

GK Immobile – inicjacja

Raport przygotowany na podstawie umowy zawartej z Emitentem, za wynagrodzeniem.

CEE Equity Research

Polska

16 sierpnia 2023, 08:05 CET

Z apetytem na wzrost

Wycena metodą DCF i porównawczą w przedziale od 3,9 zł do 6,7 zł na akcję GK Immobile (GKI) to jedna z najbardziej zdywersyfikowanych produktowo spółek notowanych na GPW, co istotnie ogranicza wrażliwość wyników Spółki na wahania koniunktury gospodarczej, a także umożliwia rozwój w najbardziej lukratywnych segmentach rynku. Rosnące wydatki na e-commerce, poprawa koniunktury mieszkaniowej, rekordowy portfel zamówień zależnej spółki Atrem oraz akwizycje, mogą, naszym zdaniem, pozwolić GKI na wzrost wyników w roku 2023P oraz ugruntować rozwój Grupy w latach kolejnych. Spółka wypłacała dywidendę i prognozujemy ok. 2% DY w horyzoncie prognozy. GKI wyceniliśmy metodą DCF oraz porównawczą na poziomie odpowiednio 3,9 zł i 6,7 zł na akcję. Nie przypisaliliśmy do nich żadnych wag, ale wycenę GKI prezentujemy w przedziale od 3,9 zł do 6,7 zł na akcję.

Wysoka dywersyfikacja. GKI to mocno zdywersyfikowany produktowo i geograficznie konglomerat, prowadzący działalność w segmencie: budownictwa, systemów przeładunkowych, automatyki/elektroenergetyki, hotelarstwa oraz sprzedaży w ramach różnych branż, np. mieszkań czy też odzieży. Dywersyfikacja z jednej strony może ograniczać wrażliwość wyników na wahania koniunktury gospodarczej, a z drugiej umożliwia GKI rozwój w najbardziej lukratywnych segmentach rynku. Spółka rozwija się organicznie, a także poprzez przejęcia, wykorzystując synergie produktowe oraz kosztowe. W ostatnich latach, największe to przejęcia (kontrolnych pakietów) spółek PJP Makrum, czy też Arem, oraz ich skuteczna restrukturyzacja, a w ostatnich miesiącach przejęcia marek modowych czy też spółek produkcyjnych, umożliwiających dalsze synergje.

Czynniki wzrostu: GKI to holding, który z sukcesem zbudował zespół oraz produkty/usługi, które dają podstawy rozwoju grupy w krótkim jak i długim terminie. Naszym zdaniem kluczowym motorem wzrostu wyników powinny być: 1) rosnące wydatki na e-commerce wspierające budowę baz magazynowych, 2) nearshoring, 3) ożywienie na rynku mieszkaniowym, 4) wzrost płacy realnej wspierający konsumpcję (odzież, ruch turystyczny), 5) stopniowa poprawa efektywności sprzedaży w sieci detalicznej odzieży, 6) wzrost wydatków na sieci energetyczne i infrastrukturę towarzyszącą, oraz 7) dalszy rozwój sieci hoteli.

Prognozy finansowe. Po wygenerowaniu rekordowej sprzedaży w roku 2022, prognozujemy nowy rekordowy poziom w roku 2023P. Prognozujemy także wzrost r/r zysku operacyjnego/netto, wynikający przede wszystkim z: 1) poprawy rentowności biznesu odzieżowego (wspartego przejęciami nowych marek w 1 poł. 2023 r.), 2) wysokiej kontrybucji w przychodach wysokomarżowej działalności deweloperskiej (zakończenie kluczowych budów i przekazanie mieszkań klientom), 3) dalszej poprawy efektywności sieci hoteli Focus (rosnący RevPar), czy też 4) rekordowego backlogu spółki zależnej Atrem, w tym kontraktu z Orlen.

Czynniki ryzyka: 1) Zmiany cen wyrobów stalowych, 2) aprecjacja złotego, 3) wzrost kosztów energii i cen materiałów budowlanych, 4) cyklicznie niski poziom inwestycji, 5) niższe niż oczekiwane wydatki na sieci energetyczne, 6) brak efektów poprawy efektywności handlu w branży odzieżowej.

Wycena. Wyceniliśmy GK Immobile metodami: DCF oraz porównawczą, co daje przedział wyceny w zakresie od 3,9 zł do 6,7 zł na akcję. Nasze prognozy implikują wskaźnik P/E na jednocyfrowym poziomie w latach 2023P-26P oraz EV/EBITDA na poziomie poniżej 4x. Zakładamy, że GK Immobile pozostanie spółką dywidendową - prognozujemy płaski DPS, co implikuje ok. 2% DY, jednak wraz z oczekiwaną poprawą wyników widzimy ryzyko podniesienia prognozy wypłacanej dywidendy.

GK Immobile: Podsumowanie finansowe (rok do grudnia)

mln zł	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Sales	419	532	576	887	989	1036	1049
EBITDA	28	36	48	92	105	107	103
EBIT	11	15	18	49	62	64	60
Zysk netto	-2	-3	13	9	23	32	31
P/E (x)	-99,6	-61,8	16,7	16,6	9,2	6,7	6,9
EV/EBITDA (x)	13,4	9,1	7,8	3,4	3,5	3,2	3,0
DY	3,2%	1,5%	0,3%	3,1%	1,7%	1,7%	1,7%

Źródło: dane Spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie, 2019-22 mnożniki obliczone w oparciu o średnią cenę akcji

Wycena, zł na akcję (DCF, porównawcza)	3,9-6,7
Cena (PLN, 11 sierpnia 2023)	2,80
Kapitalizacja (PLNm)	211
Free float (%)	13,3
Liczba akcji (mn)	75,4
Średni dzienny obrót 3M (mln)	0,1

Główni akcjonariusze	% głosów
Rafał Jerzy	61,3
Francois Gros	14,3
NN OFE	5,7
Sławomir Winiecki	5,3

Źródło: www.gpw.pl

Opis działalności Spółki

GK Immobile świadczy przede wszystkim usługi w zakresie budownictwa, produkcji i montażu systemów przeładunkowych, systemów parkingowych, a także wyposażenia magazynów, budowy i sprzedaży mieszkań, sprzedaży odzieży, działalności hotelarskiej, oraz najmu biurowców.

Analitik

Adrian Kyrzc

Analitik akcji

+48 22 586 81 59 adrian.kyrzc@santander.pl

Profil działalności i model biznesowy

Działalność GK Immobile jest bardzo mocno zdywersyfikowana i koncentruje się wokół siedmiu segmentów:

- 1) Przemysł,
- 2) Najem,
- 3) Hotelarstwo,
- 4) Deweloperka,
- 5) Budownictwo (przemysłowe),
- 6) Automatyka i elektroenergetyka,
- 7) Sprzedaż detaliczna.

Spółka posiada udziały w dwóch spółkach notowanych na GPW w Warszawie, w tym ok. 66% w spółce PJP Makrum oraz ok. 72% w Atrem. PJP Makrum prowadzi działalność w segmencie przemysłu oraz budownictwa. Z kolei Atrem, w segmencie automatyki i elektroenergetyki. Działalność w pozostałych segmentach prowadzona jest w spółce matce GK Immobile oraz pozostałych spółkach zależnych.

Poniżej przedstawiamy charakterystykę poszczególnych segmentów.

Przemysł

Segment przemysłowy GK Immobile koncentruje się w PJP Makrum. PJP Makrum to spółka, w której GK Immobile posiada ok. 66% udziałów. PJP Makrum świadczy usługi w ponad 30 krajach, na 3 kontynentach. Spółki z grupy GKI prowadzą działalność w takich segmentach jak systemy przeładunkowe i parkingowe, budownictwo przemysłowe oraz maszyny.

Systemy przeładunkowe

Segment systemów przeładunkowych obejmuje: hydrauliczne i mechaniczne systemy przeładunkowe, kurtyny uszczelniające, śluzy, odboje, naprowadzacze oraz bramy przemysłowe, rampy i pomosty przeładunkowe. W zakresie usług jest nie tylko projektowanie, produkcja, instalacja systemów przeładunkowych, ale również serwis. Produkcja, dystrybucja i serwis systemów przeładunkowych realizowana jest w spółce PROMStahl. Produkty GKI należą do czołówki najbardziej rozpoznawalnych marek na świecie, przy czym Spółka zakłada w swojej strategii dalszą ekspansję w Europie i na świecie.

Fig. 1. Systemy przeładunkowe



Źródło: Spółka

Działalność produkcyjna skoncentrowana jest w głównym zakładzie w Koronowie. Nowoczesny park maszynowy pozwala na dużą automatyzację i kompleksowość

produkcji. W latach 2018-2019 przeprowadzone zostały prace modernizacyjne, w celu znaczącego zwiększenia mocy produkcyjnych zakładu. Szacujemy, że jego aktualne moce produkcyjne pozwalają na dalsze zwiększanie wielkości produkcji. Produkt kierowany jest głównie na rynki eksportowe, a największym rynkiem zbytu jest rynek niemiecki.

Fig. 2. Zakład produkcyjny



Źródło: Spółka

Systemy parkingowe

Drugi segment działalności GKI obejmuje parkingi automatyczne MODULO, na które zapotrzebowanie wynika z globalnego deficytu miejsc parkingowych. Kluczowymi rynkami zbytu dla MODULO jest obecnie Polska (niewielka konkurencja) oraz Niemcy (przewagi kosztowe). Spółka zajmuje się produkcją, sprzedażą i dystrybucją. W ofercie znajdują się systemy zależne i niezależne, a także szeroka gama akcesoriów pozwalających zwiększyć wygodę parkowania, takich jak: czujniki, bramy, szlabany, odbojniki. Systemy parkingowe to produkt dedykowany nie tylko dla deweloperów czy wykonawców generalnych, ale również dla osób prywatnych.

GKI posiada własny park produkcyjny, co pozwala dostosować urządzenia do spersonalizowanych wymagań i specyfiki każdej inwestycji. Współpracuje ze sprawdzonymi dostawcami, dlatego ponad 95 % elementów produktów pochodzi od polskich producentów. Przekłada się to na wysoką jakość systemów parkingowych MODULO i szybki dostęp do części zamiennych.

Fig. 3. Systemy parkingowe



Źródło: Spółka

Maszyny krusząco-mielące

Trzecia dziedzina w której specjalizuje się GKI w ramach segmentu przemysłu to produkcja maszyn krusząco-mielących, tradycyjnego produktu marki MAKRUM. Spółka jest producentem maszyn i urządzeń dla przemysłu wydobywczego, chemicznego, cementowego i papierniczego. W tym zakresie, działalność opiera się

na 150 latach doświadczenia marki PJP Makrum w produkcji maszyn. Flagowymi produktami spod szyldu marki są funkcjonujące na całym świecie kruszarki, młyny i suszarnie. Spółka wykonała dotychczas ponad 30 tysięcy urządzeń obejmujących oprócz tradycyjnych maszyn, różnego rodzaju podajniki, przesiewacze i inne urządzenia używane w procesie wytwórczym wielu przedsiębiorstw produkcyjnych.

Fig. 4. Przykład maszyny Makrum



Źródło: Spółka

Wypożyczenie magazynów

Najmłodsza marka w Grupie PJP Makrum - Promlift, oferuje produkty z obszaru wyposażenia magazynów, m.in. wózki widłowe oraz regały magazynowe.

Rozwój branży logistycznej oraz magazynowej spowodował duże zapotrzebowanie na wózki widłowe. Promlift dostarcza wózki zarówno pod swoją marką, ale również innych, światowych producentów m.in. Toyoty czy Clark. Promlift zajmuje się również usługami serwisowymi oraz sprzedażą kilku tysięcy części zamiennych.

W pierwszej połowie 2023 r. Spółka PJP Makrum przejęła producenta drzwi podnosząco-przesuwanych oraz sprzedawcę wózków widłowych, co powinno zaowocować synergiami produktowymi. Nowo przejęta firma oprócz mocnej pozycji w handlu i najmie wózków widłowych jest jedynym przedstawicielem marki Rema – oferującej akcesoria do elektrycznych wózków widłowych.

Fig. 5. System magazynowy



Źródło: Spółka

Budownictwo przemysłowe

Segment budownictwa przemysłowego także skoncentrowany jest w PJP Makrum. Spółka posiada ponad 80 lat tradycji jako generalny wykonawca oraz projektant inwestycji budowlanych na terenie całego kraju. Specjalizuje się w budowie hal produkcyjnych i magazynowych, które wyposażane są w technologie produkcji oraz składowania. PJP Makrum realizuje również obiekty biurowe, centra handlowe i markety, a także obiekty mieszkaniowe.

Budownictwo przemysłowe to działalność z której historycznie wywodzi się Grupa PJP Makrum. Początki firmy sięgają roku 1948, w którym funkcjonowała jako prywatne biuro inżynierskie. W wyniku procesu prywatyzacji, biuro inżynierskie stało się spółką akcyjną PROJPRZEM S.A., wchodząc tym samym na Giełdę Papierów Wartościowych.

Działalność w zakresie budownictwa przemysłowego została zintensyfikowana po dołączeniu spółki do Grupy Kapitałowej Immobile, a w związku z jej szybkim rozwojem powołano dedykowaną spółkę zależną - PROJPRZEM Budownictwo Sp. z o.o.

W 2022 r. spółka ta realizowała projekty w budownictwie przemysłowym, handlowym, biurowym oraz mieszkaniowym głównie na terenie województwa wielkopolskiego, kujawsko-pomorskiego, dolnośląskiego oraz mazowieckiego.

Fig. 6. Przykładowe realizacje



Źródło: Spółka

Najem

Segment tzw. najmu to segment, który w ostatnich latach generował relatywnie niewielkie przychody ze sprzedaży, stanowiące ok 1% przychodów grupy kapitałowej. Działalność w segmencie najmu obejmuje:

- Wynajem nieruchomości biurowo-usługowej w Bydgoszczy (budynek na zdjęciu powyżej, został wybudowany przez Grupę Kapitałową GK Immobile, stanowi obecnie siedzibę grupy, a w części niezajmowanej jest wynajmowany podmiotom zewnętrznym).
- Wynajem nieruchomości biurowej w Złotnikach, która jest własnością spółki zależnej Atrem (przeniesienie siedziby Atrem po przejściu przez Spółkę GK Immobile umożliwiło wynajem dawnej siedziby spółki podmiotom zewnętrznym).

Fig. 7. Obiekt biurowy w Złotnikach



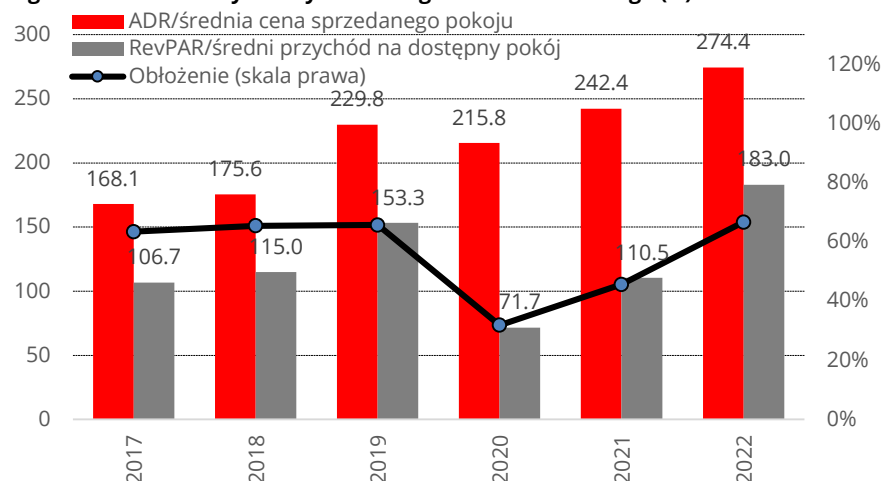
Źródło: Spółka

Hotelarstwo

Segment obejmuje prowadzenie działalności hotelarskiej pod marką Focus, a także restauracji. Model biznesowy obejmuje prowadzenie sieci hoteli w ramach obiektów własnych oraz poprzez dzierżawienie ich od podmiotów zewnętrznych. Na koniec 2022 r. Spółka prowadziła lub dzierżawiła 15 hoteli obejmujących ok. 1500 pokoi (5 własnych hoteli i 10 wynajmowanych), w roku 2021 było to 11 hoteli.

