

U progu poprawy wyników

Wycena metodą DCF wynosi 6,6 zł na akcję, a porównawcza 8,1 zł na akcję. W tym raporcie podnosimy nasz przedział wyceny oraz prognozy wyników finansowych GK Immobile. W ostatnim czasie w osobnych raportach analitycznych podnieśliśmy nasze prognozy finansowe dla notowanych na GPW spółek zależnych: Atrem oraz PJP Makrum, co było główną przyczyną zmiany założeń wyników skonsolidowanych GK Immobile. Wierzmy, że kolejne kwartały/lata mogą przełożyć się na poprawę wyników Spółki. Oczekujemy istotnego przyspieszenia skali inwestycji budowlanych w Polsce. Dodatkowo, wzrost indeksu ZEW w strefie Euro w grudniu oraz styczniu sugeruje większy optymizm co do poprawy wyników segmentu produkcyjnego. Zakładamy także, że planowany wzrost nakładów inwestycyjnych grup energetycznych na dystrybucję, powinien przełożyć się na wzrost portfela zamówień w tym obszarze. Wierzmy także w kontynuację wzrostu biznesu hotelowego. Z kolei w segmencie deweloperskim, planowana jest kumulacja wolumenu przekazywanych mieszkań, a spadki stóp procentowych mogą przyspieszyć tempo ich sprzedaży. W oparciu o nasze zaktualizowane prognozy, GK Immobile jest notowana przy wskaźniku P/E na niewymagającym poziomie ok. 7x. Zwracamy także uwagę, że wartość rynkowa udziałów w spółkach zależnych Atrem i PJP wynosi 6,3 zł na akcję Spółki.

Biznes budowlany i produkcyjny. Przewidujemy ożywienie w segmencie budowlanym, dzięki oczekiwanemu wzrostowi inwestycji w Polsce: Santander oczekuje wzrostu dynamiki produkcji budowlanej do 10,5% w 2026 r/r w porównaniu z brakiem wzrostu oczekiwanym w roku 2025. Uważamy, że sytuacja eksporterów usług także powinna ulec lekkiej poprawie, a to za sprawą oczekiwanego, umiarkowanego wzrostu popytu na krajach strefy Euro. Na symptomy ożywienia wskazuje wskaźnik sentymentu gospodarczego ZEW dla strefy Euro, który w grudniu wzrósł do 33,7 pkt i 40,8 w styczniu 2026 r. z 25 pkt w listopadzie (0 oznacza neutralny odczyt w skali od -100 do +100).

Biznes deweloperski. Zakładamy, że segment deweloperski w sposób istotny przyczyni się do wyników w latach 2026-27, kiedy planowane są przekazania mieszkań z projektu Osiedle Uniwersyteckie (blisko 170 sztuk) oraz Platanowy Park (180). Uważamy także, że obserwowane ożywienie popytu na mieszkania powinno pozwolić Spółce na przyspieszenie tempa sprzedaży. Spółka ma ambicje aby rozszerzyć skalę działalności poza Bydgoszcz, ale takiego scenariusza nie uwzględniamy w naszych prognozach.

Biznes 'energetyczny'. Uważamy, że rosnący CAPEX operatorów sieci dystrybucji (PGE, Tauron, Energa, Enea) powinien wspierać rozwój portfela zamówień. Szacujemy, że zgodnie z założeniami zaprezentowanymi w strategiach ww. podmiotów, zagregowane średnioroczne nakłady inwestycyjne w latach 2025-30 mogą zwiększyć się o 75% w porównaniu do lat 2023-24. Prognozujemy, że w latach 2029-30, backlog tego segmentu mógłby osiągnąć poziom PLN700-800mn w porównaniu do ok. PLN515mn na koniec 3Q25. Wraz z prognozowanym wzrostem backlogu, prognozujemy także rosnące przychody ze sprzedaży. Nasza prognoza przychodów segmentu sprzedaży rośnie do ok. 500 mln zł w roku 2030 z poziomu ok. 270 mln zł prognozowanych w roku 2025, realizując CAGR na poziomie 13% w latach 2025-2030E.

