10.5	19.3	19.9	11.6	10.2	9.8	7.7	
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym											1.0%
Wartość rezydualna											222.2
Stopa wolna od ryzyka	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
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 nielewarowana	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Beta zalewarowana	3.0	2.6	2.4	2.4	2.3	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
Koszt kapitału własnego	21.6%	19.1%	18.2%	18.1%	17.5%	16.7%	16.6%	16.6%	16.5%	16.5%	16.5%
Premia długu	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Efektywna stopa podatkowa	20.8%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Koszt długu po podatku	5.5%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%
Waga kapitału własnego	34.3%	41.7%	44.7%	45.2%	47.5%	51.3%	51.6%	51.6%	52.1%	52.2%	52.2%
Waga długu	65.7%	58.3%	55.3%	54.8%	52.5%	48.7%	48.4%	48.4%	47.9%	47.8%	47.8%
WACC	11.1%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%
Wartość bieżąca FCFF	231.1										
+ Zdyskontowana wartość rezydualna	82.1										
Wartość przedsiębiorstwa =	313.2										
+ Dług netto	-212.1										
+ Mniejszości	0.0										
+ Wypłacone dywidendy	-2.9										
Wartość kapitału własnego =	98.2										
Liczba akcji (rozwodniona, m)	32.74										
Wycena DCF na akcje (PLN)	3.00										

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 5. Izostal: wrażliwość wyceny na WACC oraz wzrost w okresie rezydualnym (PLN/akcje)

		WACC w okresie rezydualnym				
		10.3%	10.8%	11.3%	11.8%	12.3%
Wzrost w okresie rezydualnym	0.5%	2.96	2.85	2.74	2.65	2.56
	0.8%	3.11	2.98	2.86	2.76	2.66
	1.0%	3.27	3.13	3.00	2.88	2.78
	1.3%	3.45	3.29	3.15	3.02	2.90
	1.5%	3.65	3.47	3.31	3.17	3.04

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 6. Izostal: wrażliwość wyceny na raportowaną marżę EBITDA oraz wzrost w okresie rezydualnym (PLN/akcje)

		Raportowana marża EBITDA w okresie rezydualnym				
		3.9%	4.4%	4.9%	5.4%	5.9%
Wzrost w okresie rezydualnym	0.5%	2.02	2.38	2.74	3.10	3.46
	0.8%	2.10	2.48	2.86	3.24	3.62
	1.0%	2.20	2.60	3.00	3.40	3.80
	1.3%	2.30	2.72	3.15	3.57	3.99
	1.5%	2.42	2.86	3.31	3.76	4.20

Źródło: IPOPEMA Research

Wycena DDM

W modelu DDM przyjmujemy te same założenia odnośnie kosztu kapitału. co w naszym modelu DCF (premia za ryzyko na poziomie 5.5%, stopa wolna od ryzyka na poziomie 5.0% oraz nielewarowany parametr beta na poziomie 1.2x).

W 2025 akcjonariusze Izostalu podjęli uchwałę o wypłacie dywidendy z wyniku za 2024 w wysokości PLN 2.95m, co przełożyło się na PLN 0.09 na akcję. Ex-date został ustalony na 4 lipca 2025, a dniem wypłaty dywidendy był 21 lipca 2025.

Mając na uwadze możliwości generacji gotówki przez spółkę oraz zakładane spłacenie części kredytów, w naszym scenariuszu, zakładamy wypłatę 35% zysku netto osiągniętego w roku poprzednim w latach 2026E-2027E, następnie zakładamy wzrost DPS do PLN 0.25ps/0.45ps/0.45ps w kolejno 2028E/2029E/2030E, do roku 2034E zakładamy stały DPS PLN 0.50ps. Prognozowana dywidenda do wypłaty w 2026E wynosi PLN 0.11 na akcję (4% DY). W długim terminie szacujemy powtarzalny potencjalny poziom dywidendy na PLN 0.55 na akcję.

Tabela 7. Izostal wycena DDM (PLN ps)

DDM	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	Okres rezyd.
DPS (PLN ps)	0.00	0.11	0.18	0.25	0.45	0.45	0.50	0.50	0.50	0.50	0.55
Koszt kapitału własnego	21.6%	19.1%	18.2%	18.1%	17.5%	16.7%	16.6%	16.6%	16.5%	16.5%	16.5%
Czynnik dyskontowy	0.00	0.87	0.73	0.62	0.53	0.45	0.39	0.33	0.29	0.25	0.25
Zdyskontowany DPS (PLN ps)	0.00	0.10	0.13	0.16	0.24	0.20	0.19	0.17	0.14	0.12	
Suma zdyskontowanych DPS (PLN ps)											1.45
Wzrost w okresie rezydualnym											1.0%
Zdyskontowana wartość rezydualnego DPS(PLN ps)											0.87
Wycena DDM na akcje (PLN ps)											2.33