Hotele Focus to przede wszystkim miejskie hotele biznesowe oferujące noclegi w Szczecinie, Bydgoszczy, Łodzi, Gdańsku, Chorzowie, Sopotcie, Poznaniu, Lublinie, Elblągu, Warszawie oraz Inowrocławiu. Atutem sieci jest efekt skali oraz centralny system rezerwacyjny, zapewniający optymalizację obłożenia oraz cen za pokój. Celem GKI jest kontynuacja wzrostu liczby hoteli w sieci, koncentracja na maksymalizacji wskaźnika REVPAR (przychód na pokój) oraz zwiększenie sprzedaży poprzez własną stronę internetową sieci Focus w celu ograniczenia opłat płaconych na rzecz pośredników.

Fig. 8. Kluczowe miary efektywności segmentu hotelarskiego (zł)



Źródło: Spółka

Deweloperka

Działalność deweloperska obejmuje budowę i sprzedaż mieszkań realizowaną poprzez dedykowane spółki celowe. GK Immobile prowadzi sprzedaż następujących inwestycji w Bydgoszczy:

- Platanowy Park,
- Osiedle Uniwersyteckie,
- Osiedle Rabatki.

Poniżej przedstawiamy szczegóły dotyczące poszczególnych inwestycji.

Platanowy Park

Platanowy Park obejmuje osiem etapów mieszkaniowych oraz trzy etapy budownictwa komercyjnego. Na terenie o pow. ponad 9 ha, zaprojektowano 1250 mieszkań tj. ok. 72 tys. kw. powierzchni mieszkalnej oraz 43 tys. m kw. powierzchni biurowej i handlowej. Do tej pory oddano do użytkowania trzy etapy osiedla (etap 0, etap 1 oraz etap 2) – obejmujących łącznie 488 mieszkań i 536 miejsc postojowych w garażach wielostanowiskowych. Realizowany obecnie etap 3 osiedla zostanie przekazany klientom w 3 kwartale 2023 r. - i tym samym zostaną rozpoznane przychody z tego tytułu. W etapie tym zostanie wybudowanych 256 mieszkań, 8 lokali usługowych oraz 318 miejsc postojowych w garażu wielostanowiskowym. Kolejny etap Platanowego Parku - etap 4 jest przygotowywany. GKI jest w trakcie uzyskiwania pozwolenia na budowę i planuje rozpoczęcie tego etapu w 2023 r. W etapie 4 wybudowanych zostanie 180 mieszkań, 4 lokale usługowe oraz 188 miejsc postojowych w hali garażowej.

Osiedle Uniwersyteckie

W ramach zadania przewidziano realizację 15 budynków mieszkalnych o łącznej liczbie ok. 600 mieszkań. Do tej pory oddano do użytkowania etap 1, łącznie 108 mieszkań, 36 indywidualnych garaży w budynku oraz 72 zewnętrzne miejsca parkingowe. W lutym 2022 r. GKI zakończyła budowę etapu 2, w którym wybudowano trzy budynki mieszkalne wielorodzinne o łącznej liczbie 106 mieszkań, 36 indywidualnych garaży wbudowanych w budynki oraz 70 zewnętrznych miejsc postojowych. W chwili obecnej realizowany jest 3 etap budowy osiedla. W etapie tym zostanie wybudowanych 168 mieszkań, 100 miejsc postojowych w hali garażowej oraz 68 miejsc postojowych zewnętrznych. Ukończenie budowy zaplanowano na połowę 2025 r.

Osiedle Rabatki

Teren osiedla sąsiaduje od południa z kompleksem parkowym przylegającym do biegnącego w tym miejscu koryta Starego Kanału Bydgoskiego. W etapie 1 osiedla GKI wybudowała 130 mieszkań, 45 garaży indywidualnych pod budynkami oraz 87 zewnętrznych miejsc postojowych. W pierwszym kwartale 2023 roku uzyskano pozwolenie na użytkowanie i rozpoczęto przenoszenie własności mieszkań i innych lokali. Etap 2 obejmować będzie kolejnych 220 mieszkań. Obecnie spółka prowadzi prace związane z projektowaniem inwestycji. W planach jest uzyskanie w 2023 r. pozwolenia na budowę.

Automatyka i elektroenergetyka

Usługi z obszaru automatyki i elektroenergetyki świadczone są przede wszystkim przez spółkę zależną GKI - Atrem. Atrem to doświadczony podmiot operujący na mocno wyspecjalizowanym i niszowym segmencie rynku budowlanego, jako jeden z niewielu w Polsce posiadający referencje przy realizacji kontraktów na rzecz operatorów gazociągów, czy też sieci energetycznych. Głównymi odbiorcami usług są m.in. Gaz System czy też Enea.

Segment automatyki zajmuje się świadczeniem usług inżynierskich z zakresu automatyki przemysłowej, aparatury kontrolno-pomiarowej, przebudowy gazowych stacji redukcyjno-pomiarowych, telemetrii, teletechniki, regulacji, elektroniki, metrologii oraz świadczy usługi z zakresu instalacji klimatyzacyjnych, wentylacji i ogrzewania.

Segment elektroenergetyki świadczy usługi z zakresu energetyki niskich, średnich i wysokich napięć dla klientów z branży energetycznej, budowlanej oraz przemysłowej.

Atrem realizuje także kontrakty w obszarze OZE, w tym wykonuje punkty wytwarzania energii i przyłączy źródeł energii, a także budowę i modernizację stacji niskiego i średniego napięcia zapewniających możliwość przyłączenia odnawialnych źródeł energii poprzez zwiększanie możliwości przyłączeniowych i przesyłowych. Realizacje obejmują także przyłącza energetyczne turbin wiatrowych.

Kluczowe realizacje w ostatnich latach obejmowały m.in.:

- Tłocznie gazu w Odolanowie, a także jako podwykonawca odcinków gazociągów – część systemu Baltic Pipe,
- Realizacje dla Enea w obszarze funkcjonowania Głównych Punktów Zasilających,
- Systemy sterowni oraz pomiarów hydrologicznych i teletechnicznych na obiektach hydrotechnicznych,
- Modernizacje sieci elektroenergetycznej (np. dla PGE Dystrybucja).

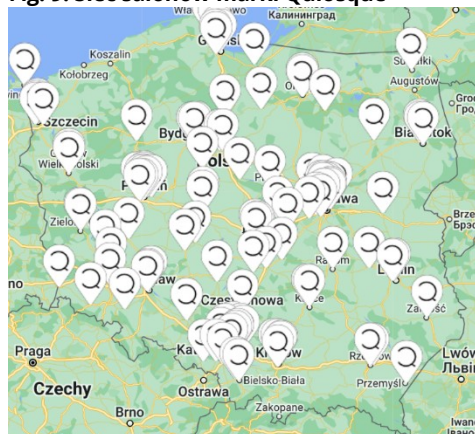
Atrem jest także członkiem konsorcjum realizującego instalacje dla Orlen, z czego wartość prac przypadających na Atrem wynosi 253 mln zł, co zwiększyło portfel zamówień Atrem w 1 kw. 2023 r. do rekordowego poziomu ok. 450 mln zł.

Sprzedaż detaliczna

GK Immobile prowadzi działalność w segmencie branży odzieżowej pod marką QUIOSQUE. Marka obecna jest na rynku ponad 30 lat. Oferta skierowana jest głównie do kobiet w wieku 35+. Głównym produktem są sukienki na wszystkie okazje. Sprzedaż prowadzona jest poprzez kanał internetowy – własna strona www oraz sieć salonów zlokalizowanych głównie w galeriach handlowych. Są to m.in. placówki w mniejszych, ale także dużych centrach handlowych jak Galeria Młociny czy też Galeria Północna w Warszawie.

GK Immobile przejęła spółkę prowadzącą sieć sprzedaży Quiosque w 2021 r. Był to jednocześnie rok pełen wyzwań dla sieci detalicznych w Polsce, w związku z wprowadzonymi restrykcjami w funkcjonowaniu m.in. galerii handlowych spowodowanych eskalacją pandemii COVID19. Pierwsze restrykcje zostały wprowadzone w marcu 2020 r. i trwały ok. 2 lat. Światowa Organizacja Zdrowia ogłosiła koniec pandemii 5 maja 2023 r.

Fig. 9. Sieć salonów marki Quiosque



Źródło: Spółka

Fig. 10. Salony sprzedaży Quiosque

Źródło: Spółka

Sprzedaż

Siedem segmentów działalności

Przychody ze sprzedaży GK Immobile generowane są w siedmiu segmentach. Największy udział w przychodach w 2022 r. (i poprzednich latach) stanowił segment przemysłu (ok. 31% przychodów grupy), który obejmował przede wszystkim sprzedaż systemów przeładunkowych (sprzedaż systemów przeładunkowych stanowiła ok. 85% przychodów segmentu przemysłu w 2022 r.). Drugim z kolei segmentem działalności GK Immobile był segment budownictwa (ok. 28% przychodów), które obejmuje przede wszystkim budownictwo przemysłowe. Pozostałe segmenty wygenerowały w 2022 r. ok. 40% przychodów GKI, w tym segment hotelowy ok. 15%, automatyka ok. 12%, segment odzieżowy ok. 8%, deweloperka ok. 4% oraz najmniej niż 1% przychodów grupy.

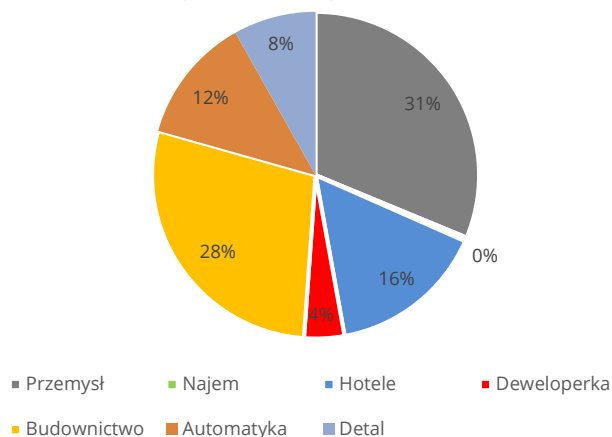
77% sprzedaży to sprzedaż krajowa

W roku 2022 ok. 77% przychodów ze sprzedaży GKI pochodziło z handlu krajowego, a pozostałe 23% z eksportu. Sprzedaż eksportowa dotyczyła wyłącznie działalności w segmencie przemysłowym, w tym głównie była to sprzedaż systemów przeładunkowych.

Głównym rynkiem eksportowym GK Immobile są Niemcy, które odpowiadały za ok. 40% sprzedaży eksportowej w 2022 r. Sprzedaż eksportowana obejmowała także Francję (21%), Holandię (7%), Danię (7%) oraz Wielką Brytanię (6%).

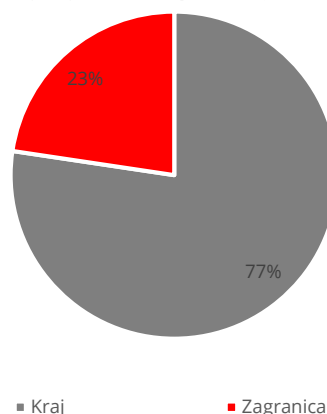
W celu ograniczenia ryzyka walutowego GKI stosuje zabezpieczenia ekspozycji walutowej, w postaci hedgingu naturalnego (część komponentów kupowanych w EUR) oraz transakcji zabezpieczających typu forward.

Fig. 11. Struktura produktowa sprzedaży



Źródło: Spółka, dane za 2022 r.

Fig. 12. Struktura geograficzna sprzedaży



Źródło: Spółka, dane za 2022 r.

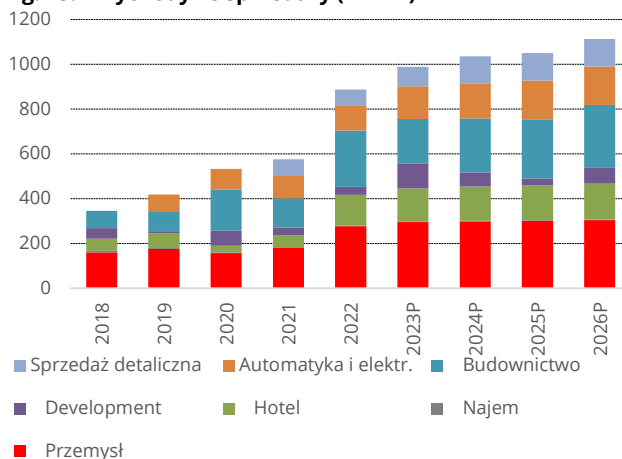
CAGR sprzedaży w latach 2019-22 wyniósł 28%

W latach 2019-2022 GKI poprawiała przychody ze sprzedaży z CAGR na poziomie 27%, co podyktowane było głównie dynamicznym wzrostem sprzedaży segmentu budownictwa (34% CAGR) oraz sprzedaży w segmencie hotelarskim (27%). Na wysoki poziom wzrostu przychodów istotny wpływ wywarły przejęcia, w tym przejęcie kontrolnego pakietu Atrem w 2019 r.

Dynamiczny wzrost sprzedaży w segmencie budownictwa przemysłowego wynikał z rozwoju organicznego spółki poprzez ekspansję geograficzną. Do roku 2018 w jej strukturach funkcjonowały dwa oddziały budownictwa: w Poznaniu oraz w Bydgoszczy, a od roku 2019 funkcjonowały dwa dodatkowe oddziały w Warszawie i Wrocławiu. Nowe oddziały pozwoliły na świadczenie usług na obszarze całego kraju, a dzięki temu lepszą penetracją rynku, w tym synergie przychodowe oraz kosztowe.

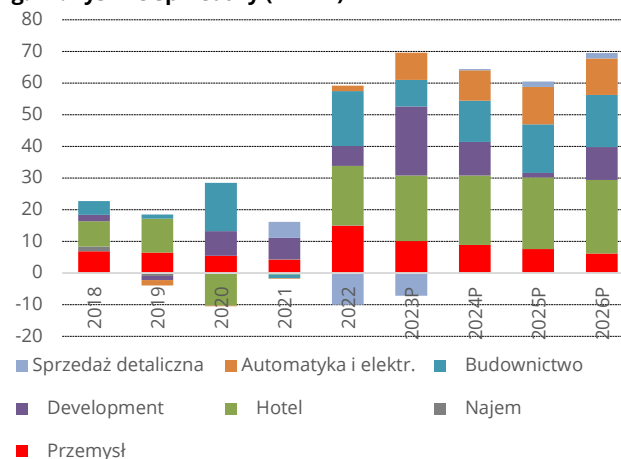
Z kolei wysoki CAGR sprzedaży w segmencie hotelarskim to głównie efekt bardzo dobrego roku 2022. Rozwój sieci hoteli, a także zniesione restrykcje wynikające z epidemii COVID-19 (z początkiem maja 2022 r.) pozwoliły GKI monetyzować wzrost ruchu turystycznego oraz biznesowego, a także inflację cen. Średnia cena sprzedanego pokoju wzrosła o 13% r/r, a obłożenie wzrosło do blisko 67% z niespełna 46% w roku 2021. W latach 2021-22 powiększyła się także sieć hoteli o 5 obiektów: Elbląg (85 pokoi), Szczecin (89 pokoi), Lublin (87 pokoi), Warszawa (234 pokoje), Bydgoszcz (88 pokoi) oraz dwie restauracje (w Bydgoszczy).

