

Izostal

Mniejsza ilość przetargów w 2026E

W tym raporcie aktualizujemy naszą rekomendację dla Izostalu po wynikach za 3Q25. Podwyższamy naszą wartość godziwą do PLN 3.20 (co daje 5% potencjału spadku) i utrzymujemy naszą rekomendację TRZYMAJ. W dalszym ciągu 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 77%/26% kapitalizacji). Uważamy, że spadek wyników r/r nastąpi w 2026E r/r. Zwracamy uwagę na obecny backlog spółki, który obecnie wynosi PLN 226m i jest niższy o 71% r/r, kiedy to spółka wchodziła w realizację kontraktów związanych z FSRU na rzecz Gaz-Systemu. Prognozujemy przychody spółki w 2025E/2026E/2027E na poziomie odpowiednio PLN 1,195m/717m/847m (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 42.9m/28.8m/44.5m (dynamika roczna +31%/-33%/+55%). Na naszych prognozach Izostal jest handlowany na mnożniku EV/EBITDA rap. 5.6x/5.0x/5.0x dla odpowiednio 2025E/2026E/2027E.

Aktualizacja inwestycji rynkowych. Prezes URE zatwierdził Krajowy Plan Rozwoju Gaz-Systemu oraz dokonana została jego rewizja. Zgodnie z zatwierdzonym planem Gaz-System zakłada wzrost sieci przesyłowej o ok. 2.0 tys km do 2035E (w poprzednim planie przedstawionym do konsultacji łączny wzrost sieci przesyłowej miał wynieść ok. 1.7 tys km w tym samym okresie), co przekłada się na średnio 200km gazociągów rocznie (więcej w stosunku do średnio 165km rocznie z planu przedstawionego do konsultacji). Istotną zmianą z punktu spółki jest znaczący wzrost sieci DN1000, która w zatwierdzonym planie wzrosła ponad dwukrotnie do 640 km wobec 311 km w planie wcześniej prezentowanym do konsultacji. Zakładamy, że pierwsze większe przetargi powinny pojawić się w 2H26E, a przychody wyższe ze względu na wzrost długości nowej sieci przesyłowej oraz znaczny wzrost sieci o średnicy DN1000.

Podpisana została umowa dotycząca realizacji polskiej części rurociągu NATO. Zgodnie z którą proces projektowania potrwa do końca 2027E. Łączna długość rurociągu ma wynieść ok. 300km a jego średnica ma wynieść mniej niż pół metra. Jego długość jest niższa niż się spodziewaliśmy. Tak więc obniżyliśmy nasze prognozy co do przychodów z kontraktów dotyczących rurociągu NATO. Zakładamy, że pierwsze przetargi i dostawy pojawią się w 2028E, wcześniej spodziewaliśmy się ich uruchomienia w 2027E.

Mając powyższe na uwadze zakładamy, że wyższe przychody z realizacji na rzecz Gaz-Systemu zrekompensują z nadwyżką niższe przychody ze strony kontraktów związanych z rurociągiem NATO niż wcześniej zakładaliśmy. Tak więc podnosimy nasze oczekiwania co przychodów w przyszłych latach.

Tabela 1. Izostal: podsumowanie prognoz

PLN m	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	1,171.6	751.0	771.6	1,194.9	717.1	846.8
EBITDA	41.7	41.7	32.8	42.9	43.3	44.5
EBIT	32.5	31.1	20.6	30.5	27.6	28.4
Zysk netto	22.5	11.9	10.1	12.0	16.2	17.9
EPS (PLN)	0.69	0.36	0.31	0.37	0.50	0.55
DPS (PLN)	0.12	0.12	0.09	0.09	0.13	0.17
EV/EBITDA (x)	7.0	5.2	8.9	5.6	5.0	5.0
P/E (x)	3.0	6.8	7.8	9.2	6.8	6.2

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Przemysł

Izostal

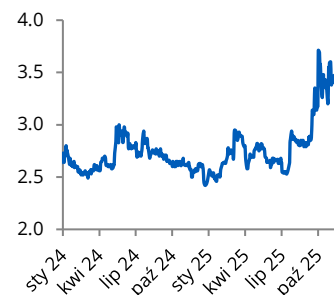
TRZYMAJ

FV PLN 3.20

5% potencjału spadku

Cena z dnia 28 listopada 2025 PLN 3.37

Rekomendacja podtrzymana



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	32.7
Kapitalizacja (EUR m)	26.1
12M śr. dzienny wolumen (k)	40.5
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.03
12M max/min (PLN)	3.81/2.32
Waga w WIG (%)	0.01%
Reuters	IZS.WA
Bloomberg	IZS.PW