Źródło: IPOPEMA Research

Spółki porównawcze

Prezentujemy wycenę porównawczą Izostalu na podstawie spółek z ogólnych sektorów przemysłowego oraz materiałów izolacyjnych. W naszej analizie przypisujemy zerową wagę tej wycenie, ponieważ naszym zdaniem brakuje spółek, które odpowiednio oddawałyby specyfikę Izostalu. Na bazie naszej prognozy, na lata 2025E-2027E spółka wyceniana jest według wskaźnika P/E kolejno na 9.1x/5.6x/4.7x. Z kolei według wskaźnika EV/EBITDA rap., na ten sam okres, Izostal wyceniany jest na 5.4x/4.1x/4.0x. Zarówno pod względem wskaźnika P/E i EV/EBITDA, spółka wyceniana jest z dyskontem w stosunku do grupy spółek porównawczych.

Tabela 8. Izostal: spółki porównawcze

Spółka	Cena (waluta lokalna)	Kapitalizacja (EUR m)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Grupa Kety	924.00	2,133	15.6	13.3	12.0	10.3	9.2	8.4
Cognor Holding	6.95	280	n.a.	49.6	18.8	15.9	22.6	9.9
Teraplast	0.54	255	53.9	53.9	n.a.	18.2	14.9	12.5
Seco/Warwick	29.00	68	14.3	22.1	20.9	7.1	7.9	7.7
Mediana			15.6	35.9	18.8	13.1	12.0	9.2
Izostal	2.89	22	9.1	5.6	4.7	5.4	4.1	4.0
Premium/dyskonto			-42%	-84%	-75%	-59%	-66%	-56%

Źródło: Bloomberg, IPOPEMA Research

IPOPEMA vs. konsensus

Konsensus dla Izostalu nie jest dostępny.

Prognozy finansowe

Backlog Izostalu na 2H25E. Zgodnie z raportem za pierwsze półrocze 2025, opublikowanym 21 sierpnia 2025, Izostal posiada portfel zamówień o wartości PLN 370m, którego realizacja przypada na drugą połowę 2025E, backlog grupy po pierwszym półroczu 2024 wynosił PLN 730m, a jego realizacja przypadała na kolejne 18 miesięcy. Z związku z czym, w 2025E można oczekiwać ok. PLN 1,070.0m przychodów. W 1Q25 oraz 2Q25 przychody wzrosły odpowiednio o 92% i 108% r/r.

Oczekiwania Izostalu na kolejne lata. Izostal oczekuje, że nadal będzie z sukcesem uczestniczyć w przetargach rynkowych organizowanych przez Gaz-System oraz Polską Spółkę Gazownictwa. Pozwoli to spółce, na utrzymanie przychodów w następnych latach.

Przychody. Zakładamy, że Izostal nadal będzie jednym z głównych dostawców na rzecz Gaz-Systemu oraz Polskiej Spółki Gazownictwa. W roku 2026E przyjmujemy spadek przychodów, ze względu na brak realizacji większych kontraktów na rzecz Gaz-Systemu. W następnych latach mniejsze średnie roczne inwestycje Gaz-Systemu powinny częściowo zostać zredukowane przez konieczność modernizacji starych rurociągów oraz przez większy rozwój sieci dystrybucyjnej przez PSG. Ponadto zakładamy, że spółki z państw trzecich zostaną na stałe wyłączone z możliwości brania udziału w przetargach na dostawy rur poprzez wprowadzenie „local content”, dzięki czemu Izostal będzie w stanie wygrać większą liczbę przetargów na dostawy rur oraz zwiększyć marże z kontraktów. Zwracamy też uwagę na powstawanie nowych elektrowni gazowych, dla których spółka może być dostawcą rur oraz możliwość powstania wschodniej części paliwociągu NATO. Mając powyższe na uwadze, zakładamy, że w 2025E/2026E/2027E przychody wyniosą odpowiednio 1,102.1m/678.4m/827.1m, co daje odpowiednio +43%/-38%/+22% zmiany r/r.

EBITDA. Spodziewamy się, że dzięki wykluczeniu firm z państw trzecich, Izostal będzie w stanie zwiększyć swoje marże. Dodatkowo zakładamy wzrost kosztów wynagrodzeń w spółce oraz amortyzacji (ze względu na przejęcie spółki Proma, w 2026E szacujemy wzrost wynagrodzeń o PLN 4.8m a amortyzacji o PLN 3.3m) w kolejnych latach. W 2025E/2026E/2027E prognozujemy PLN 40.8m/31.1m/48.1m adj. EBITDA, co daje odpowiednio +24%/-24%/+55% zmiany r/r oraz 3.7%/4.6%/5.8% marży.