Fig. 13. Przychody ze sprzedaży (mln zł)



Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 14. Zysk ze sprzedaży (mln zł)



Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Sprzedaż roku 2022 wzrosła aż o 54% r/r

Rok 2022 był wyjątkowo udany dla GKI. Spółka ogłosiła rekordową sprzedaż na poziomie ponad 880 mln zł, co było wynikiem 54% wyższym r/r., z czego segment hotelarski wygenerował 160% wzrost r/r, przemysłowy ok. 54% wzrost sprzedaży r/r, a wzrost w segmencie budowlanym wyniósł 92% r/r.

Wzrost sprzedaży w segmencie hotelarskim wynikał z wcześniej opisanych czynników. Mocna sprzedaż w budownictwie i przemyśle wynikała z wysokiego portfela zamówień w Polsce wspieranego lepszą penetracją rynku, a także z wysokiego poziomu zamówień eksportowych głównie na systemy przeładunkowe. Wysoka sprzedaż mogła być także efektem kumulacji popytu na produkty spółki po okresie lockdown-u związanego z pandemią COVID-19, w którym wiele inwestycji zostało wstrzymanych, a po zakończeniu lockdownu, odmrożonych.

Prognozy sprzedaży roku 2023 i w latach kolejnych

Poniżej przedstawiamy główne założenia prognozy ze sprzedaży:

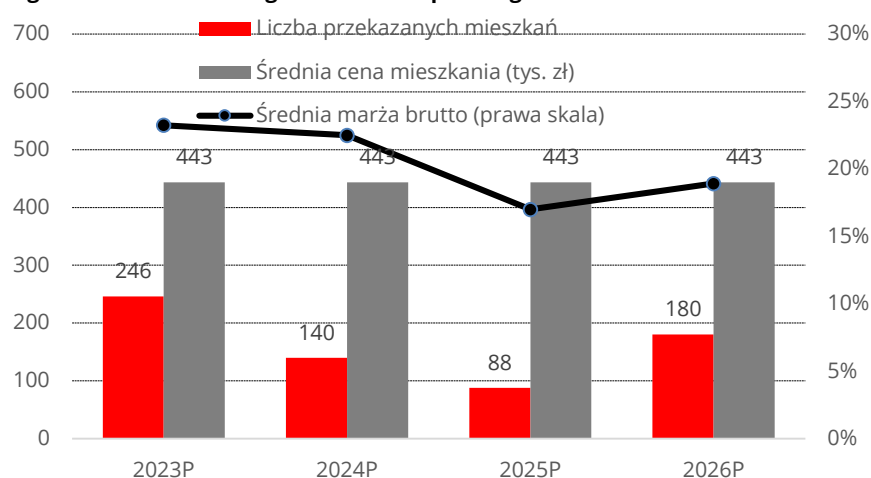
- 1) **Przemysł:** Pomimo wysokiej bazy roku 2022 prognozujemy wzrost przychodów w segmencie przemysłowym w roku 2023P i latach kolejnych (za sprzedaż w tym segmencie odpowiada głównie spółka zależna PJP Makrum). 1 kw. 2023 był dla segmentu udany, gdyż sprzedaż wzrosła r/r o 32%, co może stanowić dobry prognostyk dla wzrostu sprzedaży w całym roku. Zakładamy, że głównym czynnikiem wzrostu sprzedaży segmentu tego roku i lat kolejnych będą:
 - wysoki popyt na systemy przeładunkowe w związku z oczekiwanym wzrostem rynku e-commerce, a tym samym wzrostem zapotrzebowania na powierzchnie magazynowe,
 - wolne moce produkcyjne zakładu produkcyjnego umożliwiające wzrost wolumenu produkcji systemów przeładunkowych (szacujemy potencjał wzrostu produkcji o ok. 30% w porównaniu z 2022 rokiem).
- 2) **Najem:** GKI wynajmuje powierzchnie biurowe w dwóch budynkach: w Bydgoszczy oraz Złotnikach (ta nieruchomość jest własnością spółki zależnej Atrem). Prognozujemy stabilny poziom czynszów oraz obłożenia obiektów biurowych w okresie prognozy. Nie zakładamy także zmian w portfelu aktywów na wynajem.
- 3) **Hotele.** Pomimo wysokiej bazy roku 2022, prognozujemy wzrost przychodów w roku 2023P, co naszym zdaniem będzie wypadkową:
 - stabilnego poziomu obłożenia w okresie prognozy (OCC) z uwagi na fakt, że poziom obłożenia powrócił w 2022 r. do poziomów, które osiągnęły przed pandemią COVID-19 i które to poziomy uznajemy za optymalne dla segmentu, w którym operuje sieć hoteli FOCUS. W roku 2022 OCC wyniósł 66,7% w porównaniu z 32%-46% w latach 2020-21 oraz średniej na poziomie 65% w latach 2017-19;
 - wzrostu liczby hoteli - w naszych prognozach nie zakładamy nowych otwarć hoteli, jednak zwracamy uwagę, że zgodnie ze strategią, GKI powinna kontynuować rozwój sieci obiektów hotelowych na polskim rynku. W naszych prognozach zakładamy brak nowych otwarć w roku 2023 m.in. w związku z ograniczonym dostępem finansowania nowych inwestycji;
 - inflacji cen - wysoka inflacja cen żywności oraz usług wspierała wyniki segmentu w 2022 r. W 2023P prognozujemy kontynuację wzrostu cen za usługi hotelarskie, jednak na poziomie znacznie niższym niż w roku 2022, z uwagi na spadającą dynamikę inflacji w gospodarce;

- efektu bazy - zwracamy uwagę, że wzrost przychodów w roku 2023 będzie także pochodną otwarć hoteli w ciągu 2022, w tym hotelu w Warszawie, w marcu 2022 r.

Szczegóły założeń znajdują się w tabelach, w dalszej części raportu.

- 4) **Deweloperka:** Nasza prognoza przychodów determinowana jest planem budowy poszczególnych etapów inwestycji w ramach trzech projektów mieszkaniowych. Szczegóły założeń znajdują się w tabelach, w dalszej części raportu. Podsumowując, zakładamy że w 2023P i 2024P roku GKI będzie przekazywała klientom mieszkania z inwestycji Platanowy Park oraz Rabatki, a w roku 2025P rozpocznie przekazywanie mieszkań projektu Osiedle Uniwersyteckie. Zakładamy utrzymanie płaskich cen mieszkań w okresie prognozy, jednak widzimy potencjał na podnoszenie cen z uwagi na ożywienie popytu na mieszkania w 1 połowie 2023 r. i ograniczoną podaż mieszkań na rynku.

Fig. 15. Założenia dot. segmentu deweloperskiego



Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

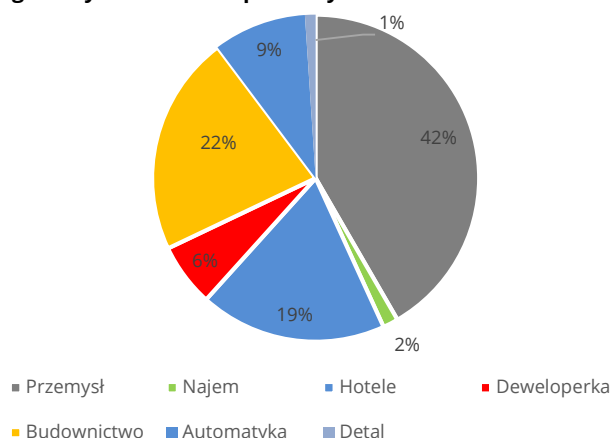
- 5) **Budownictwo:** Rok 2023 może okazać się trudniejszy dla segmentu. Prognozujemy spadek przychodów ze sprzedaży r/r, w związku z oczekiwanym spadkiem aktywności inwestycyjnej, w tym wstrzymaniem wielu projektów budownictwa biurowego czy też przemysłowego, co podyktowane jest relatywnie wysokim poziomem stóp procentowych oraz obawami o spowolnienie gospodarcze. Dodatkowo, znaczenie będzie miał efekt wysokiej bazy wynikowej roku 2022. Poczynając od roku 2024P prognozujemy odbicie sprzedaży w związku z:
- oczekiwanym spadkiem stóp procentowych, który powinien poprawić IRR projektów inwestycyjnych, a tym samym zwiększyć popyt na obiekty budownictwa kubaturowego/przemysłowego;
 - postępujący nearshoring, obejmujący realokację zakładów produkcyjnych do Europy z krajów azjatyckich;
 - synergiami geograficznymi oraz produktowymi.
- 6) **Automatyka i elektroenergetyka:** Atrem, w którym koncentrują się przychody z segmentu automatyki i elektroenergetyki podpisał jako partner konsorcjum w marcu 2023 r. kontrakt o wartości ok. 253 mln zł z Orlen na budowę instalacji, który zwiększył portfel zamówień Atrem do rekordowego poziomu ok. 450 mln zł (na dzień publikacji sprawozdania za 1 kw. 2023 r.). W związku z harmonogramem prac (kontrakt w formule „projektuj i buduj”) prognozujemy większość przychodów z tytułu realizacji tego kontraktu w latach 2024P i 2025P, jednak oczekujemy rozpoznania części przychodów za prace projektowej także w roku 2023P.

- 7) **Detal odzieżowy:** W roku 2023 GKI planuje koncentrację na otwarciach nowych salonów zlokalizowanych głównie w centrach handlowych, aby zwiększać skalę działalności. Ważnym wydarzeniem w 1 połowie roku była inicjacja współpracy z nowymi markami i wprowadzenie ich do własnych salonów w tym: Laurella (sukienki), Błonie (Zegarki), Akardo (obuwie), oraz Mara Sim Sim (biżuteria), co może zaowocować synergiami produktowymi. Zakładamy w naszej prognozie, że spółka w roku 2023 zwiększy przychód generowany w przeliczeniu na salon.

Zyski/marże

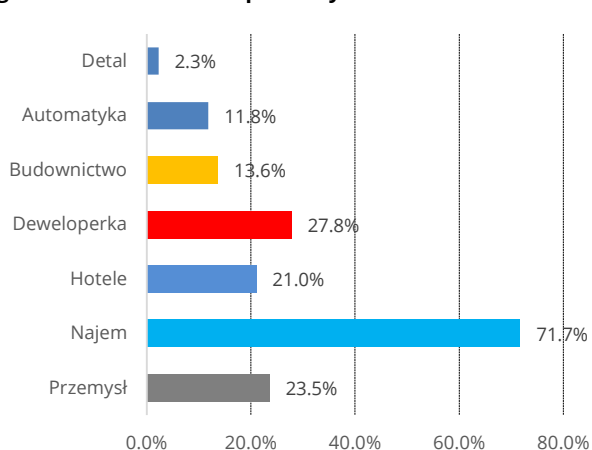
W roku 2022 największym kontrybutorem zysków GKI na poziomie zysku brutto na sprzedaży był segment budownictwa oraz segment przemysłu, które razem wygenerowały ok. 60% zysku. Segment najmu był najmniejszym kontrybutorem wyników. Najwyższą marżę brutto na sprzedaży wygenerował segment najmu, co wynika ze specyfiki tego rodzaju biznesu (relatywnie niskie koszty utrzymania budynków na wynajem w relacji do przychodów czynszowych). Najniższy poziom marż osiągnął segment sprzedaży detalicznej, głównie z uwagi na wysokie koszty stałe i niską efektywność sprzedaży. W roku 2022 GKI istotnie poprawiła zysk operacyjny do poziomu ok. 49 mln zł z niespełna 18 mln zł w roku 2021 dzięki wzrostowi przychodów ze sprzedaży oraz poprawie marży brutto na sprzedaży.

Fig. 16. Zysk brutto na sprzedaży



Źródło: Spółka, dane za 2022 r.

Fig. 17. Marża brutto na sprzedaży



Źródło: Spółka, dane za 2022 r.

Poniżej przedstawiamy założenia dotyczące prognozy marż i zysków w poszczególnych segmentach działalności.

- 1) **Przemysł:** W segmencie produkcji systemów przeładunkowych zakładamy potencjalne ryzyka związane z silną konkurencją na rynkach zagranicznych ze strony dużych grup międzynarodowych zoptymalizowanych kosztowo (np. Herman, który posiada szeroką ofertę produktową) i korzystających z efektów skali. Uważamy także, że wzrost skali działalności PJP Makrum i budowa przychodów w tym segmencie może być okupiona niższą rentownością. Osłabienie r/r EUR/PLN także może negatywnie odbić się na rentowności segmentu. Prognozujemy lekki spadek marży brutto w roku 2023P i utrzymanie marży w latach kolejnych. Zwracamy uwagę na wysoką dynamikę wzrostu zysk brutto segmentu w 1Q23.

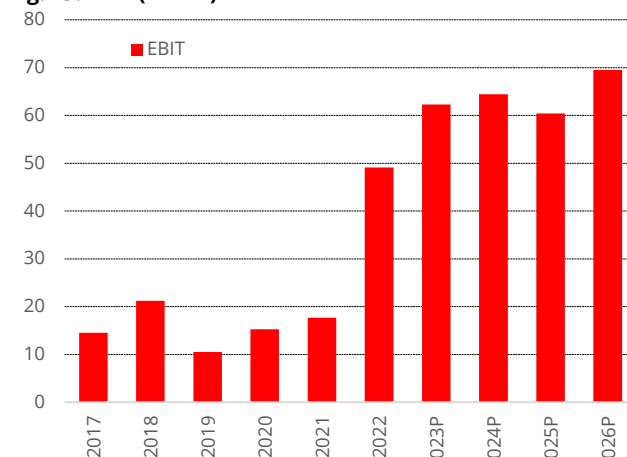
- 2) **Najem:** Oczekujemy stabilnej rentowności i poziomu zysków. Nie zakładamy zmian w stawkach czynszu najmu, ani obłożeniu.
- 3) **Hotele.** Zakładamy utrzymanie poziomu rentowności i wzrost poziomu zysków w 2023P r. wynikający z prognozowanego wzrostu przychodów (inflacja cen). Wzrost liczby hoteli w latach kolejnych może stanowić podstawę do potencjalnego podniesienia naszych prognoz.
- 4) **Deweloperka:** Prognoza marży i zysku tego segmentu uzależniona jest od miksu sprzedaży w danym roku. Zakładamy relatywnie wyższe ceny inwestycji Platanowy Park (segmenty podwyższone), oraz relatywne niższe ceny inwestycji Osiedle Uniwersyteckie (segment popularny). Poziom cen osiedla Rabatki zakładamy na poziomie mieszczącym się pomiędzy cenami projektu Platanowy Park i Osiedle Uniwersyteckie. Różnice cen wynikają ze standardu wykończenia części wspólnych oraz szczegółowej lokalizacji. Nie zakładamy zmiany cen mieszkań w naszej prognozie, jednak ożywienie popytu na mieszkania może pozwolić Spółce na podniesienie cen mieszkań.
- 5) **Budownictwo:** Prognozujemy utrzymanie rentowności brutto na sprzedaży w horyzoncie prognozy na poziomie bliskim roku 2022. Z jednej strony zakładamy wzrost kosztów budowy w 2023P r/r w wyniku wyższych cen energii i kosztów materiałów budowlanych. Z drugiej strony zakładamy, że udział kontraktów podpisanych na tzw. 'górcie cenowej' roku 2022 będzie w miksie przychodów wyższy r/r co powinno wspierać poziom marż. Nasza prognoza zysku operacyjnego w 2023P jest niższa r/r, z uwagi na zakładany niższy poziom sprzedaży. Wraz z oczekiwanym wzrostem sprzedaży począwszy od roku 2024P zakładamy także wzrost zysku operacyjnego tego segmentu.
- 6) **Automatyka i elektroenergetyka:** Rentowność segmentu w latach 2021-22 była po presji nisko-marżowych kontraktów podpisanych przez Atrem (Atrem odpowiada ze przychody tego segmentu) w latach poprzednich. Wzrost kosztów realizacji, koncentracja na kontraktach niskiej wartości oraz wysokie koszty stałe skutkowały zyskowością Atrem znacznie poniżej potencjału spółki. Przejęcie większościowego pakietu akcji przez GK Immobile w roku 2019 skutkowało w naszej opinii zmianami w strategii Atrem. Uważamy, że koncentracja na kontraktach o wyższych wartościach jednostkowych oraz optymalizacja kosztowa powinny zaowocować poprawą rentowności w horyzoncie prognozy, począwszy od roku 2023P, kiedy planowana jest realizacja dużego kontraktu dla Orlen.
- 7) **Sprzedaż detaliczna:** Lata 2021-2022 były trudne dla segmentu detalicznego w związku z czasowymi restrykcjami w prowadzeniu działalności (lockdown) w galeriach handlowych, oraz dynamicznym rozwojem segmentu e-commerce. Szacujemy poprawę wyników w roku 2023P i latach kolejnych w związku z oczekiwanym efektem dźwigni operacyjnej – szacujemy wzrost sprzedaży/m kw. powierzchni handlowej oraz kontrolę kosztów. Zakładamy także efekt dźwigni operacyjnej wynikający z akwizycji zrealizowanych w 1 połowie 2023 r.