Czynniki ryzyka: 1) przedłużająca się stagnacja w krajach Europy Zachodniej, 2) aprecjacja złotego, 3) wzrost kosztów energii i cen materiałów w budowlanych, 4) niższe od oczekiwań nakłady na sieci energetyczne, 5) niższy niż oczekiwany popyt na mieszkania i potencjalna presja na ceny mieszkań.

Wycena. Wyceniliśmy GKI metodami: DCF i porównawczą, otrzymując wartość w przedziale pomiędzy 6,6 zł - 8,1 zł na akcję. Spółka notowana jest na niewymagającym wskaźniku P/E na lata 2026-27.

GK Immobile: Podsumowanie finansowe (rok do grudnia)

mln zł	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Sales	576	887	940	869	1004	1230	1287
EBITDA	48	92	86	98	99	131	141
EBIT	18	49	40	48	61	94	103
Zysk netto	13	9	2	-88	18	45	51
P/E (x)	16,7	16,6	112,2	-1,7	18,0	7,3	6,5
EV/EBITDA (x)	7,8	3,4	4,7	3,8	6,1	4,4	3,3
DY	0,3%	3,1%	2,6%	2,8%	1,1%	1,1%	1,1%

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

Wycena, zł na akcję

6,6-8,1

Cena (PLN, 28 stycznia 2026)	4,40
Kapitalizacja (PLNmn)	332
Free float (%)	24
Liczba akcji (mn)	75.4
Średni dzienny obrót 3M (mln)	0.1

Główni akcjonariusze

% głosów

Fundacja Rodziny Jerzych	61.9
Francois Gros	14.1
NN OFE	5.7

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 oraz działalności hotelarskiej.

