

ANALIZA FUNDAMENTALNA — PASSUS S.A.

Cyberbezpieczeństwo, observability i usługi AWS | GPW: PAS | stan na 31.07.2026

Wskaźniki

Wskaźnik	Wartość
Data analizy	31.07.2026 (ostatnia zakończona sesja: 30.07.2026)
Kurs akcji	121,00 zł
Kapitalizacja	177,2 mln zł na 1,464 mln akcji pozostających poza spółką
Branża	integrator IT: cyberbezpieczeństwo, monitoring sieci i aplikacji, chmura AWS
Notowanie	GPW, rynek podstawowy, ticker PAS; indeksy WIG-INFO i WIGtech
C/Z TTM	15,7 po wyłączeniu 150 tys. akcji własnych
EV/EBITDA TTM	ok. 11,0 po korektach pro forma za dywidendę i skup akcji
DCF (FCFF)	107 zł na danych bieżących i 150 zł w wariantcie wzrostowym po korekcie o skup i dywidendę
C/WK	6,7 od kapitału przypisanego akcjonariuszom dominującym na 31.03.2026
Stopa dywidendy	2,07% od dywidendy 2,50 zł; dzień dywidendy i wypłata już minęły
ROE	37,6% za 2025 r.; wysoka wartość jest częściowo wzmacniana przez skup i umorzenia akcji
Najbliższy raport	raport półroczny za I półrocze 2026: 3.09.2026

Metodologia. Analiza obejmuje skonsolidowane sprawozdania Grupy Passus za lata 2023–2025 oraz I kwartał 2026 r. Wyniki historyczne rozdzielono na działalność kontynuowaną i zaniechaną. Dla spółki operacyjnej zastosowano DCF FCFF oraz wycenę mnożnikową C/Z i EV/EBITDA. Wartości na akcję policzono dla 1 464 249 akcji pozostających poza spółką, czyli po odjęciu 150 000 akcji własnych od 1 614 249 akcji kapitału zakładowego. DCF pokazano zarówno na saldzie gotówki i długu z końca I kwartału 2026 r., jak i po korekcie o późniejszy skup oraz dywidendę.

Informacje o spółce

Grupa Passus dostarcza rozwiązania do monitorowania i poprawy wydajności sieci oraz aplikacji, ochrony danych, zarządzania zdarzeniami bezpieczeństwa SIEM/SOAR, wykrywania podatności, bezpieczeństwa środowisk OT oraz budowy i utrzymania infrastruktury chmurowej AWS. Model łączy sprzedaż licencji i sprzętu firm trzecich z usługami wdrożeniowymi, wsparciem technicznym, audytami i pracami programistycznymi.

Największym segmentem pozostaje Integracja IT. W 2025 r. odpowiadała za 96,5 mln zł, czyli 78,3% przychodów, natomiast Usługi AWS wygenerowały 26,5 mln zł, czyli 21,5%. W I kwartale 2026 udział AWS wzrósł do 44,4%, a przychody tego segmentu zwiększyły się o 277% r/r. Wzrost udziału AWS poprawia dywersyfikację, udział eksportu i potencjał przychodów powtarzalnych, lecz Passus nadal pozostaje przede wszystkim integratorem, a nie spółką SaaS.

Chaos Gears S.A., w której Passus posiada 52,6% kapitału, realizuje projekty migracji do chmury, DevOps, data & AI oraz cyberbezpieczeństwa w środowisku AWS. W grudniu 2025 r. spółka uzyskała status AWS Premier Tier Services, najwyższy poziom partnerstwa dostępny dla około 1% partnerów AWS na świecie.

Po umorzeniu 273 026 akcji kapitał zakładowy dzieli się na 1 614 249 akcji. Passus nabył następnie 150 000 akcji własnych po 31,44 zł za sztukę. Akcje własne nie uczestniczą w dywidendzie ani w podziale wartości, dlatego w wycenie przyjęto 1 464 249 akcji pozostających poza spółką. Największymi ujawnionymi akcjonariuszami są Bartosz Dzirba, Michał Czernikow, Dariusz Kopyt i TFI Allianz Polska.