Stopa zwrotu

1M	+2%
3M	+21%
12M	+37%

Akcjonariusze (% 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 3.20

Kapitalizacja EUR 26m

Potencjał spadku 5%

Mnożniki	2023	2024	2025E	2026E	2027E
P/E rep. (x)	6.8	7.8	9.2	6.8	6.2
EV/EBITDA rep. (x)	5.2	8.9	5.6	5.0	5.0
EV/Sales (x)	0.3	0.4	0.2	0.3	0.3
P/BV (x)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
uFCF yield (%)	116.9%	-92.4%	76.7%	25.9%	1.0%
DY (%)	4.8%	3.7%	2.7%	3.8%	5.1%

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	0.37	0.50	0.55
BVPS (PLN)	7.69	7.91	8.18	8.55	8.93
uFCFPS (PLN)	2.90	-2.22	2.58	0.87	0.03
DPS (PLN)	0.12	0.09	0.09	0.13	0.17

Zmiana r/r (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	-35.9%	2.7%	54.8%	-40.0%	18.1%
EBITDA	0.1%	-21.4%	30.9%	0.8%	2.8%
Adj. EBITDA	0.1%	-21.4%	30.9%	-33.0%	54.6%
EBIT	-4.3%	-33.6%	48.1%	-9.6%	3.0%
Zysk netto	-46.9%	-15.0%	18.8%	34.7%	10.5%

Wskaźniki	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Marża brutto (%)	9.7%	8.4%	8.6%	7.2%	8.7%
Marża EBITDA (%)	5.6%	4.2%	3.6%	6.0%	5.3%
Marża Adj. EBITDA (%)	5.6%	4.2%	3.6%	4.0%	5.3%
Marża EBIT (%)	4.1%	2.7%	2.6%	3.8%	3.4%
Marża netto (%)	1.6%	1.3%	1.0%	2.3%	2.1%
DN / EBITDA (x)	3.3	6.5	3.0	2.5	2.5
DN / Adj. EBITDA (x)	3.3	6.5	3.0	3.7	2.5
DN / Kap. Wł. (x)	0.5	0.8	0.5	0.4	0.4
ROE rep. (%)	4.8%	4.0%	4.6%	5.9%	6.3%
ROA rep. (%)	3.2%	2.0%	1.6%	1.6%	2.5%
ROIC rep. (%)	9.4%	6.0%	6.7%	5.2%	5.5%

Przychody segmenty	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Segment Infrastruktury	602.3	618.7	1 022.3	582.3	698.5
Segment Stalowy	148.7	152.9	172.5	134.7	148.3

EBITDA segmentów	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Segment Infrastruktury	35.9	23.7	32.2	32.4	33.3
Segment Stalowy	5.8	9.1	10.7	10.8	11.1

P&L (PLN m)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	1,171.6	751.0	771.6	1,194.9	717.1	846.8
Koszty sprzedanych produktów,	-1,088.0	678.6	707.0	1,091.8	665.5	773.1
Zysk brutto na sprzedaży	83.6	72.5	64.6	103.1	51.6	73.7
Pozostałe przychody operacyjne	1.8	2.1	2.0	3.1	20.9	6.5
Koszty sprzedaży i marketingu	-21.5	-13.3	-12.8	-40.1	-17.7	-20.6
Koszty ogólnego zarządu	-30.6	-29.5	-32.6	-33.6	-24.8	-28.8
Pozostałe koszty operacyjne	-0.9	-0.7	-0.5	-1.9	-2.4	-2.4
EBITDA	41.7	41.7	32.8	42.9	43.3	44.5
Adj. EBITDA	41.7	41.7	32.8	42.9	28.8	44.5
EBIT	32.5	31.1	20.6	30.5	27.6	28.4
Przychody finansowe	6.6	0.8	5.0	0.7	0.4	0.3
Koszty finansowe	-10.8	-16.9	-12.6	-15.9	-7.9	-6.6
Zysk brutto	28.2	14.9	13.0	15.3	20.0	22.1
Podatek dochodowy	-5.8	-3.0	-2.9	-3.2	-3.8	-4.2
Mniejszościowy zysk/strata	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	22.5	11.9	10.1	12.0	16.2	17.9