Zysk netto. Przyjmujemy wzrost kosztów finansowych w 2025E, a następnie ich częściowy spadek, ze względu na mniejsze kontrakty realizowane przez spółkę a więc i mniejsze zapotrzebowanie na ich finansowanie krótkoterminowym długiem oraz zakładamy zwiększoną generację gotówki przez Izostal co dodatkowo zmniejszy zapotrzebowanie na kredyt. Przyjmujemy efektywną stawkę podatkową na poziomie 19%. Prognozujemy w 2025E/2026E/2027E PLN 10.4m/16.9m/20.2m raportowanego zysku netto, co daje odpowiednio +3%/+62%/+20% dynamiki r/r oraz 0.9%/2.5%/2.4% marży netto. W 2026E zakładamy rozpoznanie przychodu z zakupu udziałów w spółce Proma, który wpłynie dodatnio na wynik netto. Wynik netto w 2026E bez uwzględnienia tego wpływu, zgodnie z naszą prognozą, powinien wynieść PLN 5.0m, marża 0.8%, dynamika r/r -51%.

Generacja gotówki. Zakładamy, że w latach 2025E/2026E Izostal uwolni znaczną część swojego kapitału obrotowego ze względu na terminy realizacji kontraktów, a uzyskane środki zostaną głównie wykorzystane do zmniejszenia nadmiernej dźwigni finansowej w stosunku do adj. EBITDA (prognozujemy 3.1x/3.0x na koniec 2025E/2026E w stosunku do 6.5x w 2024). Niestety, naszym zdaniem akcjonariusze nie odczują gwałtownego wzrostu dywidendy. Niemniej jednak, wraz z odbiciem kontraktów z Gaz-Systemu od 2027E widzimy średni cykl powtarzalnych przepływów pieniężnych wystarczająco duży by wypłacić DPS PLN 0.25ps/0.45ps/0.45ps kolejno w 2028E/2029E/2030E, a następnie DPS PLN 0.50ps oraz DPS PLN 0.55ps w okresie rezydualnym (uważamy, że może to stanowić główną atrakcyjność spółki w przyszłości).