Fig. 18. Marża zysku brutto na sprzedaży

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przemysł	26,1%	23,9%	23,5%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Najem	72,4%	62,3%	71,7%	71,7%	71,7%	71,7%	71,7%
Hotele	-12,5%	13,5%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
Deweloperka	16,7%	28,1%	27,8%	23,2%	22,5%	17,0%	18,9%
Budownictwo	16,4%	9,9%	13,6%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Automatyka i elektroenergetyka	12,8%	11,8%	13,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Detal		24,7%	2,3%	5,0%	9,8%	10,8%	10,8%
Razem:	17,0%	18,7%	17,6%	17,1%	16,8%	16,4%	16,5%

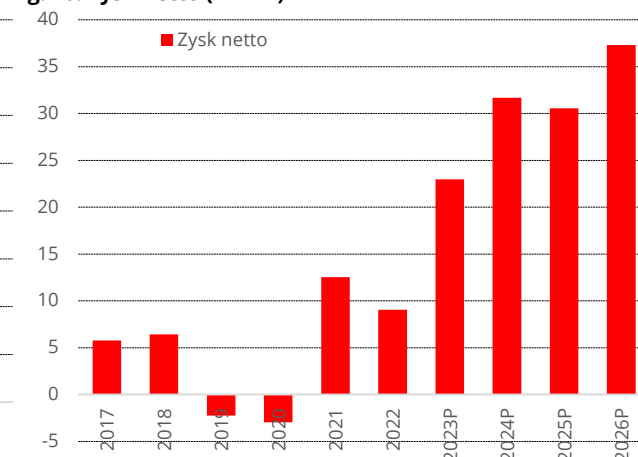
Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 19. EBIT (mln zł)



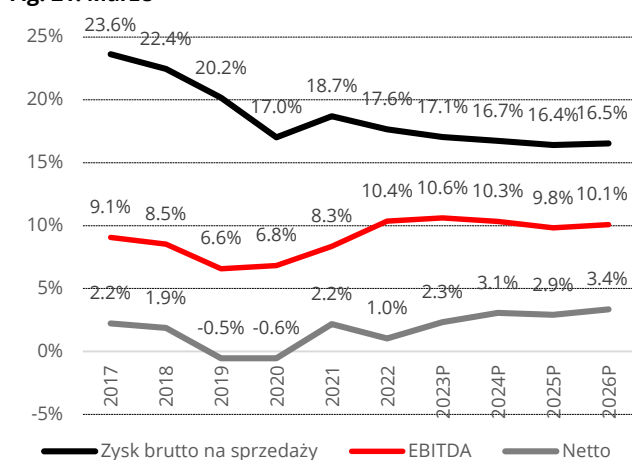
Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 20. Zysk netto (mln zł)



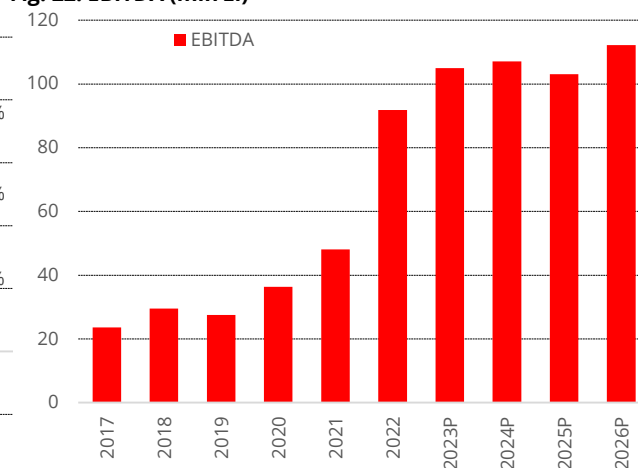
Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 21. Marże



Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 22. EBITDA (mln zł)



Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 23. Segment przemysłu: główne założenia

mln zł	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	157,6	181,5	276,9	296,2	299,0	301,8	304,6
Systemy przeładunkowe	130,9	154,6	235,5	247,3	249,7	252,2	254,7
Systemy parkingowe	16,0	13,0	10,8	17,2	17,2	17,2	17,2
Makrum	10,7	6,0	12,8	13,0	13,1	13,2	13,4
Wyposażenie magazynów i inne		7,9	17,9	18,8	19,0	19,1	19,3
Zysk brutto na sprzedaży	41,2	43,3	65,2	59,2	59,8	60,4	60,9
Koszty ogólnego zarządu i sprzedaży	35,7	39,1	50,2	49,2	51,0	52,8	54,8
Zysk/strata ze sprzedaży	5,4	4,2	15,0	10,1	8,8	7,5	6,2
Amortyzacja	2,7	5,2	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8
EBITDA	8,2	9,4	23,8	18,9	17,6	16,3	15,0

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 24. Segment najmu: główne założenia

mln zł	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	2,2	3,1	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Zysk brutto na sprzedaży	1,6	1,9	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Koszty ogólnego zarządu i sprzedaży	2,5	2,0	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Zysk/strata ze sprzedaży	-1,0	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Amortyzacja	0,6	0,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
EBITDA	-0,3	0,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 25. Segment hoteli: główne założenia

mln zł	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	30,7	52,9	137,8	146,6	152,7	155,7	158,9
Przychody ze sprzedaży pokoi				104,4	109,7	111,9	114,1
OCC	31,9%	45,6%	66,7%	66,7%	66,7%	66,7%	66,7%
Średnia cena sprzedanego pokoju netto	215,8	242,4	274,4	288,1	302,5	308,5	314,7
Przychód na dostępny pokój netto	71,7	110,5	183,0	192,2	201,8	205,8	209,9
Liczba pokoi na koniec roku	966	1191	1489	1489	1489	1489	1489
Liczba pokoi średnia		1079	1340	1489	1489	1489	1489
Przychody ze sprzedaży z restauracji	6,5	4,9	38,3	42,2	43,0	43,9	44,8
Zysk brutto na sprzedaży	-3,9	7,2	28,9	30,8	32,1	32,7	33,4
Koszty ogólnego zarządu i sprzedaży	6,4	7,7	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2
Zysk/strata ze sprzedaży	-10,3	-0,5	18,8	20,6	21,9	22,6	23,2
Amortyzacja	13,6	13,7	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
EBITDA	3,3	13,1	37,2	39,1	40,4	41,0	41,7

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 26. Segment automatyki: główne założenia

mln zł	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	90,6	100,4	110,5	146,0	155,0	172,0	172,0
Zysk brutto na sprzedaży	11,6	11,8	14,4	20,4	21,7	24,1	24,1
Koszty ogólnego zarządu i sprzedaży	11,8	12,0	12,6	11,9	12,1	12,3	12,5
Zysk/strata ze sprzedaży	-0,2	-0,2	1,7	8,5	9,6	11,8	11,6
Amortyzacja	2,3	2,6	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
EBITDA	2,1	2,5	4,9	11,7	12,7	14,9	14,7

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 27. Segment deweloperski: główne założenia

mln zł	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	66,4	34,2	35,2	109,1	63,0	29,3	73,9
Liczba mieszkań przekazanych				246	140	88	180
Średnia cena mieszkania				443	443	443	443
Osiedle Uniwersyteckie							
Przychody						29	27
Przekazania						88	80
Cena mieszkania						333	333
Platanowy Park							
Przychody				74	47	0	47
Przekazania				156	100		100
Cena mieszkania				472	472	472	472
Rabatki							
Przychody				35	16		
Przekazania				90	40		
Cena mieszkania				394	394		
Zysk brutto na sprzedaży	11,1	9,6	9,8	25,4	14,2	5,0	14,0
Osiedle Uniwersyteckie				0,0	0,0	5,0	4,5
Marża				17%	17%	17%	17%
Platanowy Park				14,7	9,4	0,0	9,4
Marża				20%	20%	20%	20%
Rabatki				10,6	4,7	0,0	0,0
Marża				30%	30%	30%	30%
Koszty ogólnego zarządu i sprzedaży	3,3	2,8	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Zysk/strata ze sprzedaży	7,8	6,8	6,2	21,8	10,6	1,5	10,4
Amortyzacja	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EBITDA	7,9	6,9	6,4	21,9	10,7	1,6	10,6

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 28. Segment budownictwa: główne założenia

mln zł	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	184,8	129,9	250,4	200,3	240,4	264,4	277,7
Zysk brutto na sprzedaży	30,2	12,8	34,1	26,0	31,3	34,4	36,1
Koszty ogólnego zarządu i sprzedaży	15,1	13,9	16,8	17,6	18,3	19,0	19,7
Zysk/strata ze sprzedaży	15,2	-1,1	17,3	8,4	12,9	15,4	16,4
Amortyzacja	0,4	0,1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EBITDA	15,6	-1,0	17,8	8,9	13,5	15,9	16,9

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 29. Segment handlu detalicznego: główne założenia

mln zł	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	0,0	73,7	72,3	87,3	122,7	122,7	122,7
Zysk brutto na sprzedaży	0,0	18,2	1,6	4,4	12,1	13,3	13,3
Koszty ogólnego zarządu i sprzedaży	0,0	13,2	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6
Zysk/strata ze sprzedaży	0,0	5,1	-10,0	-7,2	0,4	1,7	1,7
Amortyzacja	0,0	8,1	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2
EBITDA	0,0	13,1	0,2	3,0	10,7	11,9	11,9

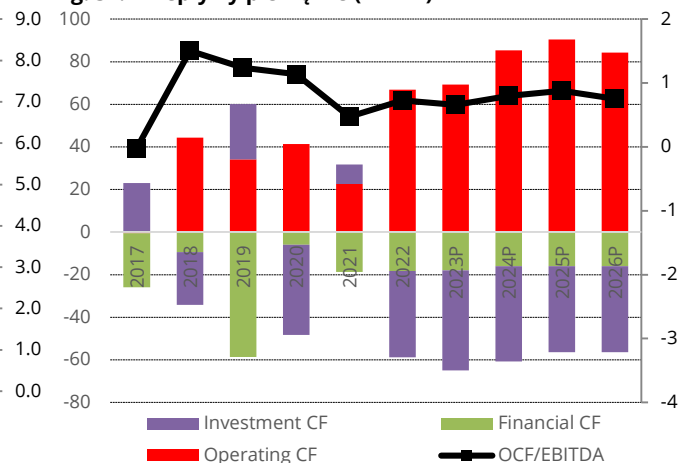
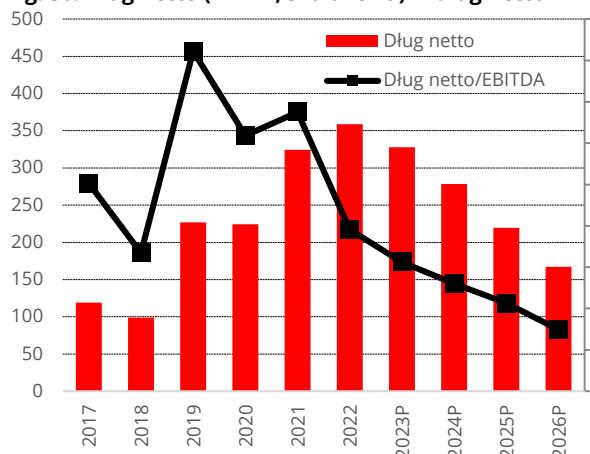
Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Przepływy pieniężne/zadłużenie

GKI w ciągu ostatnich 5 lat, rokrocznie generowała dodatnie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej. W latach 2018-22, przepływy operacyjne reprezentowały średnio 102% średniej EBITDA, co wydaje się bardzo dobrym osiągnięciem. Wsparciem dla przepływów gotówkowych były transakcje sprzedaży aktywów nieoperacyjnych – nieruchomości, co może stanowić źródło gotówki także w latach kolejnych.

GKI w ostatnich latach wykazywała dość wysoki poziom zadłużenia netto, które prognozujemy także w roku 2023P i latach kolejnych. Wskaźnik zadłużenia netto do EBITDA w roku 2022 w okolicach 4x uznajemy za poziom dość wysoki. Zwracamy jednak uwagę, że w kalkulacji długu netto znajduje się leasing, który częściowo dotyczy prawa użytkowania wieczystego gruntów, czyli zobowiązania, które przechodzi na nabywcę mieszkania w chwili jego sprzedaży, a także zobowiązań wynikających z długoterminowych umów najmu powierzchni handlowych.

Fig. 30. Dług netto (mln zł, skala lewa)* i dług netto/EBITDA **Fig. 31. Przepływy pieniężne (mln zł)**



Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

*Dług netto uwzględnia leasing

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 32. Dług netto i skorygowany dług netto o zobowiązania z tyt. leasingu (mln zł)

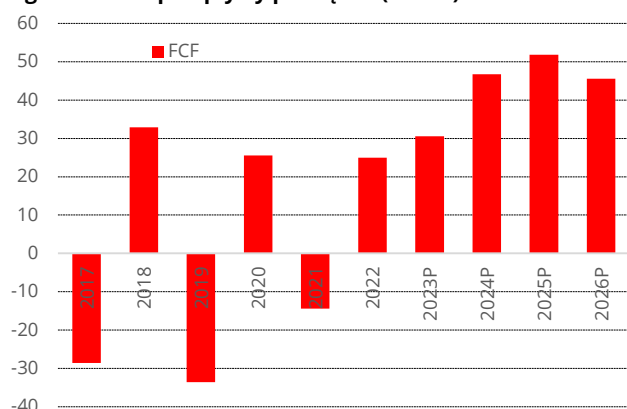
mln zł	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Dług netto	224	324	359	331	282	225	173
Dług netto oczyszczony *	146	167	162	157	133	99	71

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie, *korekta o leasing

Dywidenda

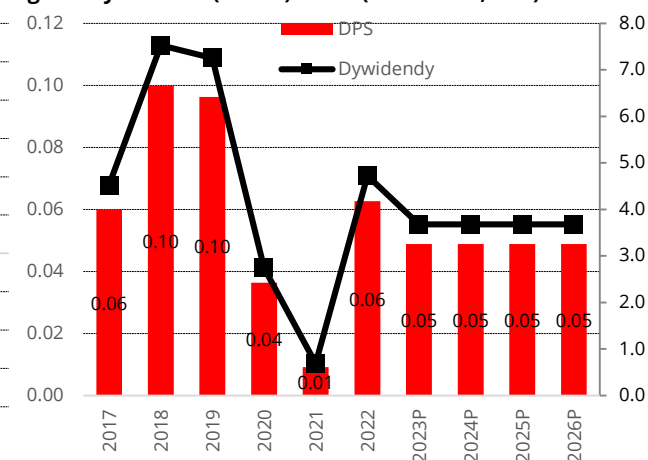
GK Immobile w ostatnich latach była regularnym płatnikiem dywidendy. W 2023 r. DPS wyniesie 0,05 zł zgodnie z uchwałą zarządu. Wskaźnik wypłaty wyniósł 38%. Zakładamy płaski poziom DPS w latach kolejnych, jednak wzrost zysków może naszym zdaniem skłonić zarząd do wypłacenia wyższej dywidendy.