BILANS (PLN m)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Aktywa trwałe	209.3	215.4	205.9	199.5	232.8	226.7
Rzeczowe aktywa trwałe	184.3	187.7	181.5	177.0	198.8	193.5
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	13.7	11.7
Inne aktywa trwałe	10.5	8.1	6.1	6.1	19.0	20.3
Aktywa obrotowe	484.0	295.8	569.5	490.1	374.6	399.4
Należności krótkoterminowe	192.2	123.4	226.3	222.0	177.5	220.4
Zapasy	282.6	161.4	310.9	209.2	172.8	159.2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	8.3	9.2	31.2	48.9	23.3	18.8
Inne aktywa obrotowe	0.9	1.8	1.1	9.9	1.0	1.0
Aktywa razem	693.2	511.1	775.4	689.6	607.4	626.0
Kapitały własne	243.8	251.7	258.9	268.0	280.0	292.3
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długoterm.	41.8	41.0	34.5	32.4	33.9	34.1
Kredyty, pożyczki, leasing	14.9	15.1	10.4	7.8	8.9	8.7
Inne zobowiązania długoterm.	26.9	25.9	24.1	24.5	25.0	25.4
Zobowiązania krótkoterm.	407.6	218.4	482.0	389.2	293.5	299.7
Kredyty, pożyczki, leasing	218.8	131.7	233.0	171.2	121.2	121.2
Zobowiązania handlowe	183.1	84.4	249.0	218.0	171.3	177.6
Inne zob. krótkoterm.	5.7	2.2	0.0	0.0	0.9	0.8
Pasywa razem	693.2	511.1	775.4	689.6	607.4	626.0
Dług netto (PLN m)	225.3	137.7	212.1	130.1	106.8	111.1

CASH FLOW (PLN m)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przepływy pien. z dz. oper.	-44.2	119.9	-55.0	116.2	60.3	19.0
Zysk/strata przed opodat.	28.2	14.9	13.0	15.3	20.0	22.1
Amortyzacja	9.2	10.6	12.2	12.4	15.7	16.0
Zmiany w kapitale obrotowym	-83.2	86.2	-89.3	75.3	34.7	-22.6
Podatek dochodowy	-8.5	-1.5	-0.3	-3.2	-3.8	-4.2
Inne	10.0	9.6	9.4	16.4	-6.2	7.6
Przepływy pien. z dz. inv.	-21.8	-11.9	-4.8	-14.0	-21.8	-8.6
CAPEX	-21.9	-12.0	-4.9	-14.1	-21.9	-8.6
Inne	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
Przepływy pien. z dz. fin.	43.0	-107.1	81.9	-84.4	-64.1	-15.0
Emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany zadłużenia	58.4	-88.3	97.8	-64.0	-50.0	0.0
Dywidendy	-3.9	-3.9	-2.9	-2.9	-4.2	-5.7
Odsetki zapłacone	-9.2	-12.3	-10.7	-16.0	-7.9	-7.4
Płatności związane z leasingiem	-1.4	-1.7	-1.3	-1.5	-1.9	-2.0
Inne	-0.9	-0.9	-1.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany w śr. pieniężnych	-23.0	0.9	22.0	17.7	-25.6	-4.5
Śr. Pieniężna na koniec okresu	8.3	9.2	31.2	48.9	23.3	18.8

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Spis treści

Wycena	4
Wycena DCF	4
Wycena DDM.....	5
Zmiany w prognozach.....	5
Aktualizacja inwestycji rynkowych.....	6
Gaz-System - uzgodniony plan rozwoju systemu przesyłowego	6
Rurociąg NATO.....	6
Ryzyka	7
Prognozy finansowe.....	8
Analiza wyników 3Q25	9
Ostatnie wydarzenia ze spółki	10

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 3.20ps, tj. 5% poniżej obecnej ceny rynkowej, co implikuje rekomendację TRZYMAJ.

Tabela 2. Izostal podsumowanie wyceny

Podsumowanie wyceny	Waga	Cena
Wycena DCF (PLN ps)	100%	3.20
Wycena DDM (PLN ps)	0%	2.54
Wycena na akcje (PLN)		3.20

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 3. Izostal Model DCF (PLN m)

