

Atrem - inicjacja

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

Reuters: ATR.WA Bloomberg: ATR.PW

CEE Equity Research

Budownictwo, Polska

16 sierpnia 2023, 08:05 CET

Rekordowy portfel zamówień

Wycena metodą DCF i porównawczą w przedziale od 8,8 do 10,4 zł/akcję.

W tym raporcie rozpoczynamy analizę spółki Atrem (ATR). Atrem to wyspecjalizowana firma budowlano-inżynieryjna, która posiada referencje w niszowym segmencie rynku, jakim jest automatyka i elektroenergetyka. Przejęcie kontrolnego pakietu akcji Atrem w 2019 przez GK Immobile skutkowało restrukturyzacją i zmianą strategii ATR, w tym koncentracją na poprawie rentowności m.in. poprzez pozyskiwanie kontraktów o wyższej wartości jednostkowej oraz optymalizację kosztową. Począwszy od 2020 r. Atrem generował zysk w porównaniu do strat w latach 2017-19. Podpisanie przez ATR kontraktu z Orlen zwiększyło portfel zamówień do rekordowego poziomu ok. 450 mln zł w 1 kw. 2023 r., co może przełożyć się na istotną poprawę wyników w latach 2023P-25P, znacznie powyżej poziomów z lat 2020-22, wg. naszych prognoz. Popyt na usługi spółki wynikający z transformacji energetycznej Polski, może stanowić istotny czynnik poprawy jej wyników w latach kolejnych.

Profil działalności. Atrem świadczy usługi z obszaru automatyki i elektroenergetyki. Spółka to doświadczony podmiot operujący na mocno wyspecjalizowanym i niszowym segmencie rynku budowlanego. Jako jeden z niewielu w Polsce posiada referencje przy realizacji kontraktów na rzecz operatorów gazociągów, czy też sieci energetycznych. Głównymi odbiorcami usług ATR są m.in. Gaz System, czy Enea.

Wyniki 2022 roku i 1 poł. 23. W latach 2017-2019 Atrem generował stratę netto, jednak wdrożona przez GK Immobile restrukturyzacja i zmiana strategii (przejęcie kontrolnego pakietu akcji w 2019 r.) skutkowało poprawą rentowności i generacją zysku netto spółki w latach 2020-22. Rentowność 1 kw. 2023 r. pozostawała pod presją, a dodatkowo, Atrem zakomunikował spadek przychodów ze sprzedaży r/r w 1 poł. 2023 r. Wierzymy jednak w istotną poprawę wyników począwszy od 2 poł. 2023P. Atrem w 1 kw. 2023 pozyskał kontrakt o wartości ponad 250 mln zł z Orlen, co zwiększyło portfel zamówień spółki do rekordowego poziomu ok. 450 mln zł. Prognozujemy poziom zysku netto Atrem w horyzoncie prognozy powyżej poziomów z lat 2020-22.

Czynniki wzrostu: Naszym zdaniem, w dłuższym terminie motorem wzrostu wyników powinny być: 1) konieczność modernizacji i rozbudowy sieci przesyłowych w Polsce, 2) wzrost zużycia energii elektrycznej, 3) przyspieszenie tempa wzrostu PKB, 4) spowolnienie dynamiki wzrostu cen materiałów budowlanych, 5) transformacja energetyczna polskiej gospodarki (zmierną w kierunku obniżenia uzależnienia systemu elektroenergetycznego od paliw kopalnianych oraz zwiększenie jego efektywności).