Fig. 33. Wolne przepływy pieniężne (mln zł)



Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 34. Dywidenda (mln zł) i DPS (skala lewa, w zł)



Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Wyniki 1 kw. 2023

GKI pokazała słabe wyniki w 1 kw. 2023. Strata netto wynikała z 1) lekkiego spadku marży brutto na sprzedaży r/r, oraz 2) wzrostu kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu. Zwracamy uwagę, że sezonowo spółka generowała w ubiegłych latach niskie poziomy sprzedaży w pierwszym kwartale roku i stratę netto.

Fig. 35. Kwartalne wyniki finansowe

mln zł	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23
Sprzedaż	95.8	130.8	169.2	180.0	171.5	276.8	234.9	203.4	175.2	208.4
Przemysł	37.2	44.1	43.5	56.7	49.0	76.2	74.6	77.1	64.9	82.3
Najem	0.6	1.1	0.6	0.9	0.9	1.0	0.8	0.7	1.4	0.4
Hotel	5.4	8.9	23.1	15.6	18.7	36.5	43.2	39.4	33.4	45.1
Development	16.6	9.2	5.6	2.9	1.5	26.8	1.7	5.1	22.2	11.0
Budownictwo	19.4	22.1	40.2	48.3	53.2	81.8	73.8	41.6	23.3	20.8
Automatyka i elektroenergetyka	16.6	22.1	30.1	31.6	32.5	32.2	23.6	22.1	18.8	29.6
Sprzedaż detaliczna	0.0	23.4	26.2	24.2	15.3	22.6	17.0	17.4	11.1	19.1
Zysk brutto na sprzedaży	15.5	28.2	29.0	35.0	23.8	45.7	42.6	44.3	23.7	
Przemysł					12.3				15.4	
Najem					0.7				0.7	
Hotel					0.1				1.6	
Development					0.8				6.8	
Budownictwo					6.3				3.1	
Automatyka i elektroenergetyka					4.1				1.4	
Sprzedaż detaliczna					-0.5				-5.4	
Koszty sprzedaży	-8.4	-12.9	-11.5	-16.0	-13.4	-12.3	-14.6	-15.4	-15.0	
Koszty ogólnego zarządu	-9.3	-12.3	-9.8	-13.2	-12.3	-12.9	-11.3	-15.1	-14.7	
Zysk/strata ze sprzedaży	-2.2	3.0	7.6	5.7	-1.9	20.6	16.8	13.8	-5.9	
Przemysł	1.4	1.5	-1.8	3.1	0.3	3.1	6.3	5.2	1.7	
Najem	0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.1	0.2	-0.1	-0.2	-0.4	
Hotel	-3.5	-2.2	6.8	-1.7	-2.2	7.4	11.2	2.4	-1.4	
Development	2.3	1.5	1.6	1.3	0.0	5.7	-5.1	5.6	5.6	
Budownictwo	-1.4	-2.7	2.1	0.9	2.1	1.1	6.3	7.9	-1.0	
Automatyka i elektroenergetyka	-1.2	1.1	-0.5	0.4	0.8	0.4	0.2	0.2	-2.5	
Detal odzieżowy	0.0	3.7	-0.5	1.8	-3.1	2.6	-2.1	-7.4	-8.0	
Pozostałe przychody operacyjne	0.4	1.5	0.6	5.1	1.5	-0.4	0.1	10.3	0.2	
Pozostałe koszty operacyjne	-0.2	-0.2	-0.3	-2.5	-1.5	-1.9	0.7	-9.3	-0.3	
Wynik na aktywach niefinansowych	-0.5	-0.4	0.2	-0.1	-1.1	2.1	0.1	-0.6	0.1	
Zysk/strata z działalności operacyjnej	-2.5	3.9	8.1	8.2	-3.0	20.3	17.7	14.2	-6.0	
Przychody finansowe	0.1	1.5	-0.3	1.0	0.8	-0.6	0.0	1.1	0.2	
Koszty finansowe	-2.8	-2.3	-4.1	-2.2	-5.8	-7.6	-6.4	-4.6	-5.7	
Wynik na inwestycjach	0.0	0.0	0.0	8.5	0.0	0.0	0.0	5.7	0.3	
Zysk/strata brutto	-5.2	3.1	3.6	15.5	-8.1	12.1	11.3	16.7	-11.0	
Podatek dochodowy	-0.5	-0.7	-2.1	1.8	-0.6	-1.0	-2.8	-9.0	-2.2	
Zysk/strata netto	-5.7	2.4	1.6	17.4	-8.7	11.0	8.5	7.7	-13.1	
Zysk/strata netto udziałowców jednostki dominującej	-4.2	1.0	2.2	13.6	-9.0	8.7	5.8	3.5	-11.3	
Mniejszości	-1.5	1.4	-0.6	3.8	0.3	2.4	2.7	4.1	-1.8	
<i>Marża brutto na sprzedaży</i>	<i>16.2%</i>	<i>21.5%</i>	<i>17.1%</i>	<i>19.4%</i>	<i>13.9%</i>	<i>16.5%</i>	<i>18.2%</i>	<i>21.8%</i>	<i>13.5%</i>	
<i>Marża EBIT</i>	<i>-2.6%</i>	<i>3.0%</i>	<i>4.8%</i>	<i>4.6%</i>	<i>-1.8%</i>	<i>7.3%</i>	<i>7.5%</i>	<i>7.0%</i>	<i>-3.4%</i>	
<i>Marża EBITDA</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	
<i>Marża netto</i>	<i>-4.4%</i>	<i>0.8%</i>	<i>1.3%</i>	<i>7.5%</i>	<i>-5.2%</i>	<i>3.1%</i>	<i>2.5%</i>	<i>1.7%</i>	<i>-6.4%</i>	

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Czynniki wzrostu

Poniżej przedstawiamy potencjalne czynniki, które naszym zdaniem mogą determinować wyniki GKI w nadchodzących kwartałach i latach.

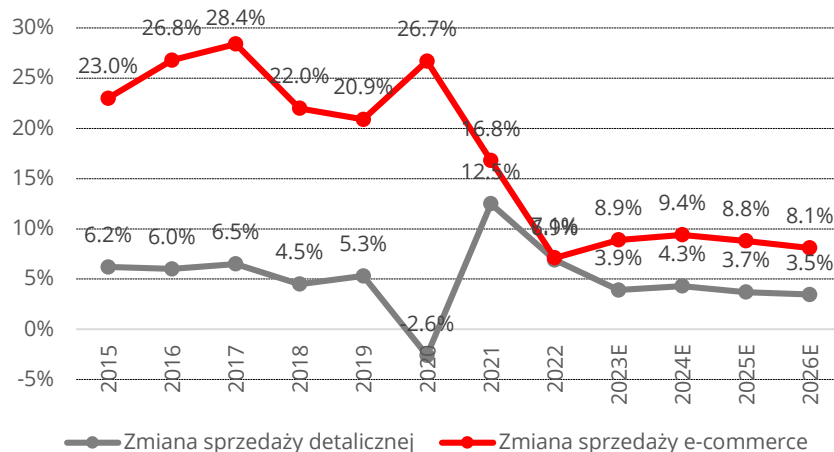
Rosnące wydatki na e-commerce motorem wzrostu powierzchni magazynowej

Kompleksowa oferta w zakresie budowy i wyposażenia obiektów magazynowych, oraz ekspozycja na rynkach europejskich umożliwiają naszym zdaniem partycypację GKI w oczekiwanych wzrostach wydatków konsumentów na e-commerce oraz związaną z tym trendem rozbudowującą się bazę magazynową.

Poniżej przedstawiamy wykres prezentujący globalną roczną dynamikę sprzedaży detalicznej oraz dynamikę wydatków na sprzedaż detaliczną w segmencie e-commerce. W latach 2010' roczna dynamika wzrostu rynku e-commerce przekraczała 20%, co było poziomem istotnie powyżej dynamiki łącznej sprzedaży detalicznej, a w pandemicznym roku 2020 sprzedaż e-commerce wzrosła o blisko 27% r/r, przy ujemnej dynamice łącznej sprzedaży detalicznej.

W najbliższych latach zgodnie z prognozami eMarketer, ma nastąpić istotne spowolnienie dynamiki sprzedaży e-commerce, jednak średni roczny wzrost na poziomie ponad 8% powinien blisko dwukrotnie przekraczać dynamikę wzrostu łącznej sprzedaży detalicznej.

Fig. 36. Sprzedaż detaliczna i e-commerce globalnie (r/r)



Źródło: eMarketer, grudzień 2022

Fundamenty segmentu magazynowego są silne

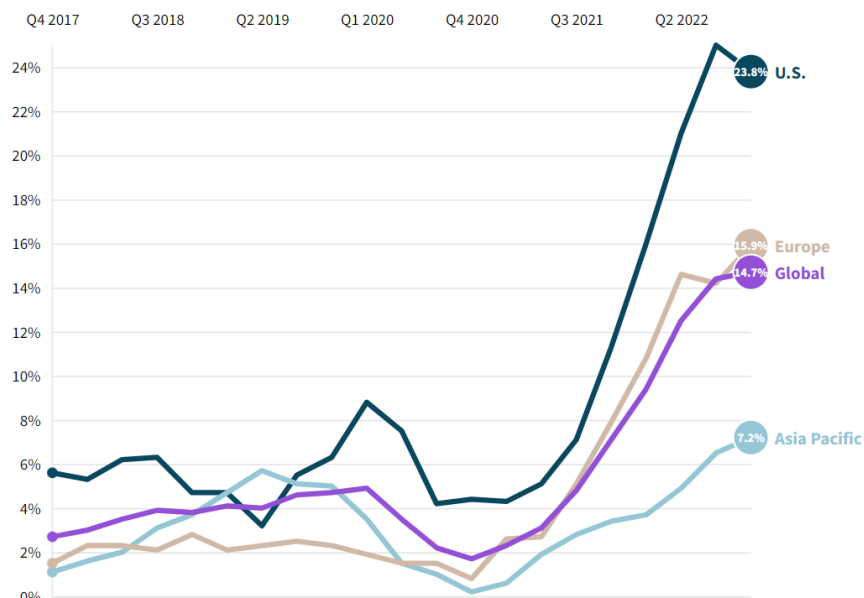
Podstawowe parametry ekonomiczne charakteryzujące sytuację w segmencie nieruchomości magazynowych wydają się dość dobre. W Europie w 2022 r. ograniczenia w podaży powierzchni magazynowej, a z drugiej strony popyt wspierany strukturalnymi trendami spowodowały utrzymanie wskaźnika pustostanów poniżej 4% oraz wzrost czynszów najmu o 15.9% r/r. Popyt wspierany jest post-pandemicznym odbiciem sprzedaży detalicznej w tym zmianą nawyków zakupowych, a także nearshoringiem. Podaż z kolei, ograniczona jest z uwagi na wysokie koszty finansowania, rosnący niedobór gruntów inwestycyjnych oraz rosnące koszty budowy.

Niemniej, od końca 2021 r popyt na powierzchnię magazynową spowalnia. JLL prognozuje, że w 2023 r. spowolnienie w popycie na powierzchnię magazynową będzie kontynuowane, jednakże poziom popytu powinien utrzymać się powyżej 5-letniej średniej. W dłuższym terminie JLL prognozuje utrzymanie nierównowagi

popytowej pomimo rosnącego wolumenu nowych projektów magazynowych w krótkim terminie.

W roku 2022 utrzymywała się także wysoka aktywność inwestycyjna inwestorów. W 1 połowie 2022 roku wartość transakcji na rynku magazynowym wzrosła o 16% r/r oraz 80% powyżej 5-letniej średniej (2017-2021).

Fig. 37. Zmiana czynszu najmu powierzchni magazynowej (y/y)



Source: JLL, February 2023

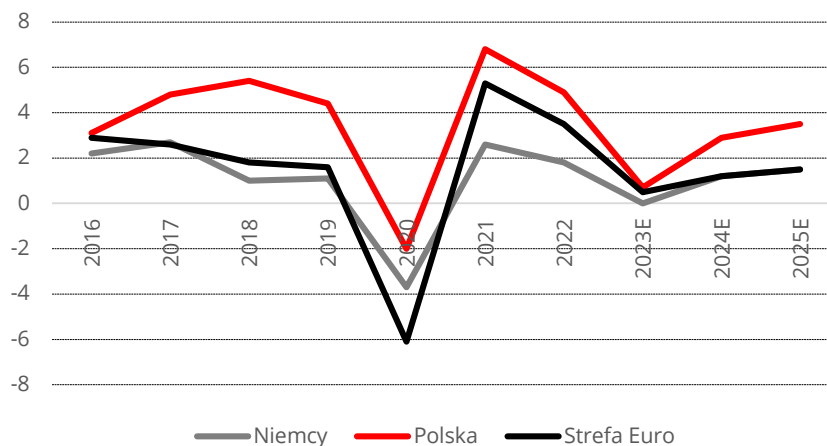
Nearshoring/reshoring – rozwój segmentu logistycznego

Wojna na Ukrainie i lockdown wywołany pandemią COVID-19 spowodowały, że temat nearshoringu/reshoringu pozostaje na agendzie wielu przedsiębiorstw, które podejmują działania mające na celu zabezpieczenie/optymalizację łańcuchów dostaw. Uważamy, że realokacja zakładów produkcyjnych/ centrów logistycznych z krajów Azjatyckich do Europy może wspierać popyt na roboty budowlane i rozwój segmentu logistycznego.

Odbicie aktywności gospodarczej

Poniżej przedstawiamy zmiany poziomu dynamiki PKB w Polsce, Niemczech oraz strefie Euro. Zgodnie z prognozami (zebranymi przez Bloomberg) rok 2023 będzie drugim z kolei okresem, w którym dynamika wzrostu PKB istotnie spowolni. Niemniej, rok 2024 powinien przynieść odbicie dynamiki PKB z oczekiwaną akceleracją wzrostu w roku 2025. Rosnąca dynamika wzrostu gospodarczego może przełożyć się na inwestycje, konsumpcję, a tym samym zapotrzebowanie na usługi budowlane.

Fig. 38. Dynamika PKB (r/r)



Źródło: Bloomberg

Zwiększenie mocy produkcyjnych

Szacujemy że poziom mocy produkcyjnych (segment przemysłowy, produkcja systemów przeladunkowych) uległ podwojeniu z ok. 6,7 tys. jednostek rocznie do około 13 tys. jednostek w roku 2021, kiedy GKI zakończyła inwestycję. Szacujemy, że w roku 2022 obłożenie mocy produkcyjnych wyniosło ok. 70%, tak więc, naszym zdaniem, obecne moce produkcyjne zakładu produkcyjnego pozwalają na zwiększenie produkcji.

Sektor budowlany w Polsce z nadziejami na odbicie

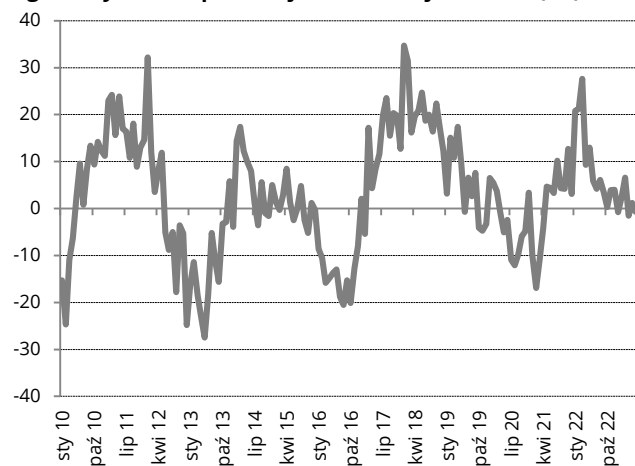
Dynamika produkcji budowlanej w Polsce istotnie spowolniła w 2022 r. Inwestorzy wstrzymywali inwestycje w związku z wysokimi kosztami finansowania (stopy procentowe), rosnącymi cenami materiałów budowlanych oraz obawami o spowolnienie gospodarcze. Rok 2023 pozostanie, naszym zdaniem, wymagający dla przedsiębiorstw budowlanych koncentrujących się na segmencie kubaturowym, jak PJP Makrum.