DCF (PLN m)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	Okres rezyd.
Przychody ze sprzedaży	1 194.9	717.1	846.8	901.0	930.1	848.9	875.3	890.9	914.6	921.9	931.1
EBITDA	42.9	28.8	44.5	51.2	48.5	43.5	43.8	43.9	44.8	44.9	45.3
EBIT	30.5	13.1	28.4	35.8	33.8	29.2	30.0	30.4	31.7	32.0	32.6
Efektywna stopa podatkowa	21.2%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
NOPAT	24.0	10.6	23.0	29.0	27.3	23.7	24.3	24.6	25.6	25.9	26.4
+ Amortyzacja	12.4	15.7	16.0	15.4	14.8	14.3	13.8	13.4	13.1	12.9	12.7
+ CAPEX	-14.1	-21.9	-8.6	-8.8	-9.0	-9.2	-9.4	-9.6	-9.9	-10.3	-10.3
+ Płatności związane z leasingiem	-1.5	-1.9	-2.0	-2.0	-2.1	-2.1	-2.2	-2.3	-2.3	-2.4	-2.4
+ Zmiana w kapitale obrotowym netto	75.3	34.7	-22.6	-16.9	-2.5	15.6	-4.0	-1.1	-1.2	-1.3	-2.3
FCFF	96.1	37.1	5.9	16.7	28.6	42.2	22.6	25.1	25.3	24.8	24.1
Czynnik dyskontowy	0.99	0.89	0.80	0.72	0.65	0.58	0.52	0.47	0.42	0.38	0.38
Wartość bieżąca FCFF	95.2	33.0	4.7	12.0	18.5	24.5	11.8	11.8	10.7	9.4	
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym											1.0%
Wartość rezydualna											233.4
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	2.7	2.3	2.3	2.3	2.3	2.1	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0
Koszt kapitału własnego	20.0%	17.9%	17.9%	17.8%	17.5%	16.5%	16.5%	16.4%	16.3%	16.1%	16.1%
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	21.2%	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	38.2%	46.0%	46.0%	46.4%	47.7%	52.3%	52.2%	52.7%	53.2%	54.5%	54.5%
Waga długu	61.8%	54.0%	54.0%	53.6%	52.3%	47.7%	47.8%	47.3%	46.8%	45.5%	45.5%
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	231.5										
+ Zdyskontowana wartość rezydualna	88.1										
Wartość przedsiębiorstwa =	319.7										
+ Dług netto	-212.1										
+ Mniejszości	0.0										
+ Wypłacone dywidendy	-2.9										
Wartość kapitału własnego =	104.6										
Liczba akcji (rozwodniona, m)	32.74										
Wycena DCF na akcje (PLN)	3.20										

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 4. 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%	3.16	3.03	2.92	2.82	2.73
	0.8%	3.31	3.18	3.05	2.94	2.84
	1.0%	3.49	3.33	3.20	3.07	2.96
	1.3%	3.68	3.51	3.36	3.22	3.09
	1.5%	3.89	3.70	3.53	3.38	3.24

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 5. 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%	2.16	2.54	2.92	3.30	3.68
	0.8%	2.25	2.65	3.05	3.45	3.85
	1.0%	2.35	2.77	3.20	3.62	4.04
	1.3%	2.46	2.91	3.35	3.80	4.24
	1.5%	2.59	3.06	3.53	4.00	4.47

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).

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 0.13 na akcję (4% DY). W długim terminie szacujemy powtarzalny potencjalny poziom dywidendy na PLN 0.58 na akcję.

Tabela 6. Izostal wycena DDM (PLN ps)

DDM	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	Okres rezyd.
DPS (PLN ps)	0.00	0.13	0.17	0.25	0.45	0.45	0.50	0.50	0.50	0.50	0.58
Koszt kapitału własnego	20.0%	17.9%	17.9%	17.8%	17.5%	16.5%	16.5%	16.4%	16.3%	16.1%	16.1%
Czynnik dyskontowy	0.00	0.91	0.77	0.65	0.56	0.48	0.41	0.35	0.30	0.26	0.26
Zdyskontowany DPS (PLN ps)	0.00	0.12	0.13	0.16	0.25	0.21	0.20	0.18	0.15	0.13	
Suma zdyskontowanych DPS (PLN ps)											1.54
Wzrost w okresie rezydualnym											1.0%
Zdyskontowana wartość rezydualnego DPS(PLN ps)											1.00
Wycena DDM na akcje (PLN ps)											2.54

Źródło: IPOPEMA Research

Zmiany w prognozach

W poniższej tabeli przedstawione zostały zmiany w naszych prognozach w stosunku do raportu z 12 września 2025.

Tabela 7. Zestawienie zmian w prognozach IPOPEMA (PLN m)

	2025E			2026E			2027E		
	Obecne	Poprzednie	Zmiana	Obecne	Poprzednie	Zmiana	Obecne	Poprzednie	Zmiana
Przychody	1,194.87	1,102.10	8%	717.09	678.45	6%	846.77	827.07	2%
Adj. EBITDA	42.92	40.77	5%	28.76	31.06	-7%	44.46	48.12	-8%
EBIT	30.52	28.46	7%	27.60	29.99	-8%	28.42	31.16	-9%
Zysk netto	12.04	10.42	16%	16.22	16.90	-4%	17.94	20.21	-11%

