

# Izostal

## Wahania cen materiałów

W niniejszym raporcie aktualizujemy naszą rekomendację dla Izostal po wynikach za 4Q25. Nieznacznie podnosimy naszą wycenę godziwą do PLN 3.25 (6% potencjału wzrostu) i podtrzymujemy rekomendację TRZYMAJ. Nadal pozytywnie oceniamy perspektywy poprawy marży brutto w kolejnych latach, wspierane przez wymogi „local content” (tj. bariery dla podmiotów zagranicznych) w procedurach przetargowych, jednak efekt ten będzie częściowo neutralizowany przez wzrost cen polietylenu. Oczekujemy spadku wyników r/r w 2026P ze względu na mniejszą liczbę przetargów na rury o średnicy powyżej DN700, co jest widoczne w obecnym backlogu, który wynosi PLN 230m (-70% r/r), po przerwie w przetargach ze strony Gaz-System oraz Polska Spółka Gazownictwa. Prognozujemy przychody spółki w 2026P/2027P/2028P na poziomie PLN 754m/898m/941m (przy czym spadek r/r w 2026P odzwierciedla zakończenie kluczowych kontraktów), oraz EBITDA na poziomie PLN 38.1m/49.3m/46.9m, co oznacza dynamikę EBITDA na poziomie -13%/+29%/-5% r/r. Na podstawie naszych prognoz, Izostal jest wyceniany przy mnożnikach EV/EBITDA na poziomie ok. 5.9x/3.9x/4.2x x dla 2026P/2027P/2028P.

**Przetargi.** Zgodnie z naszymi wcześniejszymi założeniami, nie zaobserwowaliśmy dużej liczby przetargów od Gaz-System ani Polska Spółka Gazownictwa na początku 2026 roku. Gaz-System nie ogłosił obecnie żadnych dużych przetargów na rury DN1000, które mają najwyższą wartość. Przekłada się to na niższy r/r backlog spółki na poziomie PLN 230m. Zakładamy, że przetargi na większe średnice pojawią się pod koniec 2026P, zgodnie z planem Gaz-Systemu.

**Ceny materiałów.** Wprowadzenie CBAM oraz wojna na Bliskim Wschodzie spowodowały wzrost cen stali i wyrobów stalowych. Według danych PUDS średnia cena blachy gorącowalcowanej w 1Q26 wzrosła o 6.2% k/k. Biorąc pod uwagę planowane wprowadzenie niższych ceł importowych na stal w dalszej części 2026P, zakładamy utrzymanie cen stali na podwyższonym poziomie. Prognozujemy przychody w 2026P/2027P na poziomie PLN 754m/898m, wobec wcześniejszych prognoz PLN 717m/847m, co oznacza wzrost odpowiednio o 5.2% i 6.0%. Jednocześnie konflikt zbrojny na Bliskim Wschodzie doprowadził do wzrostu cen ropy, co znajduje odzwierciedlenie w cenach materiałów izolacyjnych stosowanych przez spółkę, takich jak polietylen. Zakładamy, że wyższe ceny izolacji będą negatywnie wpływać na marże od 2Q26P; w 1Q26 spółka prawdopodobnie wykorzystywała wcześniej zakupione materiały po niższych cenach.

**Dywidenda.** Zarząd zaproponował dywidendę na poziomie PLN DPS 0.11ps, co implikuje stopę dywidendy na poziomie 3.6% oraz wskaźnik wypłaty 28%. Proponowany dzień odcięcia dywidendy to 3 lipca 2026.

**Prognoza wyników 1Q26P.** Oczekujemy, że Izostal odnotuje niższe wyniki finansowe zarówno r/r, jak i k/k, ze względu na mniejszą liczbę przetargów na rynku. Jednak rosnący udział „local content” w przetargach umożliwi spółce osiągnięcie wyższych marż, co oceniamy pozytywnie.

Tabela 1. Izostal: podsumowanie prognoz

PLN m	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody	751.0	771.6	1,233.5	754.0	898.1	941.2
EBITDA	41.7	32.8	43.7	38.1	49.3	46.9
EBIT	31.1	20.6	31.2	23.7	34.6	32.9
Zysk netto	11.9	10.1	12.8	21.3	19.5	18.4
EPS (PLN)	0.36	0.31	0.39	0.65	0.60	0.56
DPS (PLN)	0.12	0.09	0.09	0.11	0.23	0.23
EV/EBITDA (x)	5.2	8.9	5.2	5.9	3.9	4.2
P/E (x)	6.8	7.8	6.2	4.7	5.2	5.5

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Przemysł

## Izostal

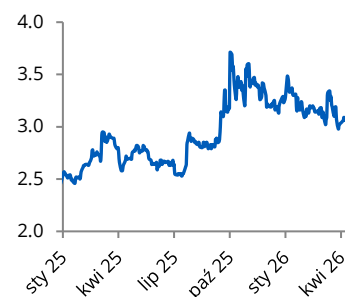
### TRZYMAJ

### FV PLN 3.25

6% potencjału wzrostu

Cena z dnia 10 kwietnia 2026 PLN 3.06

Rekomendacja podtrzymana



#### Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	32.7
Kapitalizacja (EUR m)	23.5
12M śr. dzienny wolumen (k)	19.7
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.01
12M max/min (PLN)	3.81/2.32
Waga w WIG (%)	0.01%
Reuters	IZS.WA
Bloomberg	IZS.PW