Obserwujemy natomiast pierwsze symptomy poprawy sytuacji w budownictwie kubaturowym, w tym spowolnienie tempa wzrostu kosztów budowy (poniżej wykres z danymi PSB – hurtownika materiałów budowlanych). Obserwujemy także odbicie zagregowanej sprzedaży mieszkań w największych polskich miastach w 4 kwartale 2022r. 1 kw. 2023 i 2 kw. 2023, po bardzo słabym sprzedażowo 9M22, co może zwiastować poprawę koniunktury, tym bardziej że wsparcie sprzedaży może stanowić wprowadzony przez rząd od 1 lipca 2023 r. program nisko-procentowanych kredytów mieszkaniowych.

Z drugiej strony, zwracamy uwagę na deficyt podaży nowej powierzchni biurowej w związku z wstrzymaniem wielu projektów inwestycyjnych. Wysoki popyt w największych polskich aglomeracjach może skłonić deweloperów do sukcesywnego rozpoczynania nowych projektów biurowych.

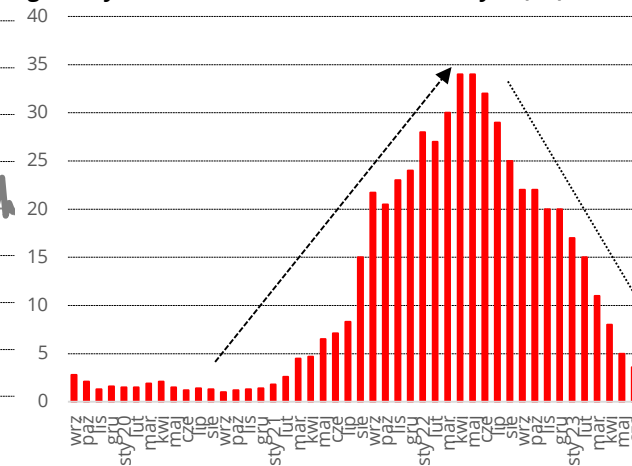
Zakładamy także, że obniżenie poziomu stóp procentowych w Polsce (według konsensusu może nastąpić w 2024 r.) może poprawić IRR wielu projektów inwestycyjnych, a tym samym aktywność inwestycyjną oraz popyt na usługi budowlane.

Fig. 39. Dynamika produkcji budowlanej w Polsce (r/r)



Źródło: Główny Urząd Statystyczny

Fig. 40. Dynamika cen materiałów budowlanych (r/r)



Źródło: PSB

Synergie geograficzne w obszarze budowlanym

Po przejęciu kontrolnego pakietu akcji w roku 2016, PJP Makrum weszła w struktury Grupy Kapitałowej Immobile. Od tego momentu, PJP Makrum sukcesywnie rozbudowuje potencjał wykonawczy. Od roku 2019 spółka uruchomiła 2 nowe oddziały, które umożliwiają realizację usług budowlanych na obszarze całego kraju. Szacujemy, że odbudowany potencjał wykonawczy pozwoli Spółce na partycypację w potencjalnym odbiciu w segmencie budownictwa kubaturowego w roku 2024E.

Ekspansja geograficzna w segmencie budowlanym

Potencjał PJP Makrum pozwala na dalszą ekspansję zagraniczną. Spółka zbudowała kanały dystrybucji usług/produktów w Polsce ale także w Niemczech oraz Wielkiej Brytanii, które umożliwiają realizację dostawy systemów przeładunkowych/wyposażenia magazynów w większości krajów Europy. PJP oferuje realizację projektów budowlanych pod klucz, a w ramach segmentu przemysłowego oferuje kompleksową realizację obiektów przemysłowych/magazynowych wraz z instalacją systemów przeładunkowych, oraz wyposażeniem. Szacujemy, że dalsza ekspansja geograficzna może przełożyć się na wzrost przychodów oraz marż (efekt skali).

Poprawa efektywności handlu detalicznego

Uważamy, że czynnikiem wzrostu może być poprawa efektywności segmentu handlu detalicznego. Segment detaliczny wygenerował w 2022 r. 0,65 mln zł przychodów na sklep (liczba sklepów na koniec 2022 r.) co jest wskaźnikiem istotnie niższym od tych wygenerowanych przez Monnari czy też Wittchen. Uważamy, że GKI ma potencjał aby zwiększyć sprzedaż/sklep dzięki:

- wzrostowi sprzedaży online;
- wymiernym efektom reorganizacji zarządzania spółką zależną odpowiedzialną za segment sprzedaży odzieży po przejęciu zrealizowanym w 2021;
- rozszerzeniu asortymentu, a także zwiększeniu rozpoznawalności marki po przejęciu marek obuwniczych/jubilerskich/odzieżowych w 1 połowie 2023 r.

Fig. 41. Przychody ze sprzedaży vs. liczba sklepów w GK Immobile i notowanych firmach konkurencyjnych

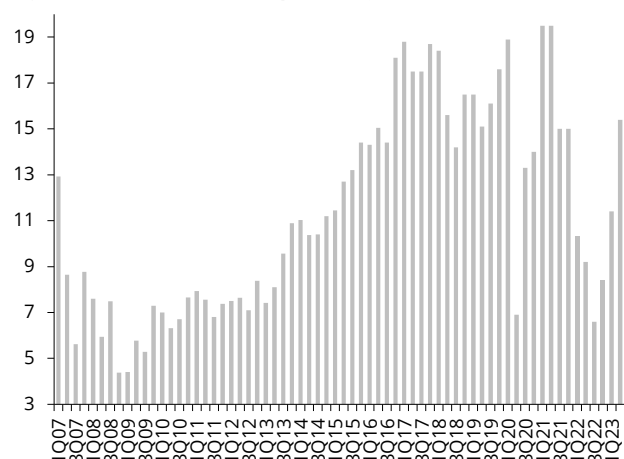
	Liczba sklepów na koniec 2022	Przychód w 2022 r. (mln zł)	Przychód/sklep (mln zł)
GK Immobile (segment sprzedaży odzieży)	112	72.3	0,65
Monnari	244	287	1,18
Wittchen	115	136	1,18
Monnari (sprzedaż stacjonarna bez on-line)	244	222	0,91
Wittchen (sprzedaż stacjonarna bez on-line)	115	159	1,38

Źródło: Spółki

Odbicie sprzedaży mieszkań

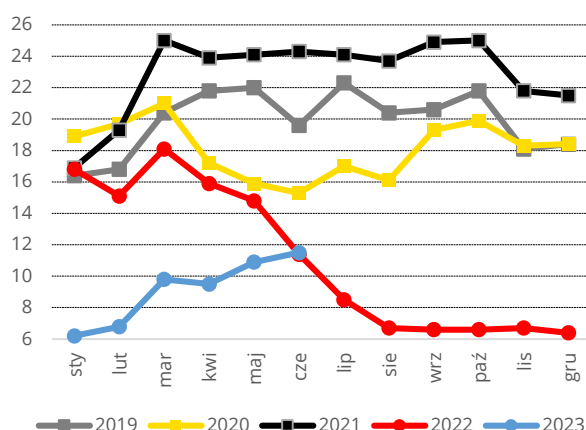
Otoczenie rynkowe pozostaje dalekie od zadowalającego dla deweloperów mieszkaniowych (wysokie stopy procentowe), jednak uważamy, że pojawiły się symptomy wskazujące na poprawę sytuacji deweloperów mieszkaniowych. Sprzedaż mieszkań odbiła w 4 kw. 2022 r. (zagregowane dane JLL dla największych polskich miast) i odbicie było kontynuowane w 1 kw. 2023 r. i 2 kw. 2023 r. Od lipca br. wprowadzony 2% kredyt mieszkaniowy (rządowe dopłaty do kredytów mieszkaniowych) dla kupujących mieszkanie po raz pierwszy może poprawić dostępność kredytów mieszkaniowych. Wydaje się, że szczyt inflacji w Polsce minął, a sukcesywny spadek inflacji w kolejnych miesiącach może przybliżyć nas do potencjalnych obniżek stóp procentowych.

Fig. 42. Odbicie w liczbie sprzedanych mieszkań



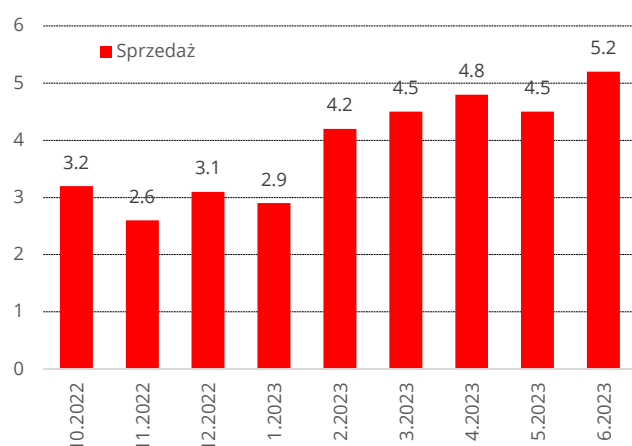
Źródło: JLL, dane dla dużych miast w tys. sztuk

Fig. 43. Liczba udzielonych kredytów mieszkaniowych



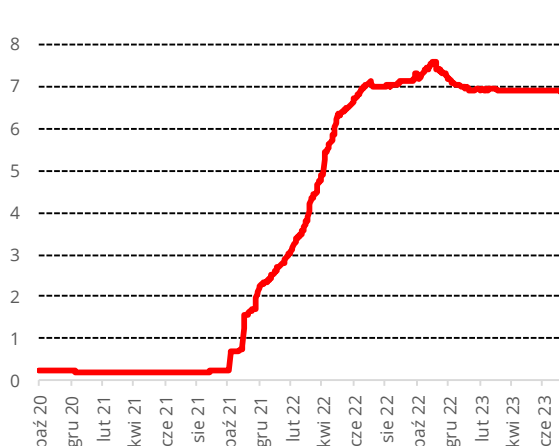
Źródło: BIK (w tys.)

Fig. 44. Liczba mieszkań sprzedanych (tys)



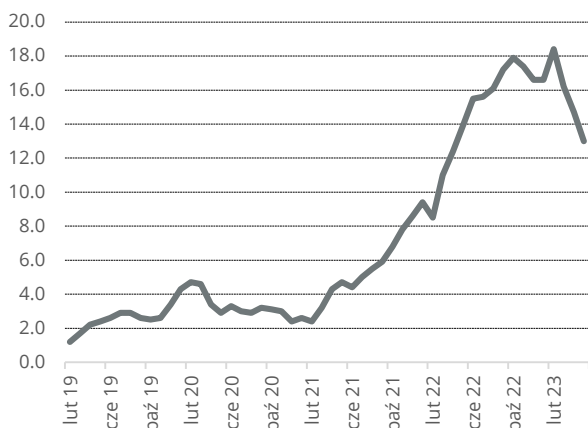
Źródło: OtoDom, rynek pierwotny dla 7 dużych miast

Fig. 45. WIBOR3M



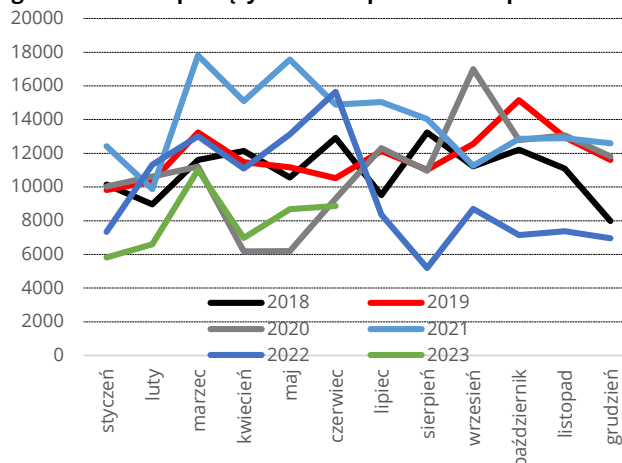
Źródło: Bloomberg

Fig. 46. Spadająca inflacja (r/r)



Źródło: Główny Urząd Statystyczny

Fig. 47. Liczba rozpoczętych budów przez deweloperów

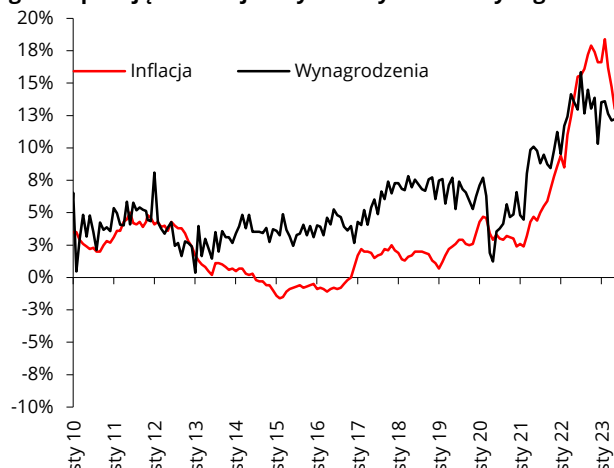


Źródło: Główny Urząd Statystyczny

Potencjalny wzrost realnej siły nabywczej i sprzedaży detalicznej

W naszej opinii, realne płace mają szansę na wzrost w drugiej połowie roku 2023, po okresie dynamicznego spadku w roku 2022 i pierwszej połowie roku 2023 wywołanego wysoką inflacją. Tym samym przewidujemy potencjalny wzrost siły nabywczej polskiego konsumenta, co może napędzać sprzedaż detaliczną (odzież, ruch turystyczny). Powyższe może być efektem sukcesywnego spadku inflacji od szczytu w lutym 2023 oraz wysokiej dynamiki wzrostu płac r/r.

Fig. 48. Spadająca inflacja i wysoka dynamika wynagrodzeń (r/r) Fig. 49. Realna siła nabywcza przestała spadać



Źródło: Główny Urząd Statystyczny



Źródło: Główny Urząd Statystyczny

Fig. 50. Główne parametry sektora konsumenckiego

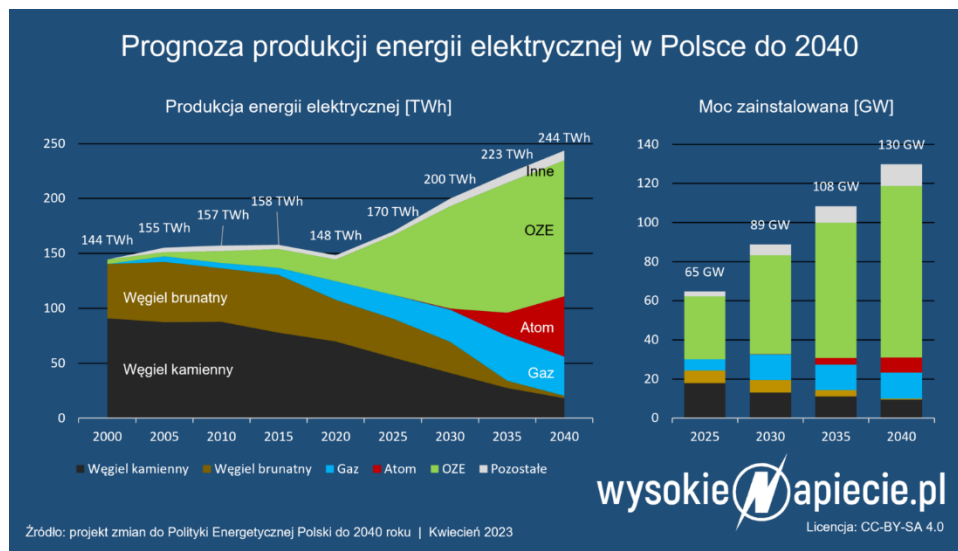
r/r	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23P	4Q23P
Wynagrodzenia	12.3%	14.3%	11.8%	12.1%	13.2%
Zatrudnienie	2.6%	0.5%	0.2%	0.1%	0.1%
Inflacja	17.3%	17.0%	13.1%	10.1%	7.4%
Realna siła nabywcza	-1.8%	-1.8%	-1.0%	1.9%	5.5%
Sprzedaż detaliczna	0.3%	-5.3%	-6.9%	-4.4%	1.7%

Źródło: Główny Urząd Statystyczny, prognozy Santander Bank Polska

Wydatki na sieci przesyłowe

GKI ma wyjątkowe kompetencje w niszowym obszarze rynku budowlanego, jakim jest automatyka i elektroenergetyka. Rynek instalacji energetycznych w Polsce stoi przed wyzwaniem nakładów na modernizację i rozbudowę. Konieczne wydatki mogłyby sięgnąć nawet 500 mld zł w perspektywie do roku 2040 i obejmują konieczność nakładów na nowe połączenia, a także rozbudowę i modernizację sieci dystrybucji

energii. Dodatkowo, konieczne wydają się inwestycje umożliwiające przyłączenia nowych źródeł energii (tylko w 2022 r. najwięksi operatorzy wydali ponad 7 tys. odmów przyłączenia, obejmujących źródła o łącznej mocy 51 GW). W ostatnich latach wg. portalu wysokienapiecie.pl, wydawano rocznie 7-8 mld zł na inwestycje w obszarze przesyłu i dystrybucji energii, a kwota 500 mld zł implikowałaby nawet 35-30 mld zł rocznie. Faktyczne wydatki będą determinowane nie tylko potrzebami, ale przede wszystkim wielkością środków zabezpieczonych na ten cel.