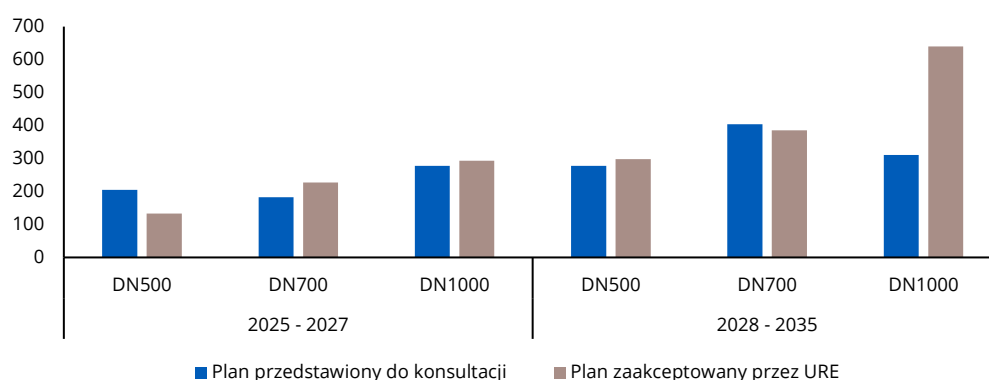
Źródło: IPOPEMA Research

Aktualizacja inwestycji rynkowych

Gaz-System - uzgodniony plan rozwoju systemu przesyłowego

Urząd Regulacji Energetyki zatwierdził 10-letni plan rozwoju sieci Gaz-Systemu. Łączna długość nowej sieci przesyłowej ma wzrosnąć o około 2 000 km, czyli o prawie 300 km więcej niż w planie wcześniej przedstawionym do konsultacji. Zwracamy uwagę, że w przyjętym planie na okres 2028–2035 łączna długość rurociągów DN1000 wzrosła ponad dwukrotnie do 640 km wobec 311 km w planie wcześniej prezentowanym do konsultacji. Szacujemy, że wydatki Gaz-Systemu na zakupy rur, w okresie trwania zaakceptowanego planu, wyniosą ok. PLN 4bn. Poniżej przedstawiamy wykres z zaprezentowanymi różnicami dla poszczególnych okresów i typów rur.

Wykres 1. Zmiany całkowitej długości rur według rodzaju i okresu (km)



Źródło: Gaz-System, IPOPEMA Research

Rurociąg NATO

Ministerstwo Obrony Narodowej ogłosiło podpisanie porozumienia o współpracy pomiędzy Agencją Inwestycyjną NATO (ZIOTP) a PERN S.A. dotyczące realizacji programu rozbudowy polskiej infrastruktury paliwowej w celu połączenia jej z systemem rurociągów NATO. Jak poinformował wiceminister obrony, Cezary Tomaczyk, całkowita szacunkowa wartość inwestycji ma wynieść ok. PLN 20bn. Zgodnie z planem etap projektowania ma zająć 2 lata, więc powinien skończyć się pod koniec 2027E. Następnie projekt musi być zaakceptowany przez radę NATO oraz wszystkie kraje członkowskie, po czym będzie można przejść do jego realizacji. Rurociąg ma mieć długość ok. 300km i być zlokalizowany w zachodniej części polski, od bazy PERN pod Bydgoszczą do granicy z Niemcami. Średnica planowanego rurociągu ma mieć mniej niż pół metra. Warto zaznaczyć, że od strony Niemieckiej nie ma obecnie odpowiedniego rurociągu należącego do systemu NATO, do którego mógłby zostać podłączony planowany polski rurociąg.

Dodatkowo chcemy zwrócić uwagę, że przy rozpoczęciu prac nad polską częścią rurociągu NATO może powrócić temat budowy drugiej nitki rurociągu Pomorskiego, który został wstrzymany z powodu braku zainteresowania ze strony partnerów krajowych i zagranicznych. Jego łączna długość planowo miała mieć ok. 240km a średnica wynieść 800 milimetrów. Jednakże, nie uwzględniamy tego w naszym modelu.

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.