Analityk

Adrian Kyrzc

Analityk akcji

+48 695 102 199 adrian.kyrzc@santander.pl

Wyniki kwartalne

Tab. 1. Kwartalne wyniki finansowe

młn zł	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E
Sprzedaż	175.2	210.0	264.0	290.9	202.0	238.7	242.6	185.8	197.7	233.5	288.6	283.9
Przemysł	64.9	81.3	72.4	61.8	58.5	72.9	74.2	73.3	63.1	61.7	59.5	86.7
Najem	1.4	0.7	0.8	0.5	0.8	0.8	0.9	1.2	1.1	0.5	0.8	1.2
Hotel	33.4	45.4	46.2	43.9	35.4	48.7	51.5	50.6	40.5	54.0	57.8	56.6
Development	22.2	11.5	40.3	64.2	15.4	15.4	11.3	7.2	5.9	10.7	3.5	5.1
Budownictwo	23.3	20.3	48.5	53.9	43.2	40.3	41.6	39.5	46.6	47.0	75.8	55.6
Automatyka i elektroenerg.	18.8	31.9	41.9	49.0	31.8	40.9	49.1	64.8	42.6	59.6	89.2	78.6
Sprzedaż detaliczna	11.1	18.9	13.9	17.7	16.8	18.8	16.1	-51.6				
Zysk brutto na sprzedaży	23.7	47.9	38.9	46.0	20.7	39.9	40.4	63.8	38.0	49.4	52.1	42.6
Przemysł	15.4	24.8	12.1	17.6	13.9	18.4	20.2	21.1	17.9	20.8	8.9	17.6
Najem	0.7	0.2	0.6	0.2	0.4	0.4	0.1	0.9	0.5	-1.6	2.2	0.8
Hotel	1.6	9.6	9.7	7.5	1.4	7.3	12.6	7.1	3.6	10.5	13.0	9.0
Development	6.8	3.6	9.2	8.2	3.9	5.2	1.9	0.5	1.8	3.1	4.8	-3.4
Budownictwo	3.1	3.6	6.5	8.6	3.4	5.2	3.5	4.4	4.8	3.8	6.5	4.2
Automatyka i elektroenerg.	1.4	6.3	3.8	10.0	5.4	7.6	11.3	8.9	9.3	12.7	16.8	14.4
Sprzedaż detaliczna	-5.4	-0.2	-2.8	-6.1	-7.6	-4.1	-9.1	-0.2				
Koszty sprzedaży	-15.0	-16.2	-18.2	-10.0	-16.4	-18.5	-18.1	-8.7	-14.9	-13.3	-19.9	-15.7
Koszty ogólnego zarządu	-14.7	-17.6	-11.5	-15.7	-18.9	-13.4	-15.3	-7.6	-16.9	-16.8	-9.5	-13.8
Zysk/strata ze sprzedaży	-5.9	14.1	9.3	20.3	-14.6	8.0	7.0	47.6	6.2	19.2	22.8	13.1
Przemysł	1.7	7.8	-0.1	8.0	-1.2	6.2	5.4	6.5	3.7	6.3	-3.6	5.2
Najem	-0.4	-0.8	-0.6	0.2	-0.6	-0.5	-1.1	-0.7	-0.7	-2.4	1.0	-0.7
Hotel	-1.4	6.0	6.7	2.3	-2.8	3.7	9.2	2.3	-1.4	6.5	10.6	5.3
Development	5.6	2.8	8.0	7.1	2.4	4.1	0.9	-1.0	0.2	3.3	1.7	-4.0
Budownictwo	-1.0	-0.6	4.6	1.4	-1.7	1.4	-0.6	-0.6	-0.7	-1.3	0.9	-0.8
Automatyka i elektroenerg.	-2.5	2.4	0.7	7.2	1.4	3.6	7.4	4.3	5.1	6.8	12.1	8.1
Detal odzieżowy	-8.0	-3.6	-10.1	-5.8	-12.1	-10.4	-14.2	-2.7				
Zysk/strata z działalności operacyjnej	-6.0	11.5	9.0	27.1	-15.0	-2.3	5.7	60.0	6.3	18.8	22.6	13.5
Zysk/strata brutto	-11.0	7.4	0.4	18.8	-20.6	-10.3	-2.3	55.8	0.5	11.5	16.1	6.5
Podatek dochodowy	-2.2	0.2	-2.9	-5.8	0.0	-2.6	-4.5	-3.3	0.5	-3.4	-3.1	-0.6
Zysk/strata netto	-13.1	7.6	-2.5	13.0	-20.5	-12.9	-6.8	-43.5	-2.4	5.6	10.4	14.5
Zysk/strata netto jedn. dom.	-11.3	4.1	-1.5	10.4	-18.2	-12.9	-9.5	-46.7	-4.0	5.6	10.4	6.5
Mniejszości	-1.8	3.5	-1.0	2.6	-2.3	-0.7	2.7	3.2	1.7	2.3	2.4	3.4
<i>Marża brutto na sprzedaży</i>	<i>13.5%</i>	<i>22.8%</i>	<i>14.7%</i>	<i>15.8%</i>	<i>10.3%</i>	<i>16.7%</i>	<i>16.7%</i>	<i>34.3%</i>	<i>19.2%</i>	<i>21.2%</i>	<i>18.1%</i>	<i>15.0%</i>
<i>Marża EBIT</i>	<i>-3.4%</i>	<i>5.5%</i>	<i>3.4%</i>	<i>9.3%</i>	<i>-7.4%</i>	<i>-0.9%</i>	<i>2.4%</i>	<i>32.3%</i>	<i>3.2%</i>	<i>8.0%</i>	<i>7.8%</i>	<i>4.8%</i>
<i>Marża netto</i>	<i>-6.4%</i>	<i>2.0%</i>	<i>-0.6%</i>	<i>3.6%</i>	<i>-9.0%</i>	<i>-5.4%</i>	<i>-3.9%</i>	<i>-25.2%</i>	<i>-2.0%</i>	<i>2.4%</i>	<i>3.6%</i>	<i>2.3%</i>

Źródło: Spółka

Prognozy finansowe

Tab. 2. GK Immobile: Prognozy finansowe

młn zł	2025P			2026P			2027P		
	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Sprzedaż	1004	958	5%	1230	1111	11%	1287	1103	17%
EBITDA	99	89	12%	131	107	23%	141	106	33%
EBIT	61	51	21%	94	69	35%	103	68	51%
Zysk netto	18	11	69%	45	26	75%	51	28	79%

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Wycena

Wyceniliśmy GKI dwoma metodami: metodą DCF oraz metodą porównawczą.