#### Stopa zwrotu

1M	-0%
3M	-8%
12M	+21%

#### 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

Kapitalizacja EUR 24m

## FV PLN 3.25

Potencjał wzrostu 6%

Mnożniki	2024	2025	2026P	2027P	2028P
P/E rep. (x)	7.8	6.2	4.7	5.1	5.5
EV/EBITDA rep. (x)	8.9	5.2	5.9	3.9	4.2
EV/Sales (x)	0.4	0.2	0.3	0.2	0.2
P/BV (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
uFCF yield (%)	-92.4%	84.4%	36.2%	39.0%	4.4%
DY (%)	3.7%	3.7%	3.6%	7.5%	7.4%

Na akcję	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Liczba akcji (m)	32.7	32.7	32.7	32.7	32.7
EPS rep. (PLN)	0.36	0.31	0.39	0.65	0.60
BVPS (PLN)	7.69	7.91	8.21	8.80	9.21
uFCFPS (PLN)	2.90	-2.22	2.03	1.11	1.19
DPS (PLN)	0.12	0.09	0.09	0.11	0.23

Zmiana r/r (%)	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody	-35.9%	2.7%	59.9%	-38.9%	19.1%
EBITDA	-21.4%	33.4%	-12.9%	29.5%	-5.0%
Adj. EBITDA	0.1%	-21.4%	33.4%	-12.9%	29.5%
EBIT	-33.6%	51.5%	-24.1%	46.1%	-4.9%
Zysk netto	-15.0%	26.2%	66.8%	-8.6%	-5.9%

Wskaźniki	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Marża brutto (%)	8.4%	9.2%	9.0%	9.6%	9.3%
Marża EBITDA (%)	4.2%	3.5%	5.1%	5.5%	5.0%
Marża Adj. EBITDA (%)	5.6%	4.2%	3.5%	5.1%	5.5%
Marża EBIT (%)	2.7%	2.5%	3.1%	3.9%	3.5%
Marża netto (%)	1.3%	1.0%	2.8%	2.2%	2.0%
DN / EBITDA (x)	3.3	6.5	3.4	3.1	1.7
DN / Adj. EBITDA (x)	3.3	6.5	3.4	3.1	1.7
DN / Kap. Wł. (x)	0.5	0.8	0.6	0.4	0.3
ROE rep. (%)	4.8%	4.0%	4.8%	8.1%	6.9%
ROA rep. (%)	3.2%	2.0%	1.6%	1.9%	4.2%
ROIC rep. (%)	9.4%	6.0%	7.0%	4.4%	6.6%

Przychody segmentów	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Segment Infrastruktury	602.3	618.7	182.4	617.6	747.2
Segment Stalowy	148.7	152.9	42.5	136.4	150.9

EBITDA segmentów	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Segment Infrastruktury	35.9	23.7	37.8	28.6	37.0
Segment Stalowy	5.8	9.1	5.9	9.5	12.3

P&L (PLN m)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
<b>Przychody</b>	<b>751.0</b>	<b>771.6</b>	<b>1,233.5</b>	<b>754.0</b>	<b>898.1</b>	<b>941.2</b>
Koszty sprzedanych produktów, tow	-678.6	-707.0	-1120.6	-686.5	-811.8	-854.0
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>72.5</b>	<b>64.6</b>	<b>112.9</b>	<b>67.5</b>	<b>86.3</b>	<b>87.3</b>
Pozostałe przychody operacyjne	2.1	2.0	2.7	6.3	6.4	6.5
Koszty sprzedaży i marketingu	-13.3	-12.8	-45.2	-18.3	-21.6	-22.7
Koszty ogólnego zarządu	-29.5	-32.6	-37.6	-25.6	-30.2	-31.8
Pozostałe koszty operacyjne	-0.7	-0.5	-1.6	-6.3	-6.3	-6.3
<b>EBITDA</b>	<b>41.7</b>	<b>32.8</b>	<b>43.7</b>	<b>38.1</b>	<b>49.3</b>	<b>46.9</b>
<b>Adj. EBITDA</b>	<b>41.7</b>	<b>32.8</b>	<b>43.7</b>	<b>38.1</b>	<b>49.3</b>	<b>46.9</b>
<b>EBIT</b>	<b>31.1</b>	<b>20.6</b>	<b>31.2</b>	<b>23.7</b>	<b>34.6</b>	<b>32.9</b>
Przychody finansowe	0.8	5.0	0.7	14.9	0.3	0.3
Koszty finansowe	-16.9	-12.6	-15.7	-9.5	-8.9	-8.6
<b>Zysk brutto</b>	<b>14.9</b>	<b>13.0</b>	<b>16.3</b>	<b>29.1</b>	<b>26.1</b>	<b>24.6</b>
Podatek dochodowy	-3.0	-2.9	-3.5	-6.1	-5.0	-4.7
Mniejszościowy zysk/strata	0.0	0.0	0.0	1.6	1.6	1.6
<b>Zysk netto</b>	<b>11.9</b>	<b>10.1</b>	<b>12.8</b>	<b>21.3</b>	<b>19.5</b>	<b>18.4</b>