Prognozy finansowe

Tabela 8. 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	1,194.9	717.1	846.8	901.0	930.1	848.9	875.3	890.9	914.6	921.9
Koszty sprzedanych prod., tow. i mat.	-1,088.0	-678.6	-707.0	-1,091.8	-665.5	-773.1	-817.2	-846.5	-774.5	-798.6	-812.9	-834.0	-840.6
Zysk/strata brutto ze sprzedaży	83.6	72.5	64.6	103.1	51.6	73.7	83.8	83.6	74.4	76.7	78.0	80.5	81.3
Pozostałe przychody	1.8	2.1	2.0	3.1	20.9	6.5	6.6	6.6	6.7	6.8	6.8	6.9	7.0
Koszty sprzedaży	-21.5	-13.3	-12.8	-40.1	-17.7	-20.6	-21.7	-22.5	-20.6	-21.2	-21.6	-22.2	-22.4
Koszty ogólnego zarządu	-30.6	-29.5	-32.6	-33.6	-24.8	-28.8	-30.4	-31.5	-28.8	-29.7	-30.3	-31.1	-31.3
Pozostałe koszty	-0.9	-0.7	-0.5	-1.9	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.6
EBITDA	41.7	41.7	32.8	42.9	43.3	44.5	51.2	48.5	43.5	43.8	43.9	44.8	44.9
EBIT	32.5	31.1	20.6	30.5	27.6	28.4	35.8	33.8	29.2	30.0	30.4	31.7	32.0
Przychody finansowe	6.6	0.8	5.0	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
Koszty finansowe	-10.8	-16.9	-12.6	-15.9	-7.9	-6.6	-7.7	-7.6	-7.2	-6.0	-6.0	-5.9	-5.8
Zysk/strata brutto	28.2	14.9	13.0	15.3	20.0	22.1	28.5	26.5	22.4	24.4	24.8	26.1	26.6
Podatek dochodowy	5.8	3.0	-2.9	-3.2	-3.8	-4.2	-5.4	-5.0	-4.3	-4.6	-4.7	-5.0	-5.1
Zysk/strata netto przypa. na akcjo. dom.	-5.8	-3.0	10.1	12.0	16.2	17.9	23.1	21.5	18.1	19.7	20.1	21.2	21.6
EPS (PLN)	0.69	0.36	0.31	0.37	0.50	0.55	0.70	0.66	0.55	0.60	0.61	0.65	0.66
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	232.8	226.7	218.8	213.0	207.8	203.4	199.5	196.3	193.8
Rzeczowe aktywa trwałe	184.3	187.7	181.5	177.0	198.8	193.5	188.6	184.2	180.3	176.8	173.8	171.3	169.4
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	13.7	11.7	10.0	8.6	7.4	6.4	5.5	4.8	4.2
Inne aktywa trwałe	10.5	8.1	6.1	6.1	19.0	20.3	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0
Aktywa obrotowe	484.0	295.8	569.5	490.1	374.6	399.4	420.3	421.7	421.1	438.3	451.1	466.1	474.9
Zapasy	282.6	161.4	310.9	209.2	172.8	159.2	150.8	154.8	182.9	194.0	185.1	180.3	173.7
Należności krótkoterminowe	192.2	123.4	226.3	222.0	177.5	220.4	246.4	240.3	207.8	209.8	227.0	242.1	255.8
Gotówka	8.3	9.2	31.2	48.9	23.3	18.8	20.0	22.0	24.2	26.6	29.2	32.2	32.0
Inne aktywa obrotowe	0.9	1.8	1.1	9.9	1.0	1.0	3.0	4.6	6.2	7.9	9.7	11.5	13.4
Aktywa razem	693.2	511.1	775.4	689.6	607.4	626.0	639.1	634.6	628.9	641.7	650.6	662.4	668.7
Kapitały własne	243.8	251.7	258.9	268.0	280.0	292.3	307.2	313.9	317.3	320.7	324.4	329.2	334.4
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	32.4	33.9	34.1	34.3	34.5	34.8	35.0	35.3	35.6	36.0
Kredyty, pożyczki, leasing	14.9	15.1	10.4	7.8	8.9	8.7	8.4	8.2	8.0	7.8	7.6	7.5	7.3
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	389.2	293.5	299.7	297.6	286.2	276.9	286.0	290.9	297.6	298.4
Kredyty, pożyczki, leasing	218.8	131.7	233.0	171.2	121.2	121.2	119.5	113.1	93.1	93.5	91.6	89.7	85.2
Zobowiązania handlowe	183.1	84.4	249.0	218.0	171.3	177.6	178.1	173.0	183.7	192.5	199.2	207.9	213.2
Inne	5.7	2.2	0.0	0.0	0.9	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
Pasywa razem	693.2	511.1	775.4	689.6	607.4	626.0	639.1	634.6	628.9	641.7	650.6	662.4	668.7
Dług netto / EBITDA	5.4	3.3	6.5	3.0	2.5	2.5	2.1	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5	1.3
Dług netto / adj. EBITDA	5.4	3.3	6.5	3.0	3.7	2.5	2.1	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5	1.3
BVPS (PLN)	7.4	7.7	7.9	8.2	8.6	8.9	9.4	9.6	9.7	9.8	9.9	10.1	10.2
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	15.3	20.0	22.1	28.5	26.5	22.4	24.4	24.8	26.1	26.6
Korekty o pozycje:	-72.5	105.0	-68.0	100.9	40.3	-3.1	1.0	15.1	33.0	11.5	13.9	13.1	12.6
Amortyzacja	9.2	10.6	12.2	12.4	15.7	16.0	15.4	14.8	14.3	13.8	13.4	13.1	12.9
Zmiana w kapitale obrotowym	-83.2	86.2	-89.3	75.3	34.7	-22.6	-16.9	-2.5	15.6	-4.0	-1.1	-1.2	-1.3
Zapłacony podatek	-8.5	-1.5	-0.3	-3.2	-3.8	-4.2	-5.4	-5.0	-4.3	-4.6	-4.7	-5.0	-5.1
Koszty i przychody z tytułu odsetek	10.5	13.1	11.7	16.5	8.3	7.7	8.0	7.9	7.5	6.3	6.3	6.2	6.1
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	116.2	60.3	19.0	29.5	41.6	55.4	35.8	38.7	39.3	39.2
Net CAPEX	-21.9	-12.0	-4.8	-14.0	-21.8	-8.6	-8.7	-8.9	-9.1	-9.3	-9.5	-9.8	-10.3
Przep. pieniężne z dz. inwestycyjnej netto	-21.8	-11.9	-4.8	-14.0	-21.8	-8.6	-8.7	-8.9	-9.1	-9.3	-9.5	-9.8	-10.3
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	-64.0	-50.0	0.0	-1.7	-6.4	-20.1	0.4	-1.9	-1.9	-4.6
Dywidendy wypłacone	-3.9	-3.9	-2.9	-2.9	-4.2	-5.7	-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	-2.0	-2.0	-2.1	-2.1	-2.2	-2.3	-2.3	-2.4
Zapłacone odsetki	-9.2	-12.3	-10.7	-16.0	-7.9	-7.4	-7.7	-7.6	-7.2	-6.0	-6.0	-5.9	-5.8
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
Przep. pieniądze z dz. Fin. netto	43.0	-107.1	81.9	-84.4	-64.1	-15.0	-19.6	-30.8	-44.1	-24.1	-26.5	-26.5	-29.1
Początkowy poziom gotówki	31.3	8.3	9.2	31.2	48.9	23.3	18.8	20.0	22.0	24.2	26.6	29.2	32.2
Zwiększenie / zmniejszenie stanu gotówki	-23.0	0.9	22.0	17.7	-25.6	-4.5	1.2	2.0	2.2	2.4	2.7	2.9	-0.2
Zyski/straty z tytułu różnic kursowych	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
Środki pieniężne na koniec okresu	8.3	9.2	31.2	48.9	23.3	18.8	20.0	22.0	24.2	26.6	29.2	32.2	32.0
DPS (PLN)	0.12	0.12	0.09	0.09	0.13	0.17	0.25	0.45	0.45	0.50	0.50	0.50	0.50