Tabela 9. Izostal prognozy finansowe 2022-2034E

P&L (PLN m)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przychody ze sprzedaży	1,171.6	751.0	771.6	1,102.1	678.4	827.1	860.5	923.3	808.3	842.2	858.0	883.1	894.4
Koszty sprzedanych prod., tow. i mat.	-1,088.0	-678.6	-707.0	-1,010.3	-623.0	-745.3	-776.6	-832.5	-733.1	-763.0	-778.0	-799.1	-810.0
Zysk/strata brutto ze sprzedaży	83.6	72.5	64.6	91.8	55.4	81.7	84.0	90.7	75.2	79.2	80.0	84.0	84.4
Pozostałe przychody	1.8	2.1	2.0	3.4	20.7	6.3	6.3	6.4	6.5	6.5	6.6	6.7	6.7
Koszty sprzedaży	-21.5	-13.3	-12.8	-38.0	-20.0	-29.4	-30.6	-32.9	-28.9	-30.1	-30.7	-31.5	-32.0
Koszty ogólnego zarządu	-30.6	-29.5	-32.6	-27.2	-23.3	-24.5	-25.6	-27.4	-24.1	-25.1	-25.6	-26.3	-26.7
Pozostałe koszty	-0.9	-0.7	-0.5	-1.4	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9	-3.0	-3.0	-3.0	-3.1	-3.1
EBITDA	41.7	41.7	32.8	40.8	45.6	48.1	47.5	49.7	41.0	42.4	41.8	44.0	43.4
EBIT	32.5	31.1	20.6	28.5	30.0	31.2	31.2	33.9	25.7	27.5	27.2	29.8	29.5
Przychody finansowe	6.6	0.8	5.0	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Koszty finansowe	-10.8	-16.9	-12.6	-15.9	-9.5	-6.6	-6.0	-5.9	-5.5	-5.0	-4.9	-4.9	-4.9
Zysk/strata brutto	28.2	14.9	13.0	13.2	20.9	24.9	25.6	28.4	20.5	23.0	22.7	25.2	25.0
Podatek dochodowy	5.8	3.0	-2.9	-2.7	-4.0	-4.7	-4.9	-5.4	-3.9	-4.4	-4.3	-4.8	-4.8
Zysk/strata netto przypa. na akcjo. dom.	-5.8	-3.0	10.1	10.4	16.9	20.2	20.7	23.0	16.6	18.6	18.4	20.5	20.3
EPS (PLN)	0.69	0.36	0.31	0.32	0.52	0.62	0.63	0.70	0.51	0.57	0.56	0.62	0.62
Marża EBITDA	3.6%	5.6%	4.2%	3.7%	6.7%	5.8%	5.5%	5.4%	5.1%	5.0%	4.9%	5.0%	4.9%
Marża adj. EBITDA	3.6%	5.6%	4.2%	3.7%	4.6%	5.8%	5.5%	5.4%	5.1%	5.0%	4.9%	5.0%	4.9%
Marża EBIT	2.8%	4.1%	2.7%	2.6%	4.4%	3.8%	3.6%	3.7%	3.2%	3.3%	3.2%	3.4%	3.3%
Marża netto	1.9%	1.6%	1.3%	0.9%	2.5%	2.4%	2.4%	2.5%	2.1%	2.2%	2.1%	2.3%	2.3%
Bilans (PLN m)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Aktywa trwałe	209.3	215.4	205.9	199.5	232.9	225.5	218.9	213.0	207.7	203.1	199.1	195.7	193.0
Rzeczowe aktywa trwałe	184.3	187.7	181.5	177.1	198.9	193.1	187.8	183.1	178.9	175.2	171.9	169.2	167.1
Wartość firmy	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Wartości niematerialne i prawne	14.4	19.6	17.1	15.1	13.8	12.2	10.9	9.7	8.6	7.7	6.9	6.2	5.6
Inne aktywa trwałe	10.5	8.1	6.1	6.1	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0
Aktywa obrotowe	484.0	295.8	569.5	475.0	371.5	401.4	403.1	427.6	405.3	396.8	394.1	398.3	397.4
Zapasy	282.6	161.4	310.9	204.9	170.1	187.2	179.6	186.7	204.9	205.4	197.1	192.6	186.9
Należności krótkoterminowe	192.2	123.4	226.3	205.8	161.8	193.8	201.1	214.8	170.2	157.0	158.0	161.8	163.1
Gotówka	8.3	9.2	31.2	54.3	38.5	18.8	19.1	21.0	23.1	25.4	27.9	30.7	32.0
Inne aktywa obrotowe	0.9	1.8	1.1	9.9	1.0	1.7	3.4	5.2	7.1	9.0	11.1	13.2	15.4
Aktywa razem	693.2	511.1	775.4	674.5	604.4	627.0	622.0	640.6	613.0	599.9	593.2	593.9	590.4
Kapitały własne	243.8	251.7	258.9	266.4	279.6	293.9	306.4	314.7	316.6	318.8	320.9	324.9	328.8
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długoterminowe	41.8	41.0	34.5	34.7	36.1	36.3	36.5	36.8	37.1	37.4	37.7	38.1	38.5
Kredyty, pożyczki, leasing	14.9	15.1	10.4	10.2	11.1	10.9	10.7	10.5	10.4	10.2	10.1	10.0	9.9
Zobowiązania handlowe	24.2	22.9	21.3	21.7	22.1	22.5	22.9	23.3	23.8	24.2	24.6	25.1	25.5
Inne	2.7	3.0	2.8	2.8	2.9	2.9	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0	3.1	3.1
Zobowiązania krótkoterminowe	407.6	218.4	482.0	373.4	288.6	296.7	279.1	289.1	259.3	243.6	234.6	230.9	223.0
Kredyty, pożyczki, leasing	218.8	131.7	233.0	171.2	121.3	106.3	104.0	94.1	79.5	78.6	78.6	77.1	76.9
Zobowiązania handlowe	183.1	84.4	249.0	202.1	166.2	190.4	175.0	194.9	179.7	164.9	156.0	153.7	146.1
Inne	5.7	2.2	0.0	0.0	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
Pasywa razem	693.2	511.1	775.4	674.5	604.4	627.0	622.0	640.6	613.0	599.9	593.2	593.9	590.4
Dług netto	225.3	137.7	212.1	127.1	93.9	98.4	95.6	83.7	66.9	63.5	60.7	56.4	54.8
Dług netto / EBITDA	5.4	3.3	6.5	3.1	2.1	2.0	2.0	1.7	1.6	1.5	1.5	1.3	1.3
Dług netto / adj. EBITDA	5.4	3.3	6.5	3.1	3.0	2.0	2.0	1.7	1.6	1.5	1.5	1.3	1.3
Cash Flow (PLN m)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Zysk/ strata przed opodatkowaniem	28.2	14.9	13.0	13.2	20.9	24.9	25.6	28.4	20.5	23.0	22.7	25.2	25.0
Amortyzacja	9.2	10.6	12.2	12.3	15.6	17.0	16.4	15.8	15.3	14.9	14.5	14.2	13.9
Zmiana w kapitale obrotowym	-83.2	86.2	-89.3	80.0	43.3	-24.5	-14.7	-0.4	11.5	-1.6	-1.3	-1.1	-2.8
Zapłacony podatek	-8.5	-1.5	-0.3	-2.7	-4.0	-4.7	-4.9	-5.4	-3.9	-4.4	-4.3	-4.8	-4.8
Koszty i przychody z tytułu odsetek	10.5	13.1	11.7	20.3	8.4	5.5	5.0	4.9	4.5	3.9	3.9	3.9	3.9
Inne	-0.5	-3.5	-2.2	-0.1	-14.6	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Przep. pieniężne z dz. operacyjnej netto	-44.2	119.9	-55.0	123.0	69.6	18.1	27.3	43.2	47.9	35.8	35.5	37.5	35.2
Net CAPEX	-21.9	-12.0	-4.8	-14.0	-21.8	-9.5	-9.6	-9.8	-10.0	-10.2	-10.4	-10.7	-11.2
Inne	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Przep. pieniężne z dz. inwestycyjnej netto	-21.8	-11.9	-4.8	-14.0	-21.8	-9.5	-9.6	-9.8	-10.0	-10.2	-10.4	-10.7	-11.2
Wpływ z emisji akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana zadłużenia	58.4	-88.3	97.8	-61.7	-49.9	-14.9	-2.3	-9.8	-14.6	-0.8	0.0	-1.4	-0.1
Dywidendy wypłacone	-3.9	-3.9	-2.9	-2.9	-3.6	-5.9	-8.2	-14.7	-14.7	-16.4	-16.4	-16.4	-16.4
Płatności zobowiązań z tytułu leas. fin.	-1.4	-1.7	-1.3	-1.5	-1.9	-2.3	-2.3	-2.4	-2.5	-2.5	-2.6	-2.7	-2.8
Zapłacone odsetki	-9.2	-12.3	-10.7	-19.7	-8.1	-5.2	-4.6	-4.5	-4.1	-3.5	-3.5	-3.5	-3.4
Inne	-0.9	-0.9	-1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Przepływy środków pieniężnych netto z dział. fin.	43.0	-107.1	81.9	-85.8	-63.6	-28.3	-17.4	-31.5	-35.8	-23.3	-22.5	-23.9	-22.7
Początkowy poziom gotówki	31.3	8.3	9.2	31.2	54.3	38.5	18.8	19.1	21.0	23.1	25.4	27.9	30.7
Zwiększenie / zmniejszeni stanu gotówki	-23.0	0.9	22.0	23.1	-15.8	-19.7	0.2	1.9	2.1	2.3	2.5	2.8	1.3
Środki pieniężne na koniec okresu	8.3	9.2	31.2	54.3	38.5	18.8	19.1	21.0	23.1	25.4	27.9	30.7	32.0
DPS (PLN)	0.12	0.12	0.09	0.09	0.11	0.18	0.25	0.45	0.45	0.50	0.50	0.50	0.50