BILANS (PLN m)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>215.4</b>	<b>205.9</b>	<b>213.7</b>	<b>241.4</b>	<b>234.2</b>	<b>225.2</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	187.7	181.5	174.9	198.8	192.4	186.5
Wartość firmy	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Wartości niematerialne i prawne	18.4	17.1	15.1	13.7	11.6	9.8
Inne aktywa trwałe	8.1	6.1	22.4	27.7	29.0	27.7
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>295.8</b>	<b>569.5</b>	<b>329.8</b>	<b>315.5</b>	<b>367.0</b>	<b>372.3</b>
Należności krótkoterminowe	123.4	226.3	196.9	163.1	225.0	248.8
Zapasy	161.4	310.9	110.8	128.4	101.2	94.9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	9.2	31.2	11.7	12.9	30.1	15.6
Inne aktywa obrotowe	1.8	1.1	10.3	11.1	10.7	13.0
<b>Aktywa razem</b>	<b>511.1</b>	<b>775.4</b>	<b>543.5</b>	<b>556.9</b>	<b>601.1</b>	<b>597.5</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>251.7</b>	<b>258.9</b>	<b>268.7</b>	<b>297.4</b>	<b>311.0</b>	<b>323.6</b>
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	9.3	9.3	9.3
<b>Zobowiązania długoter.</b>	<b>41.0</b>	<b>34.5</b>	<b>29.6</b>	<b>31.2</b>	<b>31.3</b>	<b>31.4</b>
Kredyty, pożyczki, leasing	15.1	10.4	7.1	8.3	8.0	7.7
Inne zobowiązania długoter.	25.9	24.1	22.5	22.9	23.3	23.7
<b>Zobowiązania krótkoter.</b>	<b>218.4</b>	<b>482.0</b>	<b>245.1</b>	<b>228.3</b>	<b>258.9</b>	<b>242.6</b>
Kredyty, pożyczki, leasing	131.7	233.0	152.5	1.5	1.5	1.5
Zobowiązania handlowe	84.4	249.0	92.6	107.3	152.3	147.5
Inne zob. krótkoter.	2.2	0.0	0.1	119.5	105.0	93.6
<b>Pasywa razem</b>	<b>511.1</b>	<b>775.4</b>	<b>543.5</b>	<b>556.9</b>	<b>601.1</b>	<b>597.5</b>
<b>Dług netto (PLN m)</b>	<b>137.7</b>	<b>212.1</b>	<b>147.8</b>	<b>116.4</b>	<b>84.5</b>	<b>87.2</b>

CASH FLOW (PLN m)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
<b>Przeptywy pien. z dz. oper.</b>	<b>119.9</b>	<b>-55.0</b>	<b>94.8</b>	<b>76.4</b>	<b>53.6</b>	<b>18.8</b>
Zysk/strata przed opodat.	14.9	13.0	16.3	29.1	26.1	24.6
Amortyzacja	10.6	12.2	12.5	14.4	14.7	13.9
Zmiany w kapitale obrotowym	86.2	-89.3	56.7	31.3	10.6	-22.0
Podatek dochodowy	-1.5	-0.3	-5.6	-6.1	-5.0	-4.7
Inne	9.6	9.4	14.9	7.8	7.2	6.9
<b>Przeptywy pien. z dz. inw.</b>	<b>-11.9</b>	<b>-4.8</b>	<b>-12.1</b>	<b>-31.1</b>	<b>-6.1</b>	<b>-6.2</b>
CAPEX	-12.0	-4.9	-12.3	-16.7	-6.1	-6.3
Inne	0.1	0.0	0.2	-14.4	0.1	0.1
<b>Przeptywy pien. z dz. fin.</b>	<b>-107.1</b>	<b>81.9</b>	<b>-102.2</b>	<b>-44.2</b>	<b>-30.4</b>	<b>-27.0</b>
Emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany zadłużenia	-88.3	97.8	-83.0	-31.5	-14.5	-11.5
Dywidendy	-3.9	-2.9	-2.9	-3.6	-7.5	-7.4
Odsetki zapłacone	-12.3	-10.7	-14.1	-7.5	-6.9	-6.6
Płatności związane z leasingiem	-1.7	-1.3	-1.3	-1.5	-1.5	-1.6
Inne	-0.9	-1.0	-0.8	0.0	0.0	0.0
<b>Zmiany w śr. pieniężnych</b>	<b>0.9</b>	<b>22.0</b>	<b>-19.5</b>	<b>1.2</b>	<b>17.2</b>	<b>-14.5</b>
<b>Śr. Pieniężna na koniec okresu</b>	<b>9.2</b>	<b>31.2</b>	<b>11.7</b>	<b>12.9</b>	<b>30.1</b>	<b>15.6</b>

# Spis treści

<b>Wycena .....</b>	<b>4</b>
Wycena DCF .....	4
Wycena DDM.....	5
Zmiany w prognozach.....	5
<b>Ryzyka .....</b>	<b>6</b>
<b>Prognozy finansowe.....</b>	<b>7</b>
<b>Prognoza wyników 1Q26P .....</b>	<b>8</b>

## 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 3.25ps, tj. 6% powyżej obecnej ceny rynkowej, co implikuje rekomendację TRZYMAJ.