Najważniejsze wnioski

- Wzrost jest realny:** przychody zwiększyły się z 86,9 mln zł w 2023 r. do 123,3 mln zł w 2025 r., a w I kwartale 2026 wzrosły o 107% r/r. Segment AWS urosł w tym kwartale prawie czterokrotnie.
- Rentowność operacyjna pozostaje dobra,** lecz marża EBITDA obniżyła się z 14,6% w 2023 r. do 12,0% w 2025 r. W I kwartale 2026 wyniosła 6,6%, ale wynik kwartału był dodatni mimo tradycyjnie słabego sezonu na początku roku.
- Największą słabością jest konwersja wyniku na gotówkę.** Uproszczony FCF był dodatni w 2024–2025 r., lecz znacznie niższy od zysku, a w ujęciu TTM ponownie stał się ujemny wskutek dużych wahań należności, zapasów i zobowiązań.
- Portfel podpisanych umów po I kwartale jest mocny:** obejmuje m.in. zamówienie 10,45 mln USD netto, umowę ramową do 79,95 mln zł brutto, kontrakt do 16,38 mln zł brutto oraz kolejne umowy z lipca. Wartości maksymalne i brutto nie są jednak równoznaczne z przychodem ani marżą.
- Wycena oparta na bieżących wynikach wynosi około 118 zł na akcję:** 128,77 zł z wyceny mnożnikowej i 107 zł z DCF po korekcie o skup oraz dywidendę. Wariant wzrostowy DCF, oparty na celach programu motywacyjnego, daje 150 zł na akcję.

Dane finansowe

mln zł, poza marżami	2023	2024	2025	I kw. 2026	TTM
Przychody	86,9	107,5	123,3	23,7	135,6
EBITDA	12,7	14,1	14,8	1,6	16,6
EBIT	10,9	12,1	13,3	1,2	15,2
Zysk netto z działalności kontynuowanej	7,8	10,1	11,3	1,0	12,9
Zysk netto przypisany dominującej (ogółem)	1,6	13,3	10,2	0,6	11,3
Przepływy operacyjne	(9,4)	6,0	5,1	(11,5)	(4,9)
CAPEX	5,2	2,0	2,4	0,1	2,5
Uproszczony FCF	(14,5)	4,0	2,8	(11,6)	(7,3)
Kapitał przypisany dominującej	22,0	28,2	25,8	26,4	—
Marża EBITDA	14,6%	13,1%	12,0%	6,6%	12,2%
Marża EBIT	12,5%	11,2%	10,8%	5,1%	11,2%

Źródło: załączone skonsolidowane sprawozdania finansowe. TTM = 2025 r. pomniejszony o I kw. 2025 r. i powiększony o I kw. 2026 r. CAPEX obejmuje nabycie wartości niematerialnych i rzeczowych aktywów trwałych. Dane za 2023 r. zostały przekształcone po sprzedaży Sycopa S.A.

Omówienie wyników i zmian rok do roku

Rok 2023. Przychody działalności kontynuowanej wyniosły 86,9 mln zł, EBIT 10,9 mln zł, a zysk netto z tej działalności 7,8 mln zł. Wynik ogółem był znacznie niższy — 2,5 mln zł — z powodu straty 5,4 mln zł z działalności zaniechanej związanej z Sycopa. To właśnie wynik działalności kontynuowanej lepiej odzwierciedla ówczesną kondycję operacyjną.

Rok 2024. Przychody wzrosły o 23,8% do 107,5 mln zł, EBIT o 11,2% do 12,1 mln zł, a zysk netto z działalności kontynuowanej o 29,7% do 10,1 mln zł. Raportowany zysk ogółem 13,1 mln zł zawierał 2,9 mln zł z działalności zaniechanej, dlatego nie powinien być bezpośrednio ekstrapolowany.

Rok 2025. Przychody zwiększyły się o 14,7% do 123,3 mln zł. EBIT wzrósł o 9,9% do 13,3 mln zł, EBITDA o 5,2% do 14,8 mln zł, a zysk netto z działalności kontynuowanej o 10,9% do 11,3 mln zł. Integracja IT wygenerowała 14,5 mln zł wyniku operacyjnego, AWS 2,8 mln zł, a koszty segmentu Holding obniżyły wynik o 4,0 mln zł. Trzech największych klientów odpowiadało za 42% przychodów, wobec 52% rok wcześniej.