Główne czynniki ryzyka

Poniżej przedstawiamy potencjalne czynniki ryzyka, które naszym zdaniem mogą determinować wyniki GKI w kolejnych latach:

1. Zmiany cen wyrobów stalowych

Spółka wykorzystuje stal jako komponent konstrukcji systemów przeładunkowych czy też realizowanych kontraktów budowlanych. Zmiany cen stali mogą przełożyć się na okresowe wahania rentowności prowadzonej działalności, niemniej, GKI stara się zabezpieczać podstawowe koszty działalności w tym koszty materiałów poprzez umowy z dostawcami zabezpieczające poziom cen w trakcie realizacji kontraktów.

2. Różnice kursowe

Sprzedaż eksportowa implikuje ryzyko walutowe. Spółka stosuje mechanizmy zabezpieczania ekspozycji walutowej w tym hedging naturalny oraz transakcje typu forward, jednak niezabezpieczona ekspozycja netto może stanowić czynnik ryzyka dla wyników spółki/rentowności w okresie aprecjacji złotego.

3. Wzrost kosztów energii

Wzrost cen energii może spowodować obniżenie rentowności prowadzonej działalności, do momentu, kiedy nie zostanie w pełni przerzucony na klientów. Zwracamy uwagę, że działalność produkcyjna charakteryzuje się wysoką energochłonnością. Wzrost kosztów energii może przełożyć się także na wzrost cen materiałów budowlanych.

4. Cyklicznie niski poziom inwestycji

Wzrost stóp procentowych w Polsce oraz strefie Euro może ograniczyć działalność inwestycyjną i popyt na produkty/usługi GKI. Ewentualne utrzymanie wysokiego poziomu stóp procentowych może opóźnić odbicie w aktywności gospodarczej, a tym samym powrót wyników spółki do ścieżki wzrostowej.

5. Sytuacja na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Bydgoszczy

Utrzymanie wysokich stóp procentowych może opóźnić ożywienie na rynku mieszkaniowym, a tym samym potencjał GKI do wygenerowania przepływów pieniężnych ze sprzedaży mieszkań.

6. Wzrost płacy minimalnej

Marża brutto w segmencie sprzedaży odzieży zależy m.in. od 1) kosztów produkcji, 2) kosztów transportu, 3) poziomu kursu PLN, 4) poziomu przecen, oraz 5) popytu konsumpcyjnego. Zwracamy uwagę na wzrost płacy minimalnej w Polsce (do 3490 zł od stycznia 2023 z 3010 zł w 2022 r, oraz do 3600 zł od lipca 2023 i 4242 zł od 2024 r.) który może zwiększyć koszty operacyjne segmentu detalicznego a także innych segmentów.

7. Wzrost stóp procentowych

Wzrost stóp procentowych może przełożyć się na rosnące koszty finansowe, a tym samym negatywnie wpływać na rentowność GKI.

Wzrost stóp procentowych może także, zgodnie z naszymi przewidywaniami, implikować ryzyko odpisów wartości nieruchomości inwestycyjnych. Koszt kapitału w sposób istotny implikuje bowiem wartość rynkową aktywów przeznaczonych na wynajem.

8. Ryzyko niezadowolających efektów inwestycji segmentu detalicznego

Po przejęciu w roku 2021 marki modowej, GKI stara się wdrożyć inicjatywy, mające na celu poprawę rentowności tego segmentu działalności. W roku 2023 oczekujemy pierwszych wymiernych efektów tych inicjatyw, a tym samym poprawę wyników finansowych segmentu sprzedaży detalicznej odzieży. Niemniej, może okazać się, że działania są nieskuteczne i segment odzieżowy będzie generował nadal straty na poziomie zysku ze sprzedaży, podobnie jak w roku 2020 czy też 2021.

Prognozy finansowe

Fig. 51. GK Immobile: Prognozy finansowe

mln zł	2023P			2024P			2025P		
	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Sprzedaż	989	-	-	1036	-	-	1049	-	-
EBITDA	105	-	-	107	-	-	103	-	-
EBIT	62	-	-	64	-	-	60	-	-
Zysk netto	23	-	-	32	-	-	31	-	-

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Wycena

Wyceniliśmy GKI dwoma metodami: metodą DCF oraz metodą porównawczą. Główne założenia wyceny metodą DCF:

- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych w okresie rezydualnym = 1,0%
- Stopa wolna od ryzyka, rok 2023P = 7%, po 2023P = 6%
- Beta odlewarowana = 1.0x
- Premia za ryzyko rynkowe = 6%
- Stopa podatkowa = 19%

Fig. 52. GK Immobile: Podsumowanie wyceny

zł na akcję	Nowa	Poprzednia	Zmiana
DCF	3,9	-	-
Wycena porównawcza	6,7	-	-
Wycena całkowita	3,9 - 6,7		

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 53. GK Immobile: Wycena DCF

mln zł	2023P	2024P	2025P	2026P
Sprzedaż	989	1036	1049	1113
EBIT	62	64	60	69
Podatek	-12	-12	-11	-13
NOPAT	50	52	49	56
Amortyzacja*	15	15	15	15
Zmiany w kapitale obrotowym	-28	-13	-4	0
CAPEX	-18	-16	-16	-16
Wolne przepływy pieniężne	19	38	44	55
Koszt kapitału	13,4%	11,5%	11,1%	11,1%
Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych w okresie 2024P-26P	114			
Wzrost rezydualny	1,0%			
Wartość rezydualna	548			
Wartość bieżąca wartości rezydualnej	398			
EV	512			
Dług netto (2023P)	331			
Dług netto oczyszczony leasing (MSSF16)	157			
Dywidenda (2023P)	4			
Udział akcjonariuszy mniejszościowych	69			
Akcje własne	1			
Wartość kapitału własnego	290			
Liczba akcji (mln)	75,4			
Wartość kapitału własnego na akcję na koniec 2023P (PLN)	3,9			

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie, *oczyszczona o MSSF16

Fig. 54. Koszt kapitału

	2023P	2024P	2025P	2026P
Stopa wolna od ryzyka	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Premia za ryzyko rynkowe (%)	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta oddłużona (x)	1,00	1,00	1,00	1,00
Dług (PLNmłn)*	218	218	218	218
Kapitał własny (PLNmłn)	232	260	287	320
Dług/kapitał własny (%)	94%	84%	76%	68%
Stopa podatkowa (%)	19%	19%	19%	19%
Beta uwzględniająca zadłużenie (x)	1,76	1,68	1,61	1,55
Koszt kapitału własnego (%):	17,6%	16,1%	15,7%	15,3%
Koszt długu	9,0%	6,0%	5,0%	5,0%
% Długu	48%	46%	43%	40%
% Kapitału własnego	52%	54%	57%	60%
WACC	13,4%	11,5%	11,1%	11,1%

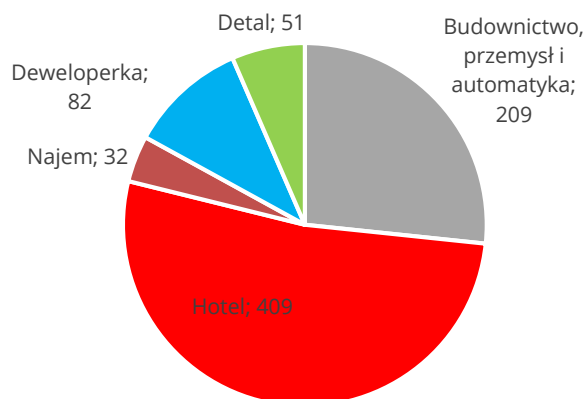
Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie, * dług oczyszczony o leasing

Fig. 55. Wycena porównawcza: podsumowanie

mln zł	EV			
Segment	2023P	2024P	2025P	Średnia 2023P-25P
Budownictwo, przemysł i automatyka	202	209	217	209
Hotel	422	412	394	409
Najem	32	33	32	32
Deweloperka	156	81	10	82
Detal	23	66	65	51
Razem EV:	835	800	717	
Dług netto	331	282	225	
Kapitał własny	504	517	493	
Kapitał własny: średnia		505		
Liczba akcji (mln)		75,4		
Kapitał własny na akcję (zł)		6,7		

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie, mnożniki spółek porównywalnych na 27.07.2023 r.

Fig. 56. Enterprise Value – rozbitcie segmentowe (mln zł)



Źródło: Santander Biuro Maklerskie

Fig. 57. Wycena segmentów: budownictwo, przemysł oraz automatyka

Spółka	EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P
Bilfinger	4,4	3,8	3,4
Eiffage	5,9	5,7	5,5
Ferrovial	32,5	26,5	23,2
Skanska	8,6	7,7	7,3
Strabag	2,0	2,0	2,0
Vinci	7,6	7,2	6,9
Sacyr	7,7	7,5	7,2
PEAB	8,8	9,5	9,0
ACS	5,3	5,0	4,7
AF GRUPPEN	9,0	7,1	6,8
Hochtief	6,2	5,9	5,7
Mediana	7,6	7,1	6,8
EBITDA: Budownictwo przemysł i automatyka (mln zł)*	26,6	29,6	31,9
EV (mln zł)	202	209	217

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie, * EBITDA uwzględnia udział w Atrem i PJP Makrum przypadający na GK Immobile

Fig. 58. Wycena segmentu hotelowego

Spółka	EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P
Melia	9,0	8,6	8,1
Accor	11,6	10,6	9,8
NH Hotel Group	7,4	6,7	6,4
Intercontinental Hotels	13,5	12,5	11,5
WhitBread	10,8	10,2	9,6
Mediana	10,8	10,2	9,6
EBITDA: Hotel (mln zł)	39,1	40,4	41,0
EV (mln zł)	422	412	394

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 59. Wycena segmentu najmu

Spółka	EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P
Hammerson	16,7	18,5	18,7
CA Immobilien Anlagen AG	23,1	27,4	26,2
Segro PLC	26,5	24,8	21,7
Fastighets AB Balder	27,4	25,4	24,1
Land Securities Group PLC	18,6	18,3	18,3
TAG Immobilien AG	22,0	22,6	22,2
British Land	15,3	14,6	14,2
Mediana	22,0	22,6	21,7
EBITDA: Najem (mln zł)	1,5	1,5	1,5
EV (mln zł)	32	33	32

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 60. Wycena segmentu deweloperskiego

Spółka	EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P
REDROW PLC	4,3	6,9	6,5
BONAVA AB	11,4	25,3	17,4
KAUFMAN & BROAD SA	3,5	3,7	3,5
INSTONE REAL ESTATE GROUP AG	7,0	6,7	5,5
NEINOR HOMES SA	5,8	7,3	7,4
BARRATT DEVELOPMENTS PLC	4,0	7,9	6,4
BELLWAY PLC	4,3	7,1	6,3
METROVACESA	22,7	21,7	20,2
AEDAS	8,0	7,5	7,9
NEXITY GROUP	5,8	5,6	5,4
BERKELEY	8,5	8,5	7,8
PERSIMMON	7,9	6,6	5,4
Dom Development	7,2	8,0	6,8
Atal	7,3	8,9	7,0
Mediana	7,1	7,5	6,7
EBITDA: Deweloperka (mln zł)	21,9	10,7	1,6
EV (mln zł)	156	81	10

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 61. Wycena segmentu handlu detalicznego

Spółka	EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P
Wojas	4,0	4,2	4,2
LPP	9,1	7,5	6,5
CCC	9,5	6,3	5,3
Wittchen	6,1	6,0	5,6
Mediana	7,6	6,2	5,5
EBITDA: Detal (mln zł)	3,0	10,7	11,9
EV (mln zł)	23	66	65

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Prognoza wyników finansowych

Fig. 62. GK Immobile: Rachunek zysków i strat

mIn zł	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Sprzedaż	346	419	532	576	887	989	1036	1049	1113
Przemysł	160	176	158	182	277	296	299	302	305
Najem	8	4	2	3	3	3	3	3	3
Hotel	53	65	31	53	138	147	153	156	159
Development	48	5	66	34	35	109	63	29	74
Budownictwo	77	94	185	130	250	200	240	264	278
Automatyka i elektroenergetyka	0	74	91	100	111	146	155	172	172
Handel detaliczny	0	0	0	74	72	87	123	123	123
Zysk brutto na sprzedaży	78	84	91	108	156	169	173	172	184
Przemysł	0	0	41	43	65	59	60	60	61
Najem	0	0	2	2	2	2	2	2	2
Hotel	0	0	-4	7	29	31	32	33	33
Development	0	0	11	10	10	25	14	5	14
Budownictwo	0	0	30	13	34	26	31	34	36
Automatyka i elektroenergetyka	0	0	12	12	14	20	22	24	24
Handel detaliczny	0	0	0	18	2	4	12	13	13
SG&A	-54	-67	-74	-93	-107	-106	-109	-112	-115
Pozostałe przychody operacyjne netto	-3	-7	-2	3	0	0	0	0	0
EBITDA	30	28	36	48	92	105	107	103	112
EBIT	21	11	15	18	49	62	64	60	69
Przychody finansowe netto	-7	-6	-10	-1	-20	-20	-17	-13	-13
Zysk brutto	15	5	6	17	32	43	47	47	56
Podatek	-6	-4	-3	-1	-13	-8	-9	-9	-11
Mniejszości	2	3	6	3	10	12	6	8	8
Zysk netto	6	-2	-3	13	9	23	32	31	37

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 63. GK Immobile: Marże

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Marża brutto	22,4%	20,2%	17,0%	18,7%	17,6%	17,1%	16,8%	16,4%	16,5%
marża EBITDA	8,5%	6,6%	6,8%	8,3%	10,4%	10,6%	10,3%	9,8%	10,1%
mrża EBIT	6,1%	2,5%	2,9%	3,1%	5,5%	6,3%	6,1%	5,8%	6,2%
marża netto	1,9%	-0,5%	-0,6%	2,2%	1,0%	2,3%	3,0%	2,9%	3,4%

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 64. GK Immobile: Bilans

mIn zł	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa krótkoterminowe	144	266	239	381	444	480	525	565	620
Aktywa trwałe	279	405	409	527	560	533	505	477	450
Aktywa razem	423	671	648	908	1004	1013	1030	1043	1070
Zobowiązania krótkoterminowe	134	259	210	357	417	431	437	439	447
Dług odsetkowy	60	172	174	269	282	259	235	211	188
Zobowiązania długoterminowe	77	197	204	307	322	298	275	251	227
Dług odsetkowy	60	93	64	102	132	132	132	132	132
Kapitał własny	189	195	192	198	213	232	260	287	320
Zobowiązania razem	423	671	648	908	1004	1013	1030	1043	1070
Dług netto	99	227	224	324	359	331	282	225	173