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Zastrzeżenia prawne

Niniejszy dokument został przygotowany przez: IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Prózna 9, 00-107 Warszawa, Polska, wpisaną do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000230737, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 2.993.783,60 zł, NIP 5272468122, www.ipopema.pl. Nadzór nad IPOPEMA Securities S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Dokument ten jest adresowany do Klientów IPOPEMA Securities S.A. uprawnionych do otrzymania go na podstawie umów o świadczenie usług. Niniejszy dokument, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu, może dotrzeć również do innych inwestorów. Dokument został przygotowany niezależnie od spółki, o której mowa w niniejszym dokumencie, a wszelkie prognozy, opinie i oczekiwania są prognozami IPOPEMA Securities S.A. O ile nie wskazano inaczej, wszelkie szacunki i opinie zawarte w dokumencie stanowią niezależną ocenę analityków IPOPEMA Securities S.A. sporządzających dokument, na dzień jego wydania.

IPOPEMA Securities S.A. przygotowała niniejszy dokument z zachowaniem należytej staranności, dokładności i rzetelności na podstawie publicznie dostępnych informacji, uważanych przez IPOPEMA Securities S.A. za wiarygodne. Źródłem danych są przede wszystkim: Bloomberg, Reuters, EPFR, PAP, GPW, GUS, NBP, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne. IPOPEMA Securities S.A. dołożyła należytej staranności w celu zapewnienia, że podane w dokumencie informacje są dokładne oraz że wszelkie prognozy, opinie i szacunki zawarte w nim są prawdziwe i rzetelne, przy czym IPOPEMA Securities S.A. nie weryfikowała niezależnie informacji podanych w dokumencie. W związku z powyższym, IPOPEMA Securities S.A. nie składa żadnych oświadczeń ani gwarancji, wyraźnych lub dorozumianych, co do rzetelności, dokładności, kompletności lub poprawności informacji i opinii zawartych w dokumencie. Wyrażone w nim opinie mogą ulec zmianie, a IPOPEMA Securities S.A. nie jest zobowiązana do aktualizowania opinii zawartych w dokumencie oraz do informowania o jego zmianach. IPOPEMA Securities S.A. ani żadna inna osoba nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z użycia niniejszego dokumentu lub jego zawartości lub straty pozostające w związku z nim w inny sposób, o ile przy jego sporządzaniu zachowała należytą staranność i rzetelność. Niniejszy dokument może być udostępniany w środkach masowego przekazu, przy czym kopiowanie lub publikacja w całości lub w części, jak również rozpowszechnianie informacji zawartych w niniejszym dokumencie wymaga uprzedniej zgody IPOPEMA Securities S.A. Niniejszy dokument ani żadna jego kopia nie może być rozpowszechniany bezpośrednio lub pośrednio w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie, Serbii lub Japonii.