I kwartał 2026. Przychody wzrosły o 106,8% do 23,7 mln zł. EBIT poprawił się z minus 0,7 mln zł do plus 1,2 mln zł, EBITDA z minus 0,2 mln zł do plus 1,6 mln zł, a zysk netto z działalności kontynuowanej z minus 0,7 mln zł do plus 1,0 mln zł. AWS odpowiadał za 10,5 mln zł sprzedaży i 1,2 mln zł EBIT. Przychody zagraniczne wzrosły o 360% i stanowiły 36% sprzedaży.

Kapitał obrotowy. Na koniec marca zapasy wzrosły do 5,3 mln zł, a przepływy operacyjne wyniosły minus 11,5 mln zł. Był to efekt m.in. spadku zobowiązań handlowych o 26,9 mln zł, wzrostu zapasów o 3,3 mln zł i sezonowego rozliczenia kontraktów. Wahania są typowe dla modelu projektowego, lecz trzyletnia historia pokazuje, że konwersja zysku na gotówkę wymaga szczególnej kontroli.

Jakość biznesu

Passus działa w obszarach o strukturalnie rosnącym popycie: cyberbezpieczeństwie, observability, ochronie sieci przemysłowych OT, chmurze i analizie danych. Wysokie kompetencje inżynierskie, certyfikaty producentów oraz świadectwa bezpieczeństwa umożliwiają obsługę banków, energetyki, administracji i służb mundurowych. Bariery wejścia mają przede wszystkim charakter kompetencyjny, referencyjny i regulacyjny.

Jakość przychodów poprawia rosnący udział usług wsparcia i AWS. W 2025 r. wsparcie odpowiadało za 46,2 mln zł, czyli 37,4% sprzedaży, a w I kwartale 2026 za 38,1%. Kontrakty wieloletnie i zobowiązania z tytułu umów zwiększają widoczność przychodów, ale nie eliminują sezonowości i ryzyka odbioru etapów projektu.

Słabszą cechą modelu jest wysoki udział licencji obcych i sprzętu. W 2025 r. koszt sprzedanych licencji, wsparcia i sprzętu wyniósł 70,6 mln zł, czyli 57,2% przychodów. Wzrost sprzedaży może zatem nie przekładać się proporcjonalnie na marżę, zwłaszcza gdy nowe kontrakty mają charakter odsprzedażowy. Ekonomiczna jakość biznesu zależy bardziej od marży brutto, EBIT i gotówki niż od samej wartości podpisanych umów.

Perspektywy rozwoju i strategia

Najważniejszym katalizatorem na lata 2026–2028 jest rosnący portfel zamówień. Po końcu I kwartału Grupa informowała m.in. o pięcioletniej licencji o wartości 10,45 mln USD netto, umowie ramowej do 79,95 mln zł brutto na 36 miesięcy, kontrakcie do 16,38 mln zł brutto oraz kilku lipcowych umowach z energetyką, sektorem publicznym i ubezpieczeniowym. Umowa ramowa wskazuje maksymalny limit, a część kontraktów zawiera opcje, dlatego do prognoz przyjęto tylko część ich potencjalnej wartości.

Strategia Integracji IT zakłada rozwój sprzedaży, zwiększanie zatrudnienia inżynierów, rozbudowę kompetencji w zakresie bezpieczeństwa i monitoringu OT oraz rozwój cyberbezpieczeństwa AI. W AWS priorytetem są migracje do chmury, utrzymanie infrastruktury, data & AI, GenAI oraz ekspansja w Europie Zachodniej i CEE.

Cele strategii 2024–2026. Spółka zakładała średnioroczny wzrost przychodów o 15% oraz marżę EBITDA na poziomie 10%. Przy takim tempie przychody w 2026 r. wyniosłyby około 142 mln zł, a EBITDA około 14,2 mln zł. Gdyby utrzymała się marża EBITDA 12% osiągnięta w 2025 r., EBITDA przy tej samej sprzedaży wyniosłaby około 17 mln zł. Poziomy te są wyraźnie niższe od 175 mln zł przychodów i 21 mln zł EBITDA przyjętych wcześniej jako scenariusz bazowy.