Tabela 2. Izostal podsumowanie wyceny

Podsumowanie wyceny	Waga	Cena
Wycena DCF (PLN ps)	100%	3.25
Wycena DDM (PLN ps)	0%	2.74
<b>Wycena na akcje (PLN)</b>		<b>3.25</b>

Źródło: IPOPEMA Research

## Wycena DCF

Do wyceny Izostalu wykorzystujemy model DCF bazujący na naszych prognozach przepływów pieniężnych dla okresu 2026P-2035P. W naszych założeniach przyjęliśmy premię za ryzyko na poziomie 5.5%, stopę wolną od ryzyka na poziomie 5.5% oraz 2.0% premii za ryzyko długu w celu odzwierciedlenia efektywnego kosztu finansowania. Przyjęliśmy również efektywną stopę podatkową na poziomie 21% w 2026P i 19% od 2027P. 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)	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P	Okres rezyd.
Przychody ze sprzedaży	754.0	898.1	941.2	972.2	880.8	906.6	925.6	939.3	951.6	961.1	970.7
<b>EBITDA</b>	<b>38.1</b>	<b>49.3</b>	<b>46.9</b>	<b>47.7</b>	<b>41.4</b>	<b>41.7</b>	<b>42.3</b>	<b>42.1</b>	<b>42.2</b>	<b>42.0</b>	<b>42.4</b>
<b>EBIT</b>	<b>23.7</b>	<b>34.6</b>	<b>32.9</b>	<b>34.5</b>	<b>28.7</b>	<b>29.5</b>	<b>30.5</b>	<b>30.8</b>	<b>31.2</b>	<b>31.3</b>	<b>32.8</b>
Efektywna stopa podatkowa	21.1%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
<b>NOPAT</b>	<b>18.7</b>	<b>28.0</b>	<b>26.7</b>	<b>27.9</b>	<b>23.3</b>	<b>23.9</b>	<b>24.7</b>	<b>24.9</b>	<b>25.3</b>	<b>25.3</b>	<b>26.5</b>
+ Amortyzacja	14.4	14.7	13.9	13.3	12.7	12.2	11.7	11.4	11.0	10.7	9.7
+ CAPEX	-16.7	-6.1	-6.3	-6.4	-6.6	-6.7	-6.9	-7.1	-7.4	-7.8	-7.8
+ Płatności związane z leasingiem	-1.5	-1.5	-1.6	-1.6	-1.6	-1.7	-1.7	-1.8	-1.8	-1.9	-1.9
+ Zmiana w kapitale obrotowym netto	31.3	10.6	-22.0	-6.9	3.1	-13.5	8.5	1.9	-0.1	-1.7	-2.7
<b>FCFF</b>	<b>46.1</b>	<b>45.7</b>	<b>10.8</b>	<b>26.3</b>	<b>30.9</b>	<b>14.3</b>	<b>36.3</b>	<b>29.3</b>	<b>27.0</b>	<b>24.7</b>	<b>23.8</b>
Czynnik dyskontowy	0.92	0.83	0.74	0.66	0.59	0.53	0.47	0.42	0.38	0.34	0.34
<b>Wartość bieżąca FCFF</b>	<b>42.6</b>	<b>37.8</b>	<b>8.0</b>	<b>17.4</b>	<b>18.3</b>	<b>7.5</b>	<b>17.2</b>	<b>12.4</b>	<b>10.2</b>	<b>8.4</b>	
<b>Stopa wzrostu w okresie rezydualnym</b>											<b>1%</b>
<b>Wartość rezydualna</b>											<b>220.1</b>
Stopa wolna od ryzyka	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
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	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0	2.1	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>18.8%</b>	<b>18.2%</b>	<b>17.6%</b>	<b>17.0%</b>	<b>16.5%</b>	<b>16.9%</b>	<b>16.3%</b>	<b>16.0%</b>	<b>16.1%</b>	<b>16.0%</b>	<b>16.0%</b>
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	21.1%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
<b>Koszt długu po podatku</b>	<b>5.9%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.1%</b>
Waga kapitału własnego	43.7%	46.7%	49.4%	52.2%	54.9%	52.8%	56.2%	57.7%	57.0%	57.7%	57.7%
Waga długu	56.3%	53.3%	50.6%	47.8%	45.1%	47.2%	43.8%	42.3%	43.0%	42.3%	42.3%
<b>WACC</b>	<b>11.6%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>
Wartość bieżąca FCFF	179.8										
+ Zdyskontowana wartość rezydualna	74.6										
<b>Wartość przedsiębiorstwa =</b>	<b>254.4</b>										
+ Dług netto	-147.8										
+ Mniejszości	0.0										
+ Wypłacone dywidendy	0.0										
<b>Wartość kapitału własnego =</b>	<b>106.5</b>										
<b>Liczba akcji (rozwodniona, m)</b>	<b>32.74</b>										
<b>Wycena DCF na akcje (PLN)</b>	<b>3.25</b>										

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 4. Izostal: wrażliwość wyceny na WACC oraz wzrost w okresie rezydualnym (PLN/akcje)

		WACC w okresie rezydualnym				
		10.8%	11.3%	11.8%	12.3%	12.8%
Wzrost w okresie rezydualnym	0.5%	3.21	3.12	3.03	2.94	2.87
	0.8%	3.34	3.23	3.13	3.04	2.96
	1.0%	3.48	3.36	3.25	3.15	3.06
	1.3%	3.63	3.50	3.37	3.26	3.16
	1.5%	3.80	3.65	3.51	3.39	3.28

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				
		3.4%	3.9%	4.4%	4.9%	5.4%
Wzrost w okresie rezydualnym	0.5%	2.35	2.69	3.03	3.37	3.71
	0.8%	2.42	2.78	3.14	3.50	3.85
	1.0%	2.50	2.88	3.25	3.63	4.01
	1.3%	2.59	2.98	3.38	3.78	4.17
	1.5%	2.68	3.10	3.52	3.94	4.36

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 5.5% 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 2027P-2028P, następnie zakładamy wzrost DPS do PLN 0.25ps/0.45ps/0.45ps w kolejno 2029P/2030P/2031P, do roku 2035P zakładamy stały DPS PLN 0.55ps. Zaproponowana przez zarząd dywidenda do wypłaty w 2026P wynosi PLN 0.11 na akcję (3.6% DY). W długim terminie szacujemy powtarzalny potencjalny poziom dywidendy na PLN 0.56 na akcję.