Wycena. Wyceniliśmy Atrem dwoma metodami: DCF oraz porównawczą, porównując spółkę do polskich i zagranicznych spółek budowlanych. W wycenie DCF na poziomie 10,4 zł na akcję uwzględniliśmy wartość aktywa nieoperacyjnego – biurowca – na poziomie ok. 1,44 zł na akcję. Wycena porównawcza implikuje wycenę na poziomie 8,8 zł - 9,1 zł/ akcję. Nie przypisaliliśmy zastosowanym metodom żadnych wag, ale wycenę prezentujemy w przedziale od 8,8 do 10,4 zł na akcję. Atrem w roku 2022 wypłacił 0,66 zł DPS, a w roku 2023P uchwalona dywidenda wyniesie 0,11 zł. Prognozujemy wskaźnik wypłaty dywidendy (jako % zysku netto) na poziomie z 2023 r. co implikuje ok. 1,7-4,9% DY w horyzoncie prognozy. **Czynniki ryzyka:** 1) Zmiany cen wyrobów stalowych, 2) wzrost kosztów energii, 3) cyklicznie niski poziom inwestycji.

Atrem: Podsumowanie finansowe (rok do grudnia)

PLNmIn	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Sales	116	86	101	111	146	155	172
EBITDA	-5	3	9	7	11	12	14
EBIT	-7	1	7	5	9	10	12
Zysk netto	-8	2	6	3	7	7	9
P/E (x)	-21,5	71,4	33,8	117,5	9,3	8,2	6,6
EV/EBITDA (x)	-6,6	7,7	2,7	5,3	6,1	5,3	4,3
DY	0,0%	0,0%	0,0%	18,9%	1,7%	4,3%	4,9%

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

Wycena (DCF, porównawcza; PLN/akcję) 8,8-10,4 zł

Cena (PLN, 11 sierpnia 2023)	6,60
Kapitalizacja (PLNmIn)	61
Free float (%)	23
Liczba akcji (mn)	9,2
Średni dzienny obrót 3M (mln)	0,1

Główni akcjonariusze % głosów

Grupa Kapitałowa Immobile	71,7
---------------------------	------

Źródło: www.gpw.pl

Opis działalności Spółki

Atrem jest spółką budowlaną świadczącą usługi z obszaru automatyki i elektroenergetyki.

Analitik

Adrian Kyrcc

Analitik akcji

+48 22 586 81 59

Profil działalności i model biznesowy

Atrem świadczy usługi z obszaru automatyki i elektroenergetyki. To doświadczony podmiot operujący na mocno wyspecjalizowanym i niszowym segmencie rynku budowlanego. Jako jeden z niewielu w Polsce, posiada referencje przy realizacji kontraktów na rzecz operatorów gazociągów, czy też sieci energetycznych. Głównymi odbiorcami usług Atrem są m.in. Gaz System czy Enea.

Segment automatyki zajmuje się świadczeniem usług inżynieryjnych 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.

Spółka realizuje także kontrakty z zakresu Odnawialnych Źródeł Energii. 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 na realizację instalacji 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.

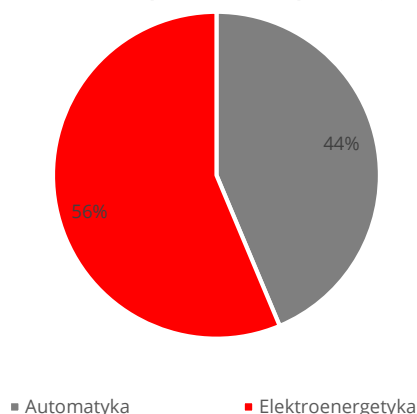
Skuteczna restrukturyzacja

W 2019 r. kontrolny pakiet akcji w Atrem został nabyty przez GK Immobile. Wtedy też rozpoczęła się restrukturyzacja przedsiębiorstwa, skoncentrowana na poprawie rentowności. W tym celu Atrem rozpoczął m.in. koncentrację na większych niż dotychczas kontraktach oraz poprawił zarządzanie kosztorysowaniem i ofertowaniem. W latach 2017-2019 spółka generowała stratę netto, natomiast działania restrukturyzacyjne zaowocowały poprawą rentowności i osiągnięciem zysku netto w latach 2020-2022. W roku 2021 pozytywny wpływ na wyniki miało także zawarcie ugody z OGP Gaz System, na podstawie której do spółki wpłynęły dodatkowe środki oraz nastąpiło rozwiązanie rezerw na kwotę ponad 4 mln zł.