Niniejszy dokument nie stanowi jakiegokolwiek oferty sprzedaży lub nakłaniania do jakiegokolwiek oferty kupna lub sprzedaży jakichkolwiek instrumentów finansowych, nie można na nim polegać w związku z jakąkolwiek umową lub zobowiązaniem oraz nie stanowi on reklamy lub promocji instrumentu finansowego ani spółki. Decyzje inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego lub innych publicznie dostępnych informacji i materiałów.

Niniejszy dokument został sporządzony bez uwzględniania potrzeb i sytuacji odbiorców dokumentu. Przy przygotowywaniu dokumentu, IPOPEMA Securities S.A. nie bada celów inwestycyjnych odbiorcy dokumentu, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej. Spółka lub instrumenty finansowe o których mowa w niniejszym dokumencie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców dokumentu, w tym mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Niniejszy dokument nie może być traktowany jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahaniom, w tym może ulegać obniżeniu. Zmiany kursów walut mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Inwestycja w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, w tym ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia wyników w przyszłości. IPOPEMA Securities S.A. zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od spółki i wyników jej działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. IPOPEMA Securities S.A. mogła wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą mieć konflikt interesów, który mógłby wpłynąć na obiektywność niniejszego dokumentu. Inwestor powinien założyć, że IPOPEMA Securities S.A. lub podmioty powiązane mogą świadczyć usługi na rzecz spółki i uzyskać z tego tytułu wynagrodzenie. Mogą również mieć inne relacje ze spółką. IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą nawiązać relacje biznesowe ze spółką lub innymi podmiotami wymienionymi w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. posiada strukturę organizacyjną i wewnętrzne regulacje zapewniające, że interesy inwestora nie zostaną naruszone w przypadku konfliktu interesów, w związku z przygotowaniem niniejszego dokumentu. Polityka zarządzania konfliktami interesów w IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej pod adresem <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje.p162>. Niniejszy dokument został przygotowany niezależnie od interesów IPOPEMA Securities S.A., spółki będącej przedmiotem niniejszego dokumentu oraz posiadaczy instrumentu finansowego wyemitowanego przez ww. spółkę. IPOPEMA Securities S.A., jej akcjonariusze, pracownicy i współpracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w instrumentach finansowych spółki lub innych instrumentach finansowych powiązanych z instrumentami finansowymi spółki.

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

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: ASBISc Enterprises PLC, Izostal S.A., Medicalgorithmics S.A., P.A. NOVA S.A., Scope Fluidics S.A., VIGO Photonics S.A. GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Informacje na temat programu dostępne są na stronie internetowej <https://www.gpw.pl/gpwpa>.

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), modeli zdyskontowanych dywidend (DDM), metody porównawczej, ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto (rNPV), wartości aktywów netto (NAV), sumy części (SoTP), lub wariantów tych metod, lub innych metod uznanych za właściwe. W powyższych wycenach są uwzględnione opinie autora lub autorów raportu, w tym prognozy finansowe dla spółki lub spółek. Subiektywne założenia autora/autorów raportu są oparte o wiedzę i doświadczenie i odgrywają istotną rolę w wycenie. Wykorzystywane są również założenia oparte o liczne zmienne ekonomiczne, w tym o stopy procentowe, inflację, kursy walutowe. Zmiana tych założeń może spowodować istotne różnice w opiniach autora/autorów oraz wycenie/wycenach.

Modele DCF przedstawiają oczekiwane kształtowanie się przepływów pieniężnych spółek i są powszechnie używane w sektorze finansowym. Modele DCF uwzględniają wiele uznaniowych założeń dotyczących modelu operacyjnego spółki, przyszłych wyników finansowych oraz otoczenia rynkowego. Modele DCF zazwyczaj prezentują tylko jeden wybrany wariant przyszłości, przez co do analizy różnych scenariuszy potrzebna jest analiza wrażliwości (dla założeń operacyjnych lub parametrów wyceny, lub obu tych obszarów jednocześnie). Słabe punkty metody DCF uwzględniają wrażliwość na zmiany poszczególnych założeń oraz fakt, że metoda DCF prezentuje tylko jeden wybrany uznaniowy scenariusz przyszłości.