Tabela 6. Izostal wycena DDM (PLN ps)

DDM	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P	Terminal year
DPS (PLN ps)	0.11	0.23	0.23	0.25	0.45	0.45	0.55	0.55	0.55	0.55	0.56
Koszt kapitału własnego	18.8%	18.2%	17.6%	17.0%	16.5%	16.9%	16.3%	16.0%	16.1%	16.0%	16.0%
Czynnik dyskontowy	0.96	0.81	0.69	0.59	0.51	0.43	0.37	0.32	0.28	0.28	0.28
Zdyskontowany DPS (PLN ps)	0.11	0.19	0.16	0.15	0.23	0.20	0.21	0.18	0.15	0.15	
Suma zdyskontowanych DPS (PLN ps)											1.71
Wzrost w okresie rezydualnym											1.0%
Zdyskontowana wartość rezydualnego DPS(PLN ps)											1.03
<b>Wycena DDM na akcje (PLN ps)</b>											<b>2.74</b>

Źródło: IPOPEMA Research

## Zmiany w prognozach

W poniższej tabeli przedstawione zostały zmiany w naszych prognozach w stosunku do raportu z 1 grudnia 2025.

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

	2026P			2027P			2028P		
	Obecne	Poprzednie	Zmiana	Obecne	Poprzednie	Zmiana	Obecne	Poprzednie	Zmiana
Przychody	753.99	717.09	5%	898.06	846.77	6%	941.24	901.04	4%
Adj. EBITDA	38.09	28.76	32%	49.32	44.46	11%	46.87	51.21	-8%
EBIT	23.69	13.10	81%	34.62	28.42	22%	32.92	35.83	-8%
Zysk netto	21.34	16.22	32%	19.68	17.94	10%	18.22	23.08	-21%

Źródło: IPOPEMA Research

# 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 antidumpingowych 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 2023-2035P