Przychody ze sprzedaży

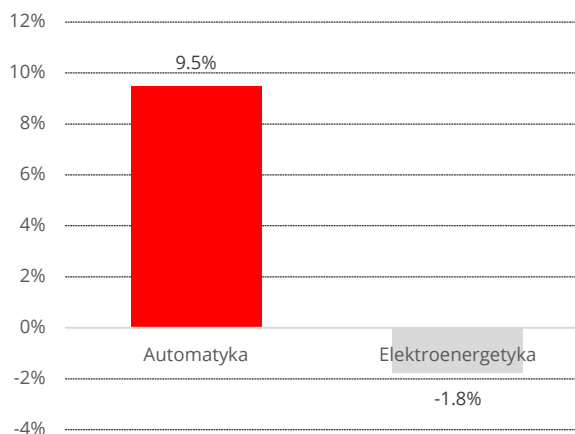
Przychody ze sprzedaży Atrem generowane są przede wszystkim w dwóch segmentach działalności: automatyki, które odpowiadały za ok. 44% sprzedaży w 2022 r., oraz elektroenergetyki, które stanowiło ok. 56% sprzedaży. Atrem prowadzi działalność jedynie na rynku krajowym.

Fig. 1. Atrem: Struktura produktowa sprzedaży



Źródło: Spółka, dane za 2022

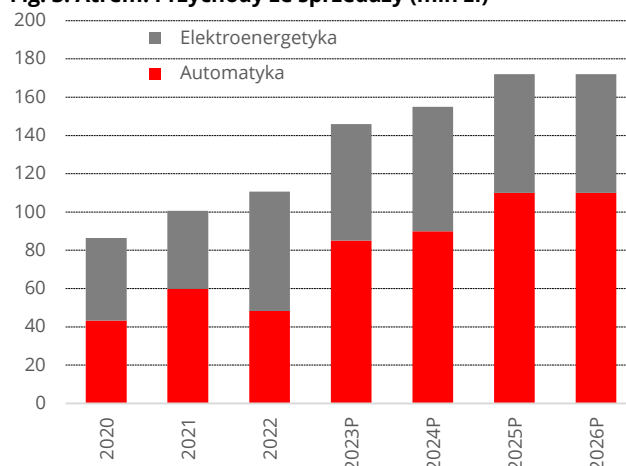
Fig. 2. Atrem: Marża EBIT w segmentach



Źródło: Spółka, dane za 2022

W latach 2021-2022 przychody ze sprzedaży oscylowały w okolicach 100-110 mln zł rocznie. Atrem podpisał jako partner konsorcjum w marcu 2023 r. kontrakt o wartości ok. 253 mln zł z Orlen na budowę instalacji, który zwiększył portfel zamówień spółki do rekordowego poziomu ok. 450 mln zł (na dzień publikacji sprawozdania za 1 kw. 2023 r.). Podpisany kontrakt powinien, naszym zdaniem, determinować wzrost przychodów ze sprzedaży w najbliższych latach. 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 projektowe także w roku 2023P.

Fig. 3. Atrem: Przychody ze sprzedaży (mln zł)