Modele DDM opierają się na oczekiwanym poziomie dystrybucji środków do akcjonariuszy w postaci dywidend. Umożliwiają one wycenę efektywnego poziomu strumienia pieniędzy z perspektywy akcjonariuszy (tylko w przypadku dywidend, modele DDM mogą nie w pełni uwzględniać skupy akcji). Słabymi punktami modeli DDM są wrażliwość na zmiany poszczególnych założeń operacyjnych lub dotyczących wyceny, nieuchwycenie całości łącznej dystrybucji do akcjonariuszy jeśli spółka przeprowadza skup akcji własnych równoległe z wypłaceniem dywidendy, oraz kładzenie mniejszego nacisku na specyficzną sytuację finansową spółki.

Metoda porównawcza bazuje na porównaniu mnożników wyceny z mnożnikami innych spółek z danego sektora. Mnożniki dla obecnego i przyszłych lat dla porównywanej spółki bazujące na przyszłych wynikach, wartości księgowej, wyniku operacyjnym czy przepływach pieniężnych uwzględniają prognozy autora/autorów raportu. Metoda porównawcza jest mniej zależna od indywidualnych ocen autora/autorów raportu odnoszących się do pojedynczych parametrów, podczas gdy jest bardziej zależna od składu grupy porównawczej spółek. Słabymi punktami metody porównawczej są jakość i podobieństwo grupy porównawczej (w tym różnice w modelach biznesowych, otoczeniu operacyjnym, fazie wzrostu, itd.), selekcji porównywalnych spółek, jakości konsensusu prognoz wyników dla spółek porównywanych, oraz praktyce porównywania mnożników do średniej/mediany zamiast do historycznych premii/dyskont.

Metoda rNPV uwzględnia prawdopodobieństwa przypisane przyszłym przepływom gotówkowym, co pozwala oszacować specyficzne ryzyka. rNPV jest powszechnie stosowana w wycenach innowacyjnych spółek, bądź w przypadkach gdy określone kamienie milowe muszą być osiągnięte przed momentem regularnego generowania gotówki. Słabe punkty metody rNPV to subiektywne przypisanie zastosowanych wag ryzyka / dyskonta oraz wrażliwość na zmiany przyjętych poszczególnych założeń.

Metody NAV i SoTP są często używane w przypadkach wyceny osobnych części biznesu spółki w celu otrzymania skonsolidowanej wartości. NAV i SoTP mogą uwzględniać różne metody wyceny dla wybranych aktywów, w tym modele DCF i DDM, wycenę bazującą na docelowym mnożniku, wycenę rynkową, lub inne metody, które łącznie są często korygowane o dodatkowe uznaniowe dyskonta (jak na przykład dyskonto za strukturę holdingową). Słabe punkty metod NAV/SoTP uwzględniają specyficzne słabe strony użytych metod oraz wrażliwość na przyjęte uznaniowe korekty jak dyskonto za strukturę holdingową.

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją. Niniejszy dokument został przygotowany zgodnie z opinią, założeniami i wiedzą autorów.

Rekomendacje wydawane przez IPOPEMA Securities S.A. obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. IPOPEMA Securities S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. W ostatnich dwunastu miesiącach IPOPEMA Securities S.A. nie sporządziła żadnej rekomendacji dotyczącej analizowanej spółki.

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

Lista wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta wydanych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej: <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje.p162>.

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

AGM/EGM – zwyczajne/nadzwyczajne walne zgromadzenie akcjonariuszy.

BVPS – wartość księgowa na akcję - wartość księgowa kapitału własnego spółki przypadająca akcjonariuszom dominującym podzielona przez liczbę istniejących akcji na koniec okresu z wyłączeniem akcji własnych.

CAGR - łączna średnioroczna stopa wzrostu.

CFO – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej netto.

C/I (koszty/przychody) - koszty operacyjne podzielone przez przychody.

D&A – amortyzacja.

DCF – zdyskontowany model przepływów pieniężnych – metoda wyceny bazująca na sumie zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych z właściwymi korektami (jak dług netto, itd., jeśli są potrzebne).

DDM - metoda zdyskontowanych dywidend – metoda wyceny bazująca na sumie zdyskontowanych przyszłych dywidend.

DPS - dywidenda na akcję - dywidenda za dany rok podzielona przez liczbę istniejących akcji na moment dystrybucji z wyłączeniem akcji własnych.

DY - stopa dywidendy - dywidenda na akcję w danym roku podzielona przez cenę akcji.

EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.

EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami i amortyzacją.

EPS - zysk na akcję - zysk netto (lub skorygowany zysk netto) podzielony przez liczbę istniejących akcji na koniec okresu z wyłączeniem akcji własnych.

EV – wartość przedsiębiorstwa – kapitalizacja skorygowana o akcje własne, plus dług brutto, pomniejszony o wartość środków pieniężnych i ekwiwalentów, pomniejszony o wartość spółek stowarzyszonych, plus wartość kapitałów mniejszości.