P&L (PLN m)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>751.0</b>	<b>771.6</b>	<b>1,233.5</b>	<b>754.0</b>	<b>898.1</b>	<b>941.2</b>	<b>972.2</b>	<b>880.8</b>	<b>906.6</b>	<b>925.6</b>	<b>939.3</b>	<b>951.6</b>	<b>961.1</b>
Koszty sprzedanych prod., tow. i mat.	-678.6	-707.0	-1,120.6	-686.5	-811.8	-854.0	-881.6	-801.1	-824.6	-841.5	-854.2	-865.3	-874.2
<b>Zysk/strata brutto ze sprzedaży</b>	<b>72.5</b>	<b>64.6</b>	<b>112.9</b>	<b>67.5</b>	<b>86.3</b>	<b>87.3</b>	<b>90.6</b>	<b>79.7</b>	<b>82.0</b>	<b>84.1</b>	<b>85.1</b>	<b>86.3</b>	<b>86.9</b>
Pozostałe przychody	2.1	2.0	2.7	6.3	6.4	6.5	6.6	6.6	6.7	6.8	6.8	6.9	7.0
Koszty sprzedaży	13.3	-12.8	-45.2	-18.3	-21.6	-22.7	-23.4	-21.3	-21.9	-22.4	-22.7	-23.0	-23.3
Koszty ogólnego zarządu	29.5	-32.6	-37.6	-25.6	-30.2	-31.8	-32.8	-29.8	-30.7	-31.3	-31.8	-32.2	-32.6
Pozostałe koszty	0.7	-0.5	-1.6	-6.3	-6.3	-6.3	-6.4	-6.5	-6.5	-6.6	-6.7	-6.7	-6.8
<b>EBITDA</b>	<b>41.7</b>	<b>32.8</b>	<b>43.7</b>	<b>38.1</b>	<b>49.3</b>	<b>46.9</b>	<b>47.7</b>	<b>41.4</b>	<b>41.7</b>	<b>42.3</b>	<b>42.1</b>	<b>42.2</b>	<b>42.0</b>
<b>EBIT</b>	<b>31.1</b>	<b>20.6</b>	<b>31.2</b>	<b>23.7</b>	<b>34.6</b>	<b>32.9</b>	<b>34.5</b>	<b>28.7</b>	<b>29.5</b>	<b>30.5</b>	<b>30.8</b>	<b>31.2</b>	<b>31.3</b>
Przychody finansowe	0.8	5.0	0.7	14.9	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
Koszty finansowe	16.9	-12.6	-15.7	-9.5	-8.9	-8.6	-7.9	-7.3	-6.8	-7.2	-6.5	-6.3	-6.4
<b>Zysk/strata brutto</b>	<b>14.9</b>	<b>13.0</b>	<b>16.3</b>	<b>29.1</b>	<b>26.1</b>	<b>24.6</b>	<b>26.9</b>	<b>21.8</b>	<b>23.1</b>	<b>23.7</b>	<b>24.6</b>	<b>25.3</b>	<b>25.2</b>
Podatek dochodowy	3.0	-2.9	-3.5	-6.1	-5.0	-4.7	-5.1	-4.1	-4.4	-4.5	-4.7	-4.8	-4.8
<b>Zysk/strata netto przypa. na akcjo. dom.</b>	<b>11.9</b>	<b>10.1</b>	<b>12.8</b>	<b>21.3</b>	<b>19.5</b>	<b>18.4</b>	<b>20.2</b>	<b>16.0</b>	<b>17.1</b>	<b>17.6</b>	<b>18.3</b>	<b>18.9</b>	<b>18.8</b>
<b>EPS (PLN)</b>	<b>0.36</b>	<b>0.31</b>	<b>0.39</b>	<b>0.65</b>	<b>0.60</b>	<b>0.56</b>	<b>0.62</b>	<b>0.49</b>	<b>0.52</b>	<b>0.54</b>	<b>0.56</b>	<b>0.58</b>	<b>0.58</b>
<b>Bilans (PLN m)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	<b>2029E</b>	<b>2030E</b>	<b>2031E</b>	<b>2032E</b>	<b>2033E</b>	<b>2034E</b>	<b>2035E</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>215.4</b>	<b>205.9</b>	<b>213.7</b>	<b>241.4</b>	<b>234.2</b>	<b>225.2</b>	<b>218.3</b>	<b>212.2</b>	<b>206.7</b>	<b>201.8</b>	<b>197.6</b>	<b>194.0</b>	<b>191.0</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	187.7	181.5	174.9	198.8	192.4	186.5	181.1	176.2	171.7	167.7	164.2	161.2	158.7
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	18.4	17.1	15.1	13.7	11.6	9.8	8.3	7.1	6.0	5.2	4.5	3.9	3.4
Inne aktywa trwałe	8.1	6.1	22.4	27.7	29.0	27.7	27.7	27.7	27.7	27.7	27.7	27.7	27.7
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>295.8</b>	<b>569.5</b>	<b>329.8</b>	<b>315.5</b>	<b>367.0</b>	<b>372.3</b>	<b>375.1</b>	<b>390.2</b>	<b>409.6</b>	<b>415.5</b>	<b>423.1</b>	<b>437.3</b>	<b>446.0</b>
Należności krótkoterminowe	123.4	226.3	196.9	163.1	225.0	248.8	242.4	215.6	226.4	235.8	244.1	254.5	264.3
Zapasy	161.4	310.9	110.8	128.4	101.2	94.9	101.5	140.6	146.1	139.4	135.3	130.9	128.4
Gotówka	9.2	31.2	11.7	12.9	30.1	15.6	17.2	18.9	20.8	22.8	25.1	32.0	32.0
Inne aktywa obrotowe	1.8	1.1	10.3	11.1	10.7	13.0	14.0	15.1	16.3	17.4	18.7	20.0	21.3
<b>Aktywa razem</b>	<b>511.1</b>	<b>775.4</b>	<b>543.5</b>	<b>556.9</b>	<b>601.1</b>	<b>597.5</b>	<b>593.3</b>	<b>602.4</b>	<b>616.2</b>	<b>617.3</b>	<b>620.7</b>	<b>631.3</b>	<b>637.0</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>251.7</b>	<b>258.9</b>	<b>268.7</b>	<b>297.4</b>	<b>311.0</b>	<b>323.6</b>	<b>337.2</b>	<b>340.1</b>	<b>344.0</b>	<b>345.2</b>	<b>347.1</b>	<b>349.6</b>	<b>352.0</b>