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Analiza wyników 3Q25

Opinia. Pozytywnie. W kolejnym kwartale z rzędu spółka odnotowała trzycyfrowy wzrost w Segmencie Infrastruktury (+136% r/r) oraz niski wzrost w Segmencie Stalowym w ujęciu r/r, zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Głównie za wzrost przychodów odpowiada realizacja dostaw na rzecz Gaz-Systemu, w związku z budową lądowej części terminala FSRU oraz wzrost dostaw na rzecz innych klientów. Osiągnięte wyniki przez spółkę są powyżej naszych oczekiwań, natomiast marża EBITDA jest trochę poniżej naszych prognoz 3.8% vs. 4.0%.

Przychody. Przychody grupy w 3Q25 wyniosły PLN 307.6m (+101% r/r, -18% k/k) powyżej naszych oczekiwań wynoszących PLN 224.3m. Za wyższy wynik od oczekiwanego odpowiadają większe przychody z kontraktu FSRU niż założone przez nas oraz wzrost przychodów od pozostałych klientów. Zgodnie z naszymi założeniami, spółka kolejny kwartał odnotowuje solidne wyniki w ujęciu r/r, natomiast widoczne jest już spowolnienie w tym tempie oraz spadek w ujęciu kwartalnym.

Segment Infrastruktury. Łączne przychody tego segmentu wyniosły PLN 265.4 (+136% r/r, -19% k/k) i były wyższe od naszych oczekiwań wynoszących PLN 183.9m. Głównym czynnikiem stojącym za wyższymi przychodami, były dostawy rur izolowanych na rzecz Gaz-Systemu przede wszystkim związanych realizacją kontraktu FSRU oraz wyższe r/r dostawy na rzecz pozostałych klientów.