Program motywacyjny 2026–2029. Kryteria przedstawione w uchwałach ostatniego walnego zgromadzenia przewidują dla lat 2026–2027 skumulowane przychody 300 mln zł i skumulowaną EBITDA 35 mln zł, a dla lat 2028–2029 odpowiednio 375 mln zł i 40 mln zł. Oznacza to średnio 150 mln zł przychodów i 17,5 mln zł EBITDA rocznie w pierwszym dwuletnim okresie oraz 187,5 mln zł przychodów i 20 mln zł EBITDA w drugim. Cele te stanowią punkt odniesienia dla wariantu wzrostowego DCF, a nie dla wyceny bazowej opartej na wynikach bieżących.

Otoczenie regulacyjne wspiera popyt. Rosnące wymagania dotyczące odporności cyfrowej, ochrony infrastruktury krytycznej i bezpieczeństwa łańcuchów dostaw zwiększają skłonność klientów regulowanych do inwestycji. Dodatkowym wsparciem mogą być fundusze unijne oraz wzrost wydatków publicznych na bezpieczeństwo.

Szanse	Zagrożenia
Rosnące wydatki na cyberbezpieczeństwo, NIS2, DORA i ochronę infrastruktury krytycznej	Wysoki udział odsprzedaży licencji może ograniczać przełożenie wzrostu przychodów na marżę
Szybki wzrost AWS, ekspansja zagraniczna oraz projekty data & AI / GenAI	Zależność od partnerów technologicznych, ich warunków handlowych i certyfikatów
Duży portfel podpisanych umów oraz wieloletnie usługi wsparcia	Przesunięcia odbiorów, kary umowne i ryzyko niewykorzystania opcji w umowach ramowych
Skup akcji poniżej kursu rynkowego i możliwość dalszego umorzenia	Akcje własne mogą zostać wykorzystane w programie motywacyjnym i ponownie rozwnieć akcjonariuszy
Dywersyfikacja między sektorem publicznym, finansowym, energetyką i klientami komercyjnymi	Koncentracja klientów, sezonowość oraz wysokie zapotrzebowanie na kapitał obrotowy

Ryzyka

- Kapitał obrotowy i płynność:** zakup licencji oraz sprzętu często poprzedza odbiór projektu i zapłatę klienta. Wzrost może wymagać kredytowania należności i zapasów; I kwartał 2026 pokazał skalę możliwego odpływu gotówki.
- Charakter projektowy:** moment podpisania umowy, dostawy, odbioru, fakturowania i ujęcia przychodu może przypadać na różne okresy, co zwiększa zmienność kwartalnych wyników i ryzyko błędnej annualizacji.
- Koncentracja klientów:** trzech największych odbiorców zapewniło 42% przychodów w 2025 r., a największy 24%. Utrata pojedynczego kontrahenta może mieć istotny wpływ na wyniki.
- Zależność od sektora publicznego:** przetargi są podatne na odwołania, opóźnienia, nieprecyzyjne specyfikacje i kary umowne. Sprzedaż kumuluje się zwykle w drugim półroczu, szczególnie w IV kwartale.
- Dostępność kompetencji:** wyspecjalizowani inżynierowie i architekci są trudno dostępni, a szkolenie może trwać około 12 miesięcy. Presja płacowa może ograniczyć skalowanie marży.
- Certyfikaty i bezpieczeństwo:** utrata statusów partnerskich, poświadczeń bezpieczeństwa lub incydent dotyczący danych mógłby ograniczyć dostęp do klientów strategicznych i zaszkodzić reputacji.
- Ryzyko wyceny:** istotna część DCF pochodzi z wartości rezydualnej opartej na wynikach 2029 r. Niewielka zmiana WACC, docelowej marży lub znormalizowanego FCFF istotnie zmienia wartość na akcję.