<b>Mniejszości</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>9.3</b>	<b>9.3</b>	<b>9.3</b>	<b>9.3</b>	<b>9.3</b>	<b>9.3</b>	<b>9.3</b>	<b>9.3</b>	<b>9.3</b>	<b>9.3</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>41.0</b>	<b>34.5</b>	<b>29.6</b>	<b>31.2</b>	<b>31.3</b>	<b>31.4</b>	<b>31.5</b>	<b>31.6</b>	<b>31.8</b>	<b>31.9</b>	<b>32.1</b>	<b>32.4</b>	<b>32.6</b>
Kredyty, pożyczki, leasing	15.1	10.4	7.1	8.3	8.0	7.7	7.4	7.2	6.9	6.6	6.4	6.2	6.0
Inne	25.9	24.1	22.5	22.9	23.3	23.7	24.1	24.5	24.9	25.3	25.8	26.2	26.6
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>218.4</b>	<b>482.0</b>	<b>245.1</b>	<b>228.3</b>	<b>258.9</b>	<b>242.6</b>	<b>224.7</b>	<b>230.7</b>	<b>240.4</b>	<b>240.1</b>	<b>241.5</b>	<b>249.3</b>	<b>252.4</b>
Kredyty, pożyczki, leasing	1.3	1.2	152.5	121.0	106.5	95.1	84.4	75.3	82.5	71.5	67.2	69.6	67.4
Zobowiązania handlowe	84.4	249.0	92.6	107.3	152.3	147.5	140.3	155.3	157.8	168.6	174.2	179.7	184.9
Inne	132.7	231.8	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>Pasywa razem</b>	<b>511.1</b>	<b>775.4</b>	<b>543.5</b>	<b>556.9</b>	<b>601.1</b>	<b>597.5</b>	<b>593.3</b>	<b>602.4</b>	<b>616.2</b>	<b>617.3</b>	<b>620.7</b>	<b>631.3</b>	<b>637.0</b>
Dług netto / EBITDA	3.3	6.5	3.4	3.1	1.7	1.9	1.6	1.5	1.6	1.3	1.2	1.0	1.0
Dług netto / adj. EBITDA	3.3	6.5	3.4	3.1	1.7	1.9	1.6	1.5	1.6	1.3	1.2	1.0	1.0
BVPS (PLN)	7.7	7.9	8.2	8.8	9.2	9.6	10.0	10.1	10.2	10.3	10.3	10.4	10.5
<b>Cash Flow (PLN m)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	<b>2029E</b>	<b>2030E</b>	<b>2031E</b>	<b>2032E</b>	<b>2033E</b>	<b>2034E</b>	<b>2035E</b>
Zysk/ strata przed opodatkowaniem	11.9	13.0	16.3	29.1	26.1	24.6	26.9	21.8	23.1	23.7	24.6	25.3	25.2
<b>Korekty o pozycje:</b>	<b>105.0</b>	<b>-68.0</b>	<b>78.5</b>	<b>47.4</b>	<b>27.6</b>	<b>-5.9</b>	<b>7.5</b>	<b>17.2</b>	<b>-0.6</b>	<b>21.2</b>	<b>13.4</b>	<b>10.7</b>	<b>9.0</b>
Amortyzacja	10.6	12.2	12.5	14.4	14.7	13.9	13.3	12.7	12.2	11.7	11.4	11.0	10.7
Zmiana w kapitale obrotowym	86.2	-89.3	56.7	31.3	10.6	-22.0	-6.9	3.1	-13.5	8.5	1.9	-0.1	-1.7
Zapłacony podatek	1.5	-0.3	-5.6	-6.1	-5.0	-4.7	-5.1	-4.1	-4.4	-4.5	-4.7	-4.8	-4.8
Koszty i przychody z tytułu odsetek	13.1	11.7	14.9	7.9	7.3	6.9	6.3	5.7	5.1	5.6	4.9	4.7	4.8
Inne	9.7	-2.2	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
<b>Przep. pieniężne z dz. operacyjnej netto</b>	<b>119.9</b>	<b>-55.0</b>	<b>94.8</b>	<b>76.4</b>	<b>53.6</b>	<b>18.8</b>	<b>34.3</b>	<b>39.0</b>	<b>22.5</b>	<b>44.9</b>	<b>38.0</b>	<b>36.0</b>	<b>34.2</b>
Net CAPEX	-11.9	-4.8	-12.1	-16.6	-6.1	-6.2	-6.3	-6.5	-6.6	-6.8	-7.0	-7.3	-7.7
Inne	0.0	0.0	0.0	-14.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Przep. pieniężne z dz. inwestycyjnej netto</b>	<b>-11.9</b>	<b>-4.8</b>	<b>-12.1</b>	<b>-31.1</b>	<b>-6.1</b>	<b>-6.2</b>	<b>-6.3</b>	<b>-6.5</b>	<b>-6.6</b>	<b>-6.8</b>	<b>-7.0</b>	<b>-7.3</b>	<b>-7.7</b>
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	-88.3	97.8	0.0	-31.5	-14.5	-11.5	-10.7	-9.1	7.2	-11.1	-4.3	2.3	-2.2
Dywidendy wypłacone	-3.9	-2.9	-2.9	-3.6	-7.5	-7.4	-8.2	-14.7	-14.7	-18.0	-18.0	-18.0	-18.0
Płatności zobowiązań z tytułu leas. fin.	-1.7	-1.3	-1.3	-1.5	-1.5	-1.6	-1.6	-1.6	-1.7	-1.7	-1.8	-1.8	-1.9
Zapłacone odsetki	-12.3	-10.7	-14.1	-7.5	-6.9	-6.6	-5.9	-5.3	-4.8	-5.2	-4.6	-4.3	-4.4
Inne	-0.9	-1.0	-83.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Przep. pieniądze z dz. Fin. netto</b>	<b>-107.1</b>	<b>81.9</b>	<b>-102.2</b>	<b>-44.2</b>	<b>-30.4</b>	<b>-27.0</b>	<b>-26.4</b>	<b>-30.8</b>	<b>-14.0</b>	<b>-36.0</b>	<b>-28.7</b>	<b>-21.8</b>	<b>-26.5</b>
Początkowy poziom gotówki	8.3	9.2	31.2	11.7	12.9	30.1	15.6	17.2	18.9	20.8	22.8	25.1	32.0
Zwiększenie / zmniejszenie stanu gotówki	0.9	22.0	-19.5	1.2	17.2	-14.5	1.6	1.7	1.9	2.1	2.3	6.9	0.0
Zyski/straty z tytułu różnic kursowych	0.0	0.0	-1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>9.2</b>	<b>31.2</b>	<b>11.7</b>	<b>12.9</b>	<b>30.1</b>	<b>15.6</b>	<b>17.2</b>	<b>18.9</b>	<b>20.8</b>	<b>22.8</b>	<b>25.1</b>	<b>32.0</b>	<b>32.0</b>
DPS (PLN)	0.12	0.09	0.09	0.11	0.23	0.23	0.25	0.45	0.45	0.55	0.55	0.55	0.55