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 65. GK Immobile: Rachunek przepływów pieniężnych

mIn zł	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
CF z działalności operacyjnej	44	34	41	23	67	69	85	91	84
CF z działalności inwestycyjnej	-9	-59	-6	-19	-18	-18	-16	-16	-16
CF z działalności finansowej	-25	26	-42	9	-41	-47	-45	-40	-40
Dywidendy	-8	-7	-3	-1	-5	-4	-4	-4	-4
Zmiana w poziomie gotówki	10	1	-7	13	8	4	25	34	28

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Santander Biuro Maklerskie

Adres korespondencyjny:

ul. Kolorowa 8

60-198 Poznań

tel.: 61 856 44 44

e-mail: bm.sekretariat@santander.pl

Zespół Maklerów Transakcyjnych

Paweł Bartczak, Makler

tel. +48 61 856 43 89

pawel.bartczak@santander.pl

Paweł Kubiak, Makler

tel. +48 61 856 50 57

pawel.kubiak@santander.pl

Jacek Siera, Makler

tel. +48 61 856 41 29

jacek.siera@santander.pl

Karol Koszarski, Makler

tel. +48 61 856 45 68

karol.koszarski@santander.pl

Maciej Ciesielski, Makler

tel. +48 61 856 48 57

maciej.ciesielski@santander.pl

Zespół Analiz Giełdowych

Dr Kamil Stolarski, CFA, *Dyrektor Zespołu Analiz Giełdowych Banki, Ubezpieczyciele, Strategia*

Paweł Puchalski, CFA
Telekomunikacja, Sektor Energetyczny, Sektor Wydobywczy

Adrian Kyrzcz, *Analityk Akcji Budownictwo, Deweloperzy, IT*

Tomasz Sokółowski, *Analityk Akcji Sektor Detaliczny, E-commerce*

Michał Sopieli, *Analityk Akcji Sektor Przemysłowy, Chemia, Analizy Ilościowe*

Tomasz Krukowski, CFA, *Analityk Akcji Paliwa i Gaz, Farmacja i biotechnologie, Spółki niefinansowe w Europie Środkowo-Wschodniej*

Piotr Zielonka, CFA, *Analityk Akcji Gry, Strategia*

Marcin Działek, *Analityk Akcji Analiza Techniczna*

UJAWNIENIA

Wszystkie poglądy wyrażone w niniejszym raporcie dokładnie odzwierciedlają osobiste poglądy Analityka z Zespołu Analiz Giełdowych w Santander Biuro Maklerskie, będącego odrębną jednostką organizacyjną Santander Bank Polska S.A. („Santander Bank Polska”), który jest wskazany jako autor raportu. Santander Biuro Maklerskie informuje, iż niniejszy raport będzie aktualizowany nie rzadziej niż raz w roku.

Santander Biuro Maklerskie pełni rolę animatora rynku / dostawcy płynności, dla instrumentów finansowych emitowanych przez: **GK Immobile SA, PJP Makrum SA, Atrem SA**, na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (GPW) i z tego tytułu posiada instrumenty finansowe emitowane przez tego emitenta / tych emitentów.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Santander Bank Polska otrzymał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług innych niż bankowość inwestycyjna, na rzecz: **GK Immobile SA, PJP Makrum SA, Atrem SA**.

Santander Biuro Maklerskie jest stroną umowy o świadczenie usług polegających na sporządzaniu i publikacji rekomendacji z: **GK Immobile SA, PJP Makrum SA, Atrem SA**, i z tego tytułu, w ciągu ostatnich 12 miesięcy otrzymał wynagrodzenie od tych spółek.

Emitent / emitenci będący przedmiotem niniejszego raportu mogą posiadać akcje Santander Bank Polska, w łącznej liczbie stanowiącej mniej niż 5% kapitału zakładowego.

Santander Bank Polska lub inny podmiot z Grupy Santander Bank Polska może, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z emitentem / emitentami, do których odnosi się niniejszy raport, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług na rzecz tego emitenta / emitentów lub mieć możliwość lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez tych emitentów (w tym w szczególności poprzez PTE Santander Allianz SA), a w rezultacie Santander Bank Polska może być pośrednio powiązany z tymi emitentami.

Santander Bank Polska nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie obowiązywania niniejszej rekomendacji, akcji emitenta / emitentów, do których odnosi się niniejszy raport, instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 0,5% kapitału zakładowego tych emitentów.

Grupa Santander Bank Polska, jej podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z emitentem / emitentami, do których odnosi się niniejszy raport.

Poza wspomnianymi powyżej, emitenta / emitentów, do których odnosi się niniejszy raport, nie łączą żadne inne stosunki umowne z Santander Bank Polska, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji zawartych w niniejszym raporcie.

Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym 12 miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Santander Bank Polska składać będzie oferty świadczenia usług na rzecz tych emitentów, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez tych emitentów.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony Santander Biuro Maklerskie, Analitycy nie przyjmują innej formy wynagrodzenia za sporządzane raporty. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające niniejszy raport może być w sposób pośredni zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitowanych przez emitenta / emitentów, do których odnosi się niniejszy raport, dokonywanych przez Santander Bank Polska lub podmioty z nim powiązane.

Statystyki globalne przedstawiające rozkład rekomendacji oraz udział spółek na rzecz, których świadczono usługi bankowości inwestycyjnej w ciągu ostatnich 12 miesięcy we wszystkich spółkach pokrywanych przez Zespół Analiz Giełdowych Santander Biura Maklerskiego, znajduje się pod adresem:

<https://www.santander.pl/inwestor/global-statistics>.

Wykaz wszystkich rekomendacji, które zostały rozpowszechnione przez Santander Biuro Maklerskie, Zespół Analiz Giełdowych, w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się na stronie: <http://centruminformacji.santander.pl/fileserver/item/1501617>.

ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE CHARAKTERU RAPORTU ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE RAPORTU

Niniejszy raport został przygotowany przez Santander Biuro Maklerskie, będące wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Santander Bank Polska S.A. (Santander Bank Polska) z siedzibą w Warszawie. Działalność Santander Biuro Maklerskie, będącego wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Santander Bank Polska, podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie.

Santander Biuro Maklerskie jest podmiotem podlegającym przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2018 r., poz. 2286 – t.j. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2019 r. poz. 623 – t.j. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2019 r., poz. 1871 – t.j. z późn. zm.). Raport ten jest adresowany do inwestorów kwalifikowanych oraz klientów profesjonalnych w rozumieniu przepisów wyżej wskazanych ustaw oraz do Klientów Santander Biuro Maklerskie uprawnionych do otrzymywania raportów analitycznych, na podstawie umów o świadczenie usług.

Santander Biuro Maklerskie nie jest obowiązane do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy raport, są odpowiednie dla danego inwestora. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym raporcie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym. Żaden z zapisów w niniejszym raporcie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora.

Podmioty powiązane z Santander Bank Polska, w zakresie dopuszczonym prawem, mogą uczestniczyć lub inwestować w instrumenty finansowe w relacjach z emitentem / emitentami, do których odnosi się niniejszy raport, mogą świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez tych emitentów lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez tych emitentów. Santander Bank Polska może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, Wielkiej Brytanii oraz pozostałymi prawami oraz przepisami, przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy raport zostanie przedstawiony jego adresatom.

Santander Biuro Maklerskie mogło wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne materiały analityczne, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym raporcie. Takie materiały odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. Santander Biuro Maklerskie nie jest zobowiązane do zapewnienia, iż takie materiały będą podawane do wiadomości adresatów niniejszego raportu. Santander Biuro Maklerskie informuje, że trafność wcześniejszych raportów (rekomendacji) nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości. Informacje i opinie zawarte w niniejszym raporcie zostały zebrane lub opracowane przez Santander Biuro Maklerskie ze źródeł uznawanych za wiarygodne, przy zachowaniu należytej staranności, jednak Santander Biuro Maklerskie nie może zagwarantować ich dokładności oraz kompletności. Inwestor jest odpowiedzialny za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji zawartych w niniejszym dokumencie i za ocenę zalet oraz ryzyka związanego z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego raportu. Informacje i opinie zawarte w niniejszym raporcie mogą się zmienić bez konieczności poinformowania o tym fakcie.

Santander Biuro Maklerskie nie ponosi odpowiedzialności za straty poniesione przez klienta na skutek decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie rekomendacji udzielonych przez Santander Biuro Maklerskie o ile Santander Biuro Maklerskie, przy ich udzielaniu, zachowało należyłą staranność i rzetelność. Niniejszy raport nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych. Niniejszy raport jest przedstawiony państwu wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub przekazywany osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy raport, ani jego kopia nie mogą być rozpowszechniane, publikowane lub dystrybuowane bezpośrednio ani pośrednio, w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie, Japonii. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie bezpośrednio lub pośrednio w tych państwach lub wśród obywateli tych państw lub osób w nich przebywających może stanowić naruszenie prawa lub regulacji dotyczących instrumentów finansowych obowiązujących w tych krajach. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie tego raportu na terytorium innych państw może być ograniczone przez odpowiednie przepisy prawa i regulacje, obowiązujące w tych państwach. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające ten raport są obowiązane znać te ograniczenia i ich przestrzegać. W Wielkiej Brytanii niniejszy raport może być jedynie rozpowszechniany wśród osób, które posiadają profesjonalną wiedzę w zakresie inwestowania zgodnie z odpowiednimi regulacjami.

Opinii zawartych w niniejszym raporcie nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez emitenta. Santander Biuro Maklerskie informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Santander Biuro Maklerskie zwraca uwagę, iż na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Więcej informacji o instrumentach finansowych i ryzyku z nimi związanym znajduje się na stronie www.santander.pl/inwestor w sekcji zastrzeżenia i ryzyko - informacje o instrumentach finansowych i ryzyku.

Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

EBIT - zysk operacyjny
 EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
 P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję
 EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto
 PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków
 EPS - zysk na akcję
 CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu
 FCF - wolne przepływy pieniężne
 BV - wartość księgową
 ROE - zwrot na kapitale własnym
 P/BV - cena do wartości księgowej

Definicje rekomendacji:

Przeważaj – Całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji: 10% powyżej benchmarku. Zmiana o około $\geq 15\%$.

Neutralnie – Całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji: 0% - 10% wobec benchmarku. Zmiana o około 5%-15%.

Niedoważaj - Całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji poniżej benchmarku. Zmiana o około $< 5\%$.

UWAGA: od dnia 15 grudnia 2021 r. zmienił się nasz system wyceny. System oparty na ocenie bezwzględnej został zamieniony na system oceny względnej wobec określonego benchmarku. Właściwym benchmarkiem dla akcji europejskich (w tym akcji CEE) jest stopa zwrotu z 1-rotacyjnych obligacji emitowanych przez rząd RFN + ERP (5,5%).

Definicje ocen mają charakter orientacyjny. Zalecenia mogą różnić się od ww. wytycznych, jeśli jest to uzasadnione ze względu na czynniki rynkowe, trendy branżowe, specyficzne wydarzenia w firmie itp. W takich przypadkach w raporcie znajduje się stosowne wyjaśnienie powstałych rozbieżności.

Ceny docelowe ustalone od stycznia do czerwca dotyczą 31 grudnia danego roku. Ceny docelowe ustalone od lipca do grudnia dotyczą są wyznaczane z terminem do grudnia kolejnego roku.

Okresowość: przeglądy naszych rekomendacji/cen docelowych dla każdego emitenta dokonujemy co najmniej raz w roku i zawsze, gdy uzasadniają to wydarzenia na rynku.

W opracowaniach analizy technicznej Santander Biuro Maklerskie nie stosuje bezpośrednich zaleceń inwestycyjnych (przeważaj / niedoważaj / neutralnie; lub równoważnych), a wszelkie opinie i elementy oceny analityków są zawarte w samym opracowaniu, w formie opisowej.

Okres ważności Opracowań, których dotyczy niniejszy dokument wynosi maksymalnie 30 dni, przy czym publikacja nowego opracowania dla danego instrumentu finansowego oznacza, że opracowanie poprzednio wydane traci ważność.

Ze względu na krótki horyzont czasowy Opracowań, Santander Biuro Maklerskie nie zakłada ich regularnych aktualizacji.

Przy sporządzaniu niniejszego raportu Santander Biuro Maklerskie korzystało co najmniej z jednej z następujących metod wyceny: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), porównawczej, mnożników średniocyklicznych, zdyskontowanych dywidend (DDM), wartości rezydualnej, model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP), metoda wartości likwidacyjnej.

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Metoda mnożników średniocyklicznych opiera się na zastosowaniu długoterminowych, średnich mnożników wyceny dla sektora lub spółek grupy porównawczej. Metodologia ta ma na celu określenie wartości godziwej dla cyklicznych spółek. Wadą tej metody jest fakt, iż implikowana wycena może znacznie różnić się od wartości rynkowej analizowanej spółki w szczycie lub na dnie cyklu oraz jej zależność od jakości danych zewnętrznych (zwykle korzystamy z baz danych Bloomberg lub Damodarana). Zaletą jest prostota metody oraz uśredniona wartość dla całego cyklu, pozwalająca wychwytywać zarówno przewartościowanie jak i niedowartościowanie analizowanego waloru.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości rezydualnej jest koncepcyjnie zbliżona do metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) stosowanej do wyceny spółek niefinansowych a główną różnicą jest to że bazuje na szacowanych wielkościach wartości rezydualnej (nadwyżka ROE nad kosztem kapitału) a nie zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie nadwyżki zysku nad kosztem kapitału, która jest potencjalnie do dyspozycji akcjonariuszy oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV) jest oparty na formule wartość księgową = (ROE za dwa lata minus stopa stabilnego wzrostu)/(koszt kapitału minus stopa stabilnego wzrostu) i pozwala na oszacowanie wartości godziwej danej spółki za dwa lata. W następnej kolejności wyliczana jest wartość bieżąca. Główną zaletą tej metody jest jej przejrzystość oraz fakt, iż jest oparta na relatywnie krótkich prognozach, co ogranicza ryzyko błędów w prognozie. Główną wadą jest to, iż metoda zakłada, iż cena akcji danej spółki w długim okresie będzie dążyć do swojej wartości godziwej implikowanej z kombinacji ROE i kosztu kapitału.

Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod. Zalety i wady tej metody są identyczne z zaletami i wadami zastosowanych metod wyceny.

Metoda wartości likwidacyjnej – wartość likwidacyjna jest to kwota pieniędzy, za którą aktywa lub przedsiębiorstwo mogą zostać szybko sprzedane w sytuacji gdyby przedsiębiorstwo zaprzestało swojej działalności. Następnie, szacunkowa wartość aktywów zostaje skorygowana o zobowiązania i wydatki związane z likwidacją. Zaletą tej metody szacowania wartości jest jego prostota. Ta metoda nie uwzględnia wartości niematerialnych jak wartość firmy, co jest główną wadą.

W opinii Santander Biuro Maklerskie niniejszy raport został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść.

W Santander Bank Polska implementowane są regulacje wewnętrzne, które mają na celu zapobieganie konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji. Ustanowiono bariery fizyczne, bariery logiczne oraz zasady ochrony dokumentacji w wymiarze adekwatnym do rodzaju prowadzonej przez Santander Bank Polska działalności. Poza tym Santander Bank Polska wprowadził szereg obowiązków oraz obostrzeń, dotyczących ochrony przepływu informacji poufnych pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi. Data i godzina wskazana na pierwszej stronie oznacza termin zakończenia sporządzania raportu; dystrybucja raportu następuje tego samego dnia przed rozpoczęciem sesji.

UWAŻA SIĘ, ŻE KAŻDY, KTO PRZYJMUJE LUB WYRAŻA ZGODĘ NA PRZEKAZANIE MU NINIEJSZEGO RAPORTU, WYRAŻA ZGODĘ NA TREŚĆ POWYŻSZYCH ZASTRZEŻEŃ.

2023 © Santander Bank Polska. Wszelkie prawa zastrzeżone