Co monitorować w kolejnych raportach

- Wzrost przychodów i — ważniejsze — marżę brutto, EBITDA oraz EBIT na nowych dużych kontraktach.
- Przepływy operacyjne i zmianę kapitału obrotowego, szczególnie należności, zapasów i zobowiązań handlowych.
- Realizację i faktyczne wykorzystanie umowy ramowej do 79,95 mln zł oraz zamówień opcjonalnych.
- Dynamikę AWS, udział eksportu, marżę segmentu oraz udział wyniku przypadający akcjonariuszom Passusa.
- Udział usług wsparcia i przychodów rozpoznawanych w czasie, który może ograniczać sezonowość.
- Realizację kryteriów programu motywacyjnego: 300 mln zł przychodów i 35 mln zł EBITDA łącznie w latach 2026–2027 oraz 375 mln zł i 40 mln zł w latach 2028–2029.
- Los 150 000 akcji własnych oraz ewentualny zakres ich wykorzystania w programie motywacyjnym.
- Zadłużenie po dywidendzie i skupie akcji oraz koszt finansowania wzrostu kapitału obrotowego.

Wycena mnożnikowa

Wariant bazowy oparto na bieżących wynikach TTM: 135,6 mln zł przychodów, 16,6 mln zł EBITDA oraz 11,3 mln zł zysku przypisanego akcjonariuszom jednostki dominującej. Nie zakłada on z góry skoku sprzedaży do 175 mln zł. Mnożniki uwzględniają małą skalę, projektowość i słabszą konwersję gotówki, ale także wzrost rynku, AWS oraz portfel zamówień. W komponencie EV/EBITDA odjęto około 5,9 mln zł długu netto pro forma po dywidendzie i skupie przeprowadzonym po 31 marca 2026 r. Wszystkie wartości podzielono przez 1,464 mln akcji.

Wariant	Zysk netto	C/Z	EBITDA	EV/EBITDA	Wartość C/Z	Wartość EV/EBITDA	Średnia
Konserwatywny	10,2	14,0	14,8	9,0	97,52 zł	86,94 zł	92,23 zł
Bazowy — TTM	11,3	17,0	16,6	11,5	131,19 zł	126,34 zł	128,77 zł
Wzrostowy — 2026	11,5	20,0	17,0	14,0	157,08 zł	158,51 zł	157,79 zł

- Wariant konserwatywny wykorzystuje wyniki 2025 r. i niższe mnożniki, odzwierciedlające ryzyko marży, kapitału obrotowego oraz koncentracji klientów.
- Wariant bazowy wykorzystuje bieżące przychody i zyski TTM, bez dodatkowego wzrostu wynikającego z realizacji maksymalnych wartości ogłoszonych umów.
- Wariant wzrostowy dla 2026 r. zakłada około 142 mln zł przychodów i 17 mln zł EBITDA, czyli 12% marży zbliżonej do osiągniętej w 2025 r. Przy docelowej marży strategii 10% EBITDA wyniosłaby jedynie około 14,2 mln zł.

Przy kursie 121,00 zł wariant bazowy oznacza potencjał wzrostu 6,4%, wariant wzrostowy 30,4%, natomiast wariant konserwatywny wskazuje ryzyko spadku 23,8%. Wycena nie przypisuje całej maksymalnej wartości kontraktów do 2026 r.; o wyniku przesądzą harmonogram realizacji, miks sprzedaży oraz marża kilku dużych projektów.

Wycena DCF (FCFF)

DCF przeprowadzono metodą FCFF. Przepływ zdefiniowano jako NOPAT powiększony o amortyzację i pomniejszony o CAPEX oraz wzrost operacyjnego kapitału obrotowego. Ze względu na silną sezonowość nie ekstrapolowano mechanicznie ujemnego przepływu z I kwartału 2026; prognoza opiera się na znormalizowanym cyklu rocznym.