Tab. 3. GK Immobile: Podsumowanie wyceny

zł na akcję	Nowa	Poprzednia
DCF	6.6	3.8
Wycena porównawcza	8.1	5.7
Wycena całkowita w przedziale	6.6-8.1	3.8-5.7

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Wycena metodą DCF

Główne założenia wyceny metodą DCF:

- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych w okresie rezydualnym = 1.5%
- Stopa wolna od ryzyka = 6%
- Beta odlewarowana = 1.0x
- Premia za ryzyko rynkowe = 6%
- Stopa podatkowa = 19%
- Mniejszości uwzględniają korektę o udziały mniejszościowe w Atrem i PJP Makrum

Tab. 4. GK Immobile: Wycena DCF

mln zł	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	Okres rezydualny
Sprzedaż	1004	1230	1287	1273	1402	1334
EBIT	61	94	103	95	120	104
Podatek	-12	-18	-20	-18	-23	-20
NOPAT	50	76	84	77	97	84
Amortyzacja*	14	14	14	14	14	14
Zmiany w kapitale obrotowym	-59	-16	53	-85	59	0
CAPEX	-23	-18	-18	-18	-18	-14
Wolne przepływy pieniężne	-18	56	133	-12	152	84

Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych w okresie 2026P-29P	329
Wzrost rezydualny	1.5%
Wartość rezydualna	931
Wartość bieżąca wartości rezydualnej (koniec 2025P)	617
EV	946
Dług netto (2025P)	403
Dług netto oczyszczony o leasing (MSSF16)	272

Udział akcjonariuszy mniejszościowych	178
---------------------------------------	-----

Wartość kapitału własnego na 2025P	496
Liczba akcji (mln)	75.4

Wartość kapitału własnego na akcję na 2025P (PLN)	6.6
--	------------

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

Wycena porównawcza

Spółkę GK Immobile wyceniliśmy metodą porównawczą. Poszczególne segmenty działalności wyceniliśmy osobno wykorzystując mnożniki zysków (EV/EBITDA) spółek porównywalnych.

Tab. 5. Wycena porównawcza: podsumowanie

młn zł	EV			
Segment	2025P	2026P	2027P	2025P-27P avg.
Budownictwo i automatyka	218	274	299	264
Przemysł	98	106	95	100
Hotel	474	475	449	466
Deweloperka	13	152	150	105
Razem EV:	803	1007	993	
Dług netto	403	349	215	
Kapitał własny	400	658	778	
Kapitał własny: średnia		612		
Liczba akcji (mln)		75.4		
Kapitał własny na akcję (zł)		8.1		

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie, mnożniki spółek porównywalnych na 27 stycznia 2026 r.

Tab. 6. Wycena segmentów: budownictwo oraz automatyka

Spółka	EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P
Bilfinger	10.8	9.5	8.4
Eiffage	6.0	5.8	5.6
Ferrovial	35.6	32.1	29.1
Skanska	10.8	9.0	8.5
Strabag	5.6	5.5	5.2
Vinci	7.3	7.1	6.8
Sacyr	7.8	7.8	7.5
PEAB	8.9	8.4	7.8
ACS	9.3	8.4	7.8
AF GRUPPEN	8.7	8.0	7.5
Hochtief	13.8	12.2	11.0
Mediana	8.9	8.4	7.8
EBITDA: Budownictwo i automatyka (mln zł)*	24.5	32.8	38.4
EV (mln zł)	218	274	299

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

Tab. 7. Wycena segmentu przemysłowego

Spółka	EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P
Amica	5.1	4.6	4.4
Apator	6.1	6.2	5.8
Mangata	6.0	6.4	6.0
Sanok	6.5	6.5	5.5
Śnieżka	8.8	8.1	7.4
Kety	10.7	9.6	8.9
Grenevia	3.7	4.0	5.1
Mediana	6.1	6.4	5.8
EBITDA: Przemysł (mln zł)*	16.1	16.6	16.6
EV (mln zł)	98	106	95

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

Tab. 8. Wycena segmentu hotelowego

Spółka	EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P
Melia	7.5	7.4	7.2
Accor	11.9	11.0	10.0
NH Hotel Group			
Intercontinental Hotels	17.8	16.6	15.4
WhitBread	9.1	8.8	8.3
Mediana	10.5	9.9	9.2
EBITDA: Hotel (mln zł)	45.1	47.9	49.0
EV (mln zł)	474	475	449

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Tab. 9. Wycena segmentu deweloperskiego