EV/EBITDA – EV podzielona przez EBITDA.

EV/S lub EV/przychody – EV podzielone przez przychody.

FCFE – wolny przepływ środków pieniężnych dla właścicieli kapitału własnego.

FCFF – wolny przepływ środków pieniężnych dla właścicieli firmy.

FV – wartość godziwa – wartość godziwa spółki obliczana na podstawie metod wyceny przedstawionych w dokumencie.

LLP - rezerwy na straty kredytowe - koszt odłożony jako odpis na złe kredyty.

ND – dług netto – dług brutto i wartość leasingów (w zależności od standardu rachunkowości) pomniejszona o wartość środków pieniężnych i ekwiwalentów.

Netto F&C - przychody z opłat i prowizji netto - przychody z opłat i prowizji minus koszty prowizji i opłat.

NII - wynik netto z tytułu odsetek - dochód odsetkowy minus koszt odsetek.

NPL - pożyczka zagrożona - pożyczki, które są niewypłacalne lub zbliżone do niespłaconych.

P/BV – wskaźnik ceny do wartości księgowej - cena podzielona przez BVPS.

P/E – wskaźnik ceny do zysku – cena podzielona przez EPS.

PEG – wskaźnik P/E podzielony przez roczny wzrost EPS, zwykle przez dany okres.

ROA - zwrot z aktywów - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średnie aktywa.

ROE - zwrot z kapitału - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średni kapitał własny przypadający akcjonariuszom dominującym.

ROIC – zwrot z zainwestowanego kapitału – EBIT * (1 – stawka podatku) podzielona przez średni zainwestowany kapitał.

uFCF – underlying free cash flow – wskaźnik (obliczany przez IPOPEMA) odzwierciedlający wartość potencjalnej generacji gotówki możliwej do dystrybucji do akcjonariuszy przed wypływami na uznaniowe cele (takimi jak transfer do akcjonariuszy, nieogłoszone wcześniej przejęcia, aktywa finansowe, itd.), policzona następująco: przepływy operacyjne z operacji netto, pomniejszone o CAPEX na aktywa trwałe i niematerialne oraz ogłoszone przejęcia, pomniejszone o odsetki netto płatne na długi, pożyczkach i leasingach, pomniejszone o płatności leasingowe, pomniejszone o płatności dywidend do akcjonariuszy mniejszościowych, powiększone o otrzymane dywidendy, powiększone jeśli konieczne o inne wpływy/wypływy specyficzne dla spółki w zależności od jej specyfiki/prezentacji.

uFCFps – uFCF podzielone przez liczbę akcji na koniec okresu z wyłączeniem akcji własnych.

WACC – średni ważony koszt kapitału.

Autor dokumentu nie ma konfliktu interesów ze spółką, o której mowa w dokumencie. Punkt widzenia wyrażony w dokumencie odzwierciedla osobistą opinię autora dokumentu na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych. Inwestorzy powinni mieć świadomość, że elastyczna część wynagrodzenia autora może zależeć od ogólnych wyników finansowych IPOPEMA Securities S.A.

IPOPEMA Securities S.A. działa z należytą starannością, uczciwie, rzetelnie, profesjonalnie i zgodnie z przepisami obowiązującego prawa.

IPOPEMA Securities S.A. nie gwarantuje osiągnięcia celu inwestycyjnego inwestora, wyników spółki ani potencjalnych cen, o których mowa w niniejszym dokumencie.

Przy stosowaniu ratingów dla firm stosuje się następujące kryteria w odniesieniu do różnicy między FV IPOPEMA a ceną spółki w dniu rekomendacji.

KUPUJ – różnica pomiędzy FV a ostatnią ceną przekracza +10%.

TRZYMAJ – różnica pomiędzy FV a ostatnią ceną jest pomiędzy i/lub równa -10% oraz +10%.

SPRZEDAJ – różnica pomiędzy FV a ostatnią ceną jest poniżej -10%.

Cena stosowana w rekomendacji do obliczania odpowiednich wskaźników jest „ostatnią” ceną podaną na pierwszej stronie niniejszego dokumentu. Data i godzina podana na pierwszej stronie stanowi datę przygotowania dokumentu. Dokument został dystrybuowany w dniu 12 września 2025 o godzinie 08:45 CEST.

IPOPEMA Research - Rozkład ratingów (1 kwietnia 2025 – 30 czerwca 2025)		Liczba	%
KUPUJ		11	73%
TRZYMAJ		2	13%
SPRZEDAJ		2	13%
Razem		15	100%

Historia ratingów – Izostal				
Data	Rekomendacja	FV	Cena z rekomendacji	Autor
12/09/2025	TRZYMAJ	PLN 3.00	PLN 2.89	Krzysztof Otczyk Marcin Nowak