Okres	Przepływy operacyjne	CAPEX	Uproszczony FCF
2023	(9,4)	5,2	(14,5)
2024	6,0	2,0	4,0
2025	5,1	2,4	2,8
TTM do 31.03.2026	(4,9)	2,5	(7,3)

Założenie	Wartość
WIBOR 1Y zamiast rentowności obligacji	3,87% — fixing 30.07.2026
Premia za ryzyko rynku polskiego	5,33% — Damodaran, aktualizacja 05.01.2026
Beta	1,00
Koszt kapitału własnego	9,20%
Koszt długu przed podatkiem	5,87% = WIBOR 1Y + 2,00 p.p.
Struktura finansowania	97,9% kapitał własny / 2,1% dług
WACC	9,10%
Horyzont prognozy	2026–2029 — zgodnie z okresem programu motywacyjnego
Wzrost rezydualny — wszystkie warianty	0,00%
Pozycja gotówkowa na 31.03.2026	około 2,9 mln zł gotówki netto po uwzględnieniu długu i leasingu
Korekty po I kwartale 2026	4,72 mln zł na skup akcji własnych i 4,04 mln zł dywidendy
Liczba akcji	1,464 mln — 1,614 mln akcji kapitału pomniejszone o 150 tys. akcji własnych

Koszt kapitału własnego obliczono jako 3,87% WIBOR 1Y + beta 1,0 × 5,33% premii za ryzyko, co daje 9,20%. Przy niewielkim udziale oprocentowanego długu WACC wynosi 9,10%. Wartość rezydualna jest liczona przy g = 0% we wszystkich scenariuszach.

Rok	Przychody	EBITDA	EBIT	Odniesienie do programu
2026	142,0	17,0	15,5	początek okresu 2026–2027
2027	158,0	18,0	16,5	2026–2027 łącznie: 300 / 35
2028	178,0	19,0	17,5	początek okresu 2028–2029
2029	197,0	21,0	19,0	2028–2029 łącznie: 375 / 40

Ścieżka wzrostowa jest celowo znacznie ostrożniejsza od poprzedniej prognozy. W 2029 r. zakłada 197 mln zł przychodów, 21 mln zł EBITDA i 19 mln zł EBIT, zamiast 232,9 mln zł przychodów i 29,1 mln zł EBIT. Rok 2030 nie jest osobnym, agresywnym rokiem prognozy; wartość rezydualna jest oparta na wynikach 2029 r. i g = 0%.

Wariant DCF	Podstawa operacyjna	Na saldzie z 31.03.2026	Korekta wypłat	Wartość po korekcie	Wobec kursu
Bieżący	wyniki bieżące / TTM	113 zł	-6 zł	107 zł	-11,6%
Wzrostowy	program motywacyjny 2026–2029	156 zł	-6 zł	150 zł	+24,0%

Wycena 113 zł na danych bieżących i 156 zł w wariancie wzrostowym wykorzystuje gotówkę oraz dług z końca I kwartału 2026 r. Późniejszy wydatek 4,72 mln zł na 150 tys. akcji własnych i wypłata około 4,04 mln zł dywidendy obniżają wartość kapitału o łącznie 8,76 mln zł, czyli o 5,98 zł na jedną z 1,464 mln akcji. Po zaokrągleniu wartości wynoszą odpowiednio 107 zł i 150 zł na akcję.

Dywidendy i skup akcji

Rok zysku	Dywidenda/akcję	Łączna wypłata	Payout	Dzień dywidendy	Termin wypłaty
2023	2,92 zł	5,99 mln zł	wysoki; powyżej zysku ogółem	08.07.2024	17.07.2024
2024	1,96 zł	3,50 mln zł	26,4% zysku dominującej	23.06.2025	02.07.2025
2025	2,50 zł	4,04 mln zł	39,7% zysku dominującej	25.06.2026	02.07.2026

Dywidenda za 2025 r. została już wypłacona, dlatego kurs 121,00 zł jest kursem po odcięciu prawa i do wyceny nie dodano 2,50 zł. Historyczna regularność wypłat rośnie, lecz brak formalnej polityki o stałym payout i duże potrzeby kapitału obrotowego ograniczają przewidywalność kolejnych dywidend.

Skup akcji był ekonomicznie korzystny, ponieważ ceny 28,06–36,80 zł były znacznie niższe od obecnego kursu. Umorzenie 273 026 akcji zwiększyło udział pozostałych akcjonariuszy. Kolejne 150 000 akcji kupiono za 4,72 mln zł; ich przyszłe przeznaczenie pozostaje istotnym elementem analizy. Obecna wycena dzieli wartość przez 1 464 249 akcji, ponieważ akcje własne nie uczestniczą w prawach majątkowych. Ich późniejsze wydanie uczestnikom programu motywacyjnego oznaczałoby ponowne rozwodnienie i wymagałoby aktualizacji liczby akcji.