Spółka	EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P
KAUFMAN & BROAD SA	3.1	2.9	2.7
INSTONE REAL ESTATE GROUP AG	6.6	5.9	4.9
NEINOR HOMES SA	18.9	10.0	9.5
BARRATT DEVELOPMENTS PLC	7.4	6.4	5.5
BELLWAY PLC	9.7	8.3	7.2
METROVACESA	20.3	19.3	19.4
AEDAS	8.2	8.2	8.3
NEXITY GROUP	9.8	7.2	6.1
BERKELEY	8.0	7.9	7.8
PERSIMMON	9.2	8.6	7.6
Dom Development	8.3	7.8	7.5
Murapol	6.4	5.6	5.6
Develia	10.2	9.1	8.5
Atal	13.1	8.6	8.1
Mediana	8.75	8.05	7.55
EBITDA: Deweloperka (mln zł)	1.5	18.9	19.9
EV (mln zł)	13	152	150

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Prognoza wyników finansowych

Tab. 10. GK Immobile: Rachunek zysków i strat

mln zł	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Sprzedaż	346	419	532	576	887	940	869	1004	1230	1287	1273
Przemysł	160	176	158	182	277	280	279	271	287	289	292
Najem	8	4	2	3	3	3	4	4	4	4	4
Hotel	53	65	31	53	138	169	186	209	229	236	238
Development	48	5	66	34	35	138	49	25	103	107	49
Budownictwo	77	94	185	130	250	146	165	225	248	255	263
Automatyka i elektroenergetyka	0	74	91	100	111	142	187	270	360	396	428
Handel detaliczny	0	0	0	74	72	62	0	0	0	0	0
Zysk brutto na sprzedaży	78	84	91	108	156	157	165	182	223	236	230
Przemysł	0	0	41	43	65	70	73	65	69	70	70
Najem	0	0	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Hotel	0	0	-4	7	29	28	28	36	40	41	41
Development	0	0	11	10	10	28	11	6	24	25	11
Budownictwo	0	0	30	13	34	22	16	19	22	25	26
Automatyka i elektroenergetyka	0	0	12	12	14	22	33	53	67	73	79
Handel detaliczny	0	0	0	18	2	-15	0	0	0	0	0
EBITDA	30	28	36	48	92	86	98	99	131	141	133
EBIT	21	11	15	18	49	40	48	61	94	103	95
Przychody finansowe netto	-7	-6	-10	-1	-13	-23	-26	-27	-25	-21	-23
Zysk brutto	15	5	6	17	32	17	22	35	69	82	72
Podatek	-6	-4	-3	-1	-13	-11	-10	-7	-13	-16	-14
Mniejszości	2	3	6	3	10	3	4	10	11	16	18
Zysk netto	6	-2	-3	13	9	2	-88	18	45	51	40

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Tab. 11. GK Immobile: Marże

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Marża brutto	22.4%	20.2%	17.0%	18.7%	17.6%	16.7%	19.0%	18.1%	18.1%	18.3%	18.1%
marża EBITDA	8.5%	6.6%	6.8%	8.3%	10.4%	9.1%	11.3%	9.9%	10.7%	11.0%	10.4%
marża EBIT	6.1%	2.5%	2.9%	3.1%	5.5%	4.3%	5.6%	6.1%	7.6%	8.0%	7.5%
marża netto	1.9%	-0.5%	-0.6%	2.2%	1.0%	0.2%	-10.1%	1.8%	3.7%	3.9%	3.2%

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Tab. 12. GK Immobile: Bilans

mln zł	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Aktywa krótkoterminowe	144	266	239	381	444	392	381	411	474	537	584
Aktywa trwałe	279	405	409	527	560	569	505	490	472	454	436
Aktywa razem	423	671	648	908	1004	960	885	900	946	991	1020
Zobowiązania krótkoterminowe	134	259	210	357	417	410	423	445	462	469	467
Dług odsetkowy	60	172	174	269	282	253	256	230	206	183	159
Zobowiązania długoterminowe	77	197	204	307	322	289	294	267	243	220	196
Dług odsetkowy	60	93	64	102	132	178	149	181	181	181	181
Kapitał własny	189	195	192	198	213	208	113	127	169	216	253
Zobowiązania razem	423	671	648	908	1004	960	885	900	946	991	1020
Dług netto	99	227	224	324	359	401	383	403	349	215	228