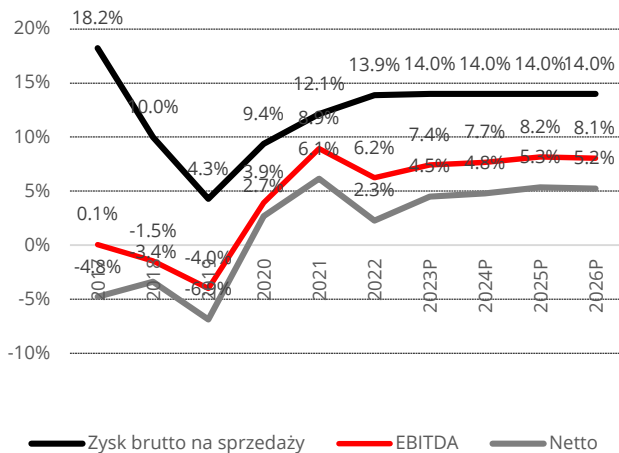


Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Zyski/marże

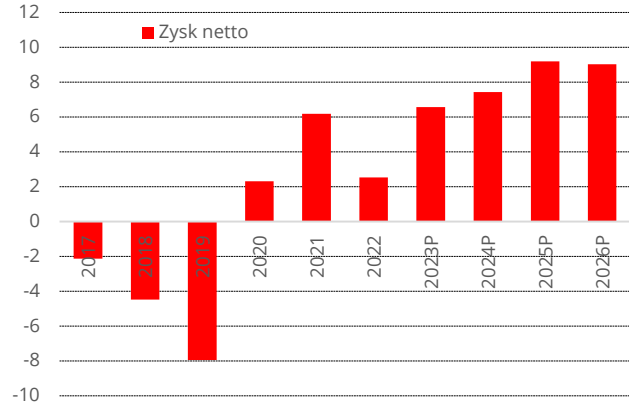
Rentowność Atrem w latach 2017-19 była pod presją nisko-marżowych kontraktów podpisanych w latach poprzednich. Wzrost kosztów realizacji, koncentracja na kontraktach niskiej wartości oraz wysokie koszty stałe skutkowały zyskownością znacznie poniżej potencjału spółki. Przejęcie większościowego pakietu akcji przez GK Immobile w roku 2019 skutkowało w naszej opinii zmianami w strategii spółki. Koncentracja na kontraktach o wyższych wartościach jednostkowych oraz optymalizacja kosztowa poprawiły wyniki spółki w latach 2020-22, a także, wg naszych kalkulacji, powinny zaowocować poprawą rentowności w horyzoncie prognozy, począwszy od roku 2023P, kiedy planowana jest realizacja dużego kontraktu dla Orlen.

Fig. 4. Atrem: Marże



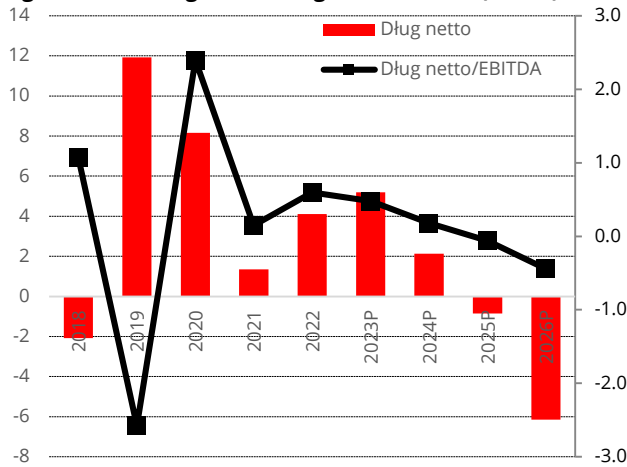
Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 5. Atrem: Zysk netto (mln zł)



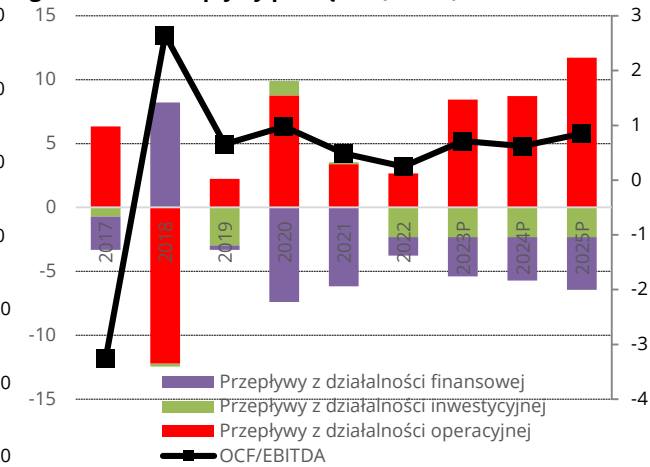
Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 6. Atrem: Dług netto i dług netto/EBITDA (mln zł)



Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 7. Atrem: Przepływy pieniężne (mln zł)

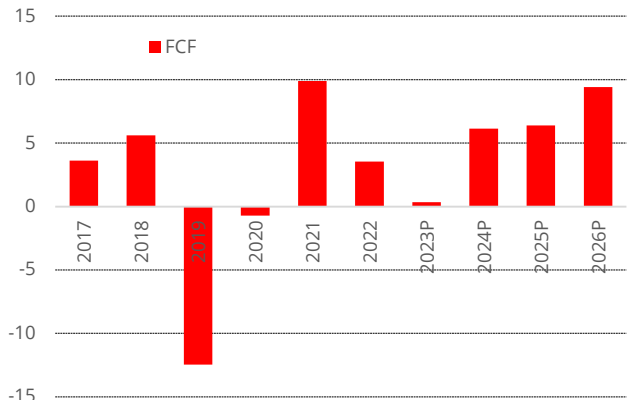


Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

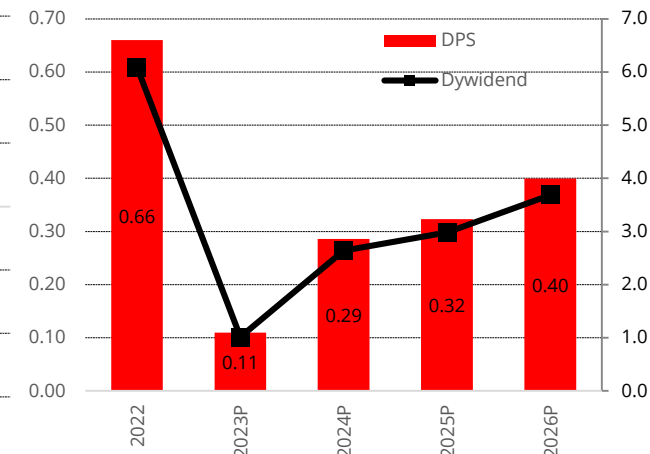
Dywidenda

Przed rokiem 2022 Atrem nie wypłacał dywidendy. W roku 2022 DPS wyniósł 0,66 zł a w roku 2023 wynosi 0,11 zł. Prognozujemy współczynnik wypłaty dywidendy (jako % zysku) w okresie prognozy na poziomie współczynnika z roku 2023.

Fig. 8. Atrem: Wolne przepływy pieniężne (mln zł) Fig. 9. Atrem: Dywidenda (mln zł) i DPS (zł, skala lewa)



Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie



Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Wyniki 1 poł. 2023 r.

Wyniki Atrem w 1 kw. 2023 r. uległy pogorszeniu r/r. Poziom sprzedaży w 2 kw. 2023 r. także okazał się gorszy r/r. Gorsze r/r wyniki w 1 połowie 2023 r. są zgodne z naszymi przewidywaniami. Zakładamy natomiast istotną poprawę wyników począwszy od 2 poł. 2023P, w związku z realizacją wspomnianego kontraktu z Orlen.