Podsumowanie i wnioski inwestycyjny

Scenariusz	Wycena mnożnikowa	DCF	Wartość łączna	Wobec kursu 121 zł
Bieżący / bazowy	128,77 zł	107 zł	117,89 zł	-2,6%
Wzrostowy	157,79 zł	150 zł	153,90 zł	+27,2%

Passus jest interesującą ekspozycją na cyberbezpieczeństwo, monitoring infrastruktury i AWS. Spółka ma wysokie kompetencje, referencje w sektorach regulowanych i wyraźnie rosnący portfel zamówień. Wyniki 2025 r. potwierdziły utrzymanie rentowności przy rosnącej skali, a I kwartał 2026 przyniósł ponad dwukrotny wzrost sprzedaży i powrót do dodatniego wyniku mimo sezonowo słabego okresu.

Wartość godziwa w scenariuszu opartym na bieżących wynikach wynosi 117,89 zł, czyli jest zbliżona do kursu 121,00 zł. Wariant wzrostowy daje 153,90 zł i potencjał 27,2%, ale wymaga realizacji celów programu motywacyjnego oraz utrzymania rentowności przy rosnącej skali. Kurs nie oferuje zatem wyraźnego marginesu bezpieczeństwa na danych bieżących; dyskonto pojawia się dopiero przy skutecznej realizacji scenariusza wzrostowego.

Najważniejszym argumentem pozytywnym jest połączenie strukturalnego wzrostu rynku z dużą wartością podpisanych umów oraz skupem zwiększającym wartość przypadającą na jedną akcję, o ile akcje nie zostaną ponownie wydane. Najważniejszym argumentem ostrożności pozostaje słaba historyczna konwersja zysku na gotówkę, wysoka koncentracja klientów i możliwość niskiej marży na kontraktach licencyjnych. Kluczową weryfikacją tezy będzie raport półroczny 3 września 2026 r.

Nota prawna

Materiał został przygotowany przy wsparciu sztucznej inteligencji w celach informacyjnych i edukacyjnych. Powyższa analiza nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu przepisów prawa ani oferty nabycia lub sprzedaży instrumentów finansowych. Inwestowanie na giełdzie wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości kapitału. Przed podjęciem decyzji konieczne jest przeprowadzenie własnej analizy, uwzględniającej sytuację finansową, horyzont inwestycyjny i tolerancję ryzyka. Każdy inwestor podejmuje decyzje na własną odpowiedzialność.

Główne źródła

- Skonsolidowane sprawozdanie finansowe GK Passus za 2023 r. — załączony raport, w szczególności s. 3–10 i noty segmentowe.
- Skonsolidowane sprawozdanie finansowe GK Passus za 2024 r. — załączony raport, w szczególności s. 3–10, 27–31 i 55–58.
- Skonsolidowane sprawozdanie finansowe GK Passus za 2025 r. — załączony raport, w szczególności s. 3–10, 27–31 i 54–57.
- Raport okresowy Passus za I kwartał 2026 r. — załączony raport, w szczególności s. 3–14, 17–22 i 45–66.
- Uchwały ostatniego Walnego Zgromadzenia Passus S.A. — kryteria programu motywacyjnego na lata 2026–2029.
- [Passus — relacje inwestorskie i kalendarium](#) — wyniki i termin raportu półrocznego.
- [Passus — raporty bieżące 2026](#) — kontrakty, dywidenda i skup akcji.
- [Passus — aktualny akcjonariat](#) — 1 614 249 akcji i 150 000 akcji własnych.
- [DM BOŚ — notowania PAS](#) — kurs zamknięcia 121,00 zł z 30.07.2026.
- [GPW Benchmark — WIBOR 1Y](#) — fixing 3,87% z 30.07.2026.
- [Aswath Damodaran — Country Default Spreads and Risk Premiums](#) — premia dla Polski 5,33%, aktualizacja 05.01.2026.
- [Puls Biznesu — historia dywidend Passus](#) — dywidendy za lata 2023–2025.