Segment Stalowy. Spółka w tym segmencie osiągnęła PLN 42.2m (+5% r/r, -10% k/k) przychodów w stosunku do PLN 40.4 prognozowanych przez nas. Wolumen sprzedanych konstrukcji stalowych wyniósł 663 ton wobec 580 ton zakładanych przez nas.

Koszty. Koszty sprzedanych produktów wyniosły PLN -277.5m (+103% r/r) i urosły mocniej niż przychody. Koszty sprzedaży i zarządu osiągnęły wartość na PLN -21.8m vs. -22.5 w 2Q25.

EBITDA. EBITDA wyniosła PLN 11.6m (+33% r/r, -11%k/k). Natomiast marża EBITDA osiągnęła wartość 3.8% (vs. 5.7% w 3Q24) i była niższa od zakładanej przez nas w wysokości 4.0%.

Zysk netto. Zysk netto wyniósł PLN 3.4m (+65% r/r, -32% k/k), koszty finansowe netto wyniosły PLN -4.1m

Tabela 9. Izostal: analiza wyników 3Q25

IZS PW (PLN m)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	R/R	K/K	IPO Akt. vs. 3Q25	IPO
Przychody	303.7	145.9	180.6	120.8	172.0	179.4	152.8	267.5	329.7	373.4	307.6	101%	-18%	224.3	37%
Segment Infrastruktury	265.8	104.9	144.1	87.5	140.8	135.8	112.6	229.5	285.1	326.4	265.4	136%	-19%	183.9	44%
Segment Stalowy	37.9	41.0	36.5	33.4	31.2	43.6	40.2	38.0	44.6	47.0	42.2	5%	-10%	40.4	4%
Koszt sprzedanych produktów	-279.8	-125.6	-168.2	-104.9	-156.3	-164.9	-136.8	-249.0	-302.2	-341.3	-277.5	103%	-19%	-208.2	33%
Zysk/Strata brutto	23.9	20.3	12.4	15.9	15.7	14.5	15.9	18.5	27.5	32.1	30.0	89%	-6%	16.1	86%
EBITDA	11.7	13.4	7.2	9.4	9.8	8.0	8.7	6.3	12.4	12.9	11.6	33%	-11%	8.9	30%
EBIT	9.5	10.3	4.6	6.6	6.9	5.0	5.7	3.1	9.3	9.8	8.5	49%	-14%	5.8	45%
Zysk/Strata netto	4.1	2.9	3.1	1.8	3.2	3.0	2.1	1.8	3.3	5.0	3.4	65%	-32%	2.2	52%
Marża brutto	7.9%	13.9%	6.9%	13.2%	9.1%	8.1%	10.4%	6.9%	8.3%	8.6%	9.8%			7.2%	
Marża EBITDA	3.9%	9.2%	4.0%	7.8%	5.7%	4.4%	5.7%	2.4%	3.8%	3.5%	3.8%			4.0%	
Marża EBIT	3.1%	7.1%	2.6%	5.5%	4.0%	2.8%	3.7%	1.2%	2.8%	2.6%	2.8%			2.6%	
Marża netto	1.4%	2.0%	1.7%	1.5%	1.9%	1.7%	1.4%	0.7%	1.0%	1.3%	1.1%			1.0%	

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Ostatnie wydarzenia ze spółki

W sierpniu spółka otrzymała certyfikat, dzięki któremu może oznaczać izolację antykorozyjną 3LPE znakiem jakości i bezpieczeństwa Q INiG. Certyfikat wydany został przez Instytut Nafty i Gazu w Krakowie. Obowiązuje do 12 sierpnia 2030.

W 14 listopada 2025 spółka przekazała informację o wydaniu przez Prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów zgody na przejęcie spółki Proma sp. z o.o.

Zastrzeżenia prawne

Niniejszy dokument został przygotowany przez: IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Próżna 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. Piłkna 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 przyszłemu przepływowi 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 modelem 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, pomniejszony 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 1 grudnia 2025 o godzinie 08:00 CET.

IPOPEMA Research - Rozkład ratingów (1 lipca 2025 – 30 września 2025)	Liczba	%
KUPUJ	22	65%
TRZYMAJ	8	24%
SPRZEDAJ	4	12%
Razem	34	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
01/12/2025	TRZYMAJ	PLN 3.20	PLN 3.38	Krzysztof Otczyk Marcin Nowak