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Tab. 13. GK Immobile: Rachunek przepływów pieniężnych

mln zł	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
CF z działalności operacyjnej	44	34	41	23	67	92	48	58	108	124	120
CF z działalności inwestycyjnej	-9	-59	-6	-19	-18	-34	-9	-23	-20	-20	-20
CF z działalności finansowej	-25	26	-42	9	-41	-63	-47	-24	-51	-49	-46
Dywidendy	-8	-7	-3	-1	-5	-5	-4	-4	-4	-4	-4
Zmiana w poziomie gotówki	10	1	-7	13	8	-5	-8	10	36	55	55

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Santander Biuro Maklerskie

Adres korespondencyjny:

ul. Kolorowa 8

60-198 Poznań

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

**Rejestrujemy połączenia z klientami.*

Rozmowy ze wskazanych numerów są nagrywane.

Zespół Analiz Giełdowych

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

Paweł Puchalski, CFA
Telekomunikacja, Sektor Energetyczny, Sektor Wydobywczy

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

Tomasz Sokołowski, *Analitik Akcji
Sektor Detaliczny, E-commerce*

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

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

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

Marcin Działek, *Analitik Akcji
Analiza Techniczna*

UJAWNIAENIA

Wszystkie poglądy wyrażone w niniejszym raporcie 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: **Atrem SA, GK Immobile SA, PJP Makrum 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: **Atrem SA, GK Immobile SA, PJP Makrum SA**.

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 Alianz Polska 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 następnych 12 miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Santander Bank Polska składać będzie ofertę 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 Santander Bank Polska SA świadczył usługi bankowości inwestycyjnej w ciągu ostatnich 12 miesięcy w zbiorze wszystkich spółek 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 Zespół Analiz Giełdowych w Santander Biuro Maklerskie, 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.

Erste Bank Group AG i podmioty powiązane, w tym Santander Bank Polska SA, 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, Erste Bank Group AG i/lub podmioty powiązane mogły wydać w przeszłości lub mogą 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 zmieniać 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, Korei Południowej, 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 księgowa
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: Właściwym benchmarkiem dla akcji europejskich (w tym akcji CEE) jest stopa zwrotu z 1-roczyń 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 się 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.

Przy sporządzaniu niniejszego raportu Santander Biuro Maklerskie korzystał 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 Damodara). 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 księgowa = (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.

Niezależnie od wybranej metody wyceny istnieje ryzyko, że cena docelowa nie zostanie osiągnięta w oczekiwanym terminie. Należy wziąć pod uwagę następujące czynniki ryzyka: (i) warunki makroekonomiczne wpływają na ogólną sytuację gospodarczą, a także ceny surowców, kursy walutowe i stopy procentowe; (ii) wydarzenia geopolityczne mają wpływ na wszystkie surowce będące przedmiotem obrotu, waluty i kursy i mogą znacząco wpływać na nastroje rynkowe; (iii) polityka rządowa, w tym zmiany w opodatkowaniu i regulacjach dotyczących poszczególnych sektorów, może wpływać na wyniki finansowe przedsiębiorstw; (iv) trendy społeczne powodują zmiany w zachowaniu konsumentów i preferencjach dotyczących produktów i usług; (v) otoczenie konkurencyjne odgrywa kluczową rolę w określaniu zdolności organizacji do kształtowania marż zysku; (vi) innowacje technologiczne mogą zakłócać funkcjonowanie rynków, zmniejszając konkurencyjność niektórych produktów lub usług; (vii) panujące nastroje na rynkach kapitałowych mają bezpośredni wpływ na poziomy wyceny; (viii) inwestycje na rynkach zagranicznych i w instrumenty finansowe, takie jak amerykańskie kwity depozytowe (ADR), wiążą się z dodatkowym ryzykiem, w tym ryzykiem związanym z kursami walutowymi, kontrolą walutową, opodatkowaniem oraz czynnikami politycznymi, gospodarczymi i społecznymi.

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; datę i godzinę pierwszego rozpowszechnienia raportu określa data i godzina wysyłki raportu w wiadomości mailowej skierowanej do klientów profesjonalnych oraz data i godzina wskazana w serwisie Inwestor online przy danym raporcie.

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

©2026 Santander Bank Polska. Wszelkie prawa zastrzeżone