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

## Prognoza wyników 1Q26P

Izostal ma opublikować wyniki za 1Q26P 18 maja 2026.

**Opinia. Neutralnie.** Oczekujemy, że Izostal odnotuje niższe wyniki finansowe zarówno rok do roku, jak i kwartał do kwartału, ze względu na mniejszą liczbę przetargów na rynku, wynikającą z przerwy w realizacji projektów inwestycyjnych Gaz-System. Jednak rosnący udział „local content” w przetargach pozwoli spółce osiągać wyższe marże, co oceniamy pozytywnie.

**Przychody.** Zakładamy, że przy backlogu na poziomie PLN 230m na koniec 4Q25, przychody powinny spaść zarówno rok do roku, jak i kwartał do kwartału, co zostanie częściowo zrekompensowane przez wyższe ceny sprzedaży. Biorąc pod uwagę mniejszą liczbę przetargów od Gaz-System na rury DN 1000 oraz koncentrację na rurach DN 300–500, prognozujemy przychody w 1Q26P na poziomie PLN 180.1m (-45% r/r, -19% k/k). Spadek przychodów będzie wynikał z Segmentu Infrastruktury, który powinien wygenerować PLN 146.9m (-48% r/r, -19% k/k), a wkład Segmentu Stalowego również będzie negatywny i wyniesie PLN 33.2m (-26% r/r, -22% k/k).

**Segment infrastruktury.** Biorąc pod uwagę brak dużych kontraktów na dostawy rur DN 1000 oraz niski poziom backlogu na koniec 4Q25, szacujemy przychody ze sprzedaży rur izolowanych na PLN 78.4m, przychody handlowe na PLN 65.2m, podczas gdy pozostałe pozycje segmentu powinny pozostać na poziomie zbliżonym rok do roku. W konsekwencji prognozujemy przychody Segmentu Infrastruktury w 1Q26P na poziomie PLN 146.9m (-48% r/r).

**Segment stalowy.** Zakładamy, że spółka osiągnie w tym segmencie przychody na poziomie PLN 33.2m (-26% r/r) w 1Q26P. Oczekujemy wzrostu wolumenu sprzedanych konstrukcji stalowych do 560 ton w 1Q26P wobec 490 ton w 1Q25, przy stabilnych cenach sprzedaży konstrukcji. W handlu wyrobami stalowymi spodziewamy się spadku o -37%.

**Koszty.** Oczekujemy, że koszt własny sprzedaży wyniesie PLN -161.7m (-47% r/r), spadając mocniej niż przychody.

**EBITDA.** Prognozujemy EBITDA na poziomie PLN 11.7m (-6% r/r) w 1Q26P. Zakładamy wzrost marży EBITDA o 2.7 p.p r/r., głównie dzięki niższym kosztom w Segmencie Infrastruktury oraz wyższym cenom stali.

**Zysk netto.** Prognozujemy zysk netto na poziomie PLN 15.3m (+370% r/r), na który wpływ ma przejęcie Proma. Skorygowany zysk netto powinien wynieść PLN 4.0m, przy założeniu kosztów finansowych netto na poziomie PLN -2.5m.

Tabela 9. Izostal: prognoza wyników 1Q26P

IZS PW (PLN m)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	R/R	K/K
Przychody	172.0	179.4	152.8	267.5	329.7	373.4	307.6	222.9	180.1	-45%	-19%
Segment Infrastruktury	140.8	135.8	112.6	229.5	285.1	326.4	265.4	180.4	146.9	-48%	-19%
Segment Stalowy	31.2	43.6	40.2	38.0	44.6	47.0	42.2	42.5	33.2	-26%	-22%
Koszt sprzedanych produktów	-156.3	-164.9	-136.8	-249.0	-302.2	-341.3	-277.5	-199.6	-161.6	-47%	-19%
Zysk/Strata brutto	15.7	14.5	15.9	18.5	27.5	32.1	30.0	23.3	18.4	-33%	-21%
EBITDA	9.8	8.0	8.7	6.3	12.4	12.9	11.6	6.8	11.7	-6%	72%
EBIT	6.9	5.0	5.7	3.1	9.3	9.8	8.5	3.6	8.1	-13%	123%
Zysk/Strata netto	3.2	3.0	2.1	1.8	3.3	5.0	3.4	1.1	15.3	370%	1269%
Adj. Zysk/Strata netto	3.2	3.0	2.1	1.8	3.3	5.0	3.4	1.1	4.0	22%	256%
Marża brutto	9.1%	8.1%	10.4%	6.9%	8.3%	8.6%	9.8%	10.5%	10.2%		
Marża EBITDA	5.7%	4.4%	5.7%	2.4%	3.8%	3.5%	3.8%	3.0%	6.5%		
Marża EBIT	4.0%	2.8%	3.7%	1.2%	2.8%	2.6%	2.8%	1.6%	4.5%		
Marża netto	1.9%	1.7%	1.4%	0.7%	1.0%	1.3%	1.1%	0.5%	8.5%		
Marża adj. netto	1.9%	1.7%	1.4%	0.7%	1.0%	1.3%	1.1%	0.5%	2.2%		

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

## 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](http://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 należyłą 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.

W ciągu ostatnich dwunastu miesięcy IPOPEMA Securities S.A. otrzymała wynagrodzenie w związku ze świadczeniem usług firm inwestycyjnych związanych z Cognor Holding S.A. Wspomniane usługi inwestycyjne obejmowały doradztwo dla przedsiębiorstw odnoszące się do struktury kapitałowej, strategii i odnośnych kwestii oraz oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Cognor Holding S.A. IPOPEMA Securities S.A. otrzymała wynagrodzenie w związku ze świadczeniem usług firm inwestycyjnych związanych z Huuuge, Inc. w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy. Wspomniane usługi inwestycyjne obejmowały doradztwo dla przedsiębiorstw odnoszące się do struktury kapitałowej, strategii i odnośnych kwestii.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: ASBIS 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 wpływami 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 dłużu, 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.

KUPIJ – 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 13 kwietnia 2026 o godzinie 08:45 CEST.

IPOPEMA Research - Rozkład ratingów (1 stycznia 2026 – 31 marca 2026)	Liczba	%
KUPIJ	6	46%
TRZYMAJ	6	46%
SPRZEDAJ	1	8%
Razem	13	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
13/04/2026	TRZYMAJ	PLN 3.25	PLN 3.06	Krzysztof Otczyk Marcin Nowak