Fig. 10. Atrem: Kwartalne wyniki finansowe

mln zł	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P
Sprzedaż	16,7	22,0	30,1	31,7	32,5	32,2	23,7	22,4	19,0	29,4
Automatyka	9,8	14,3	19,1	26,4	16,6	17,5	13,3	0,9	11,2	
Elektroenergetyka	7,0	7,7	11,1	5,3	15,9	14,7	10,3	21,4	7,8	
Zysk brutto	1,4	4,7	2,3	3,9	4,1	3,9	3,7	3,7	1,8	
EBITDA	-0,3	2,3	0,6	6,4	1,8	1,5	1,6	2,0	-1,2	
Marża EBITDA	-1,9%	10,6%	2,0%	20,0%	5,6%	4,6%	6,7%	9,0%	-6,5%	
EBIT	-0,9	1,7	0,0	5,7	1,3	0,9	1,0	1,4	-1,9	
Marża EBIT	-5,4%	7,8%	-0,1%	18,0%	3,9%	2,8%	4,4%	6,3%	-9,8%	
Zysk netto	-1,7	0,8	-0,7	7,8	0,2	1,0	0,7	0,7	-1,7	
Marża zysku netto	-10,0%	3,6%	-2,4%	24,6%	0,6%	3,0%	2,8%	3,1%	-9,0%	
Marża zysku brutto	8,2%	21,3%	7,6%	12,2%	12,6%	12,1%	15,8%	16,5%	9,2%	

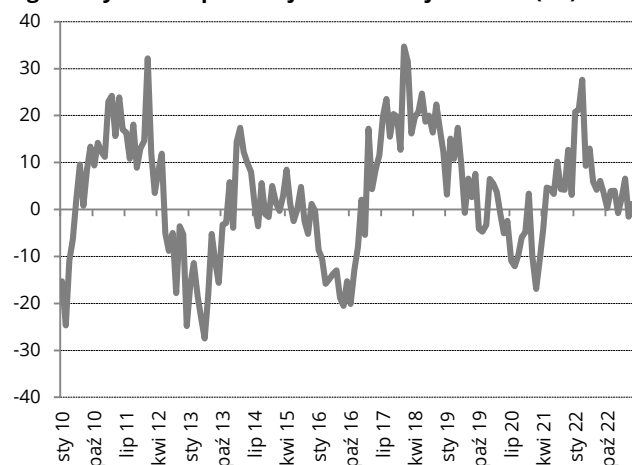
Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Czynniki wzrostu

Sektor budowlany w Polsce z nadziejami na odbicie

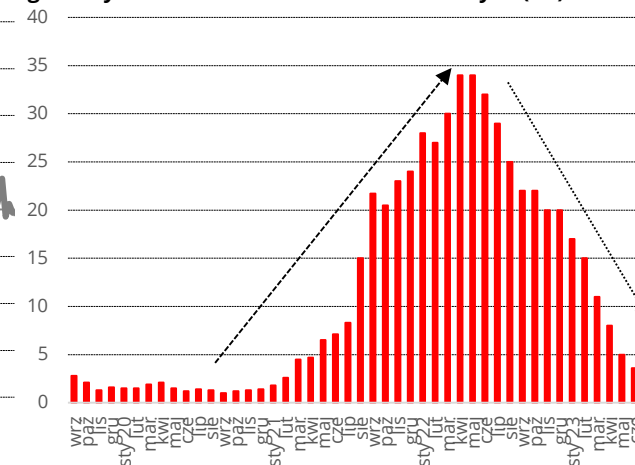
Dynamika produkcji budowlanej w Polsce istotnie spowolniła w 2022 r. Inwestorzy wstrzymywali inwestycje w związku z wysokimi kosztami finansowania (stopy procentowe), rosnącymi cenami materiałów budowlanych oraz obawami o spowolnienie gospodarcze. Obserwujemy natomiast pierwsze symptomy poprawy sytuacji w budownictwie, w tym spowolnienie tempa wzrostu kosztów budowy (poniżej wykres z danymi PSB – hurtownika materiałów budowlanych).

Fig. 11. Dynamika produkcji budowlanej w Polsce (r/r)



Źródło: Główny Urząd Statystyczny

Fig. 12. Dynamika cen materiałów budowlanych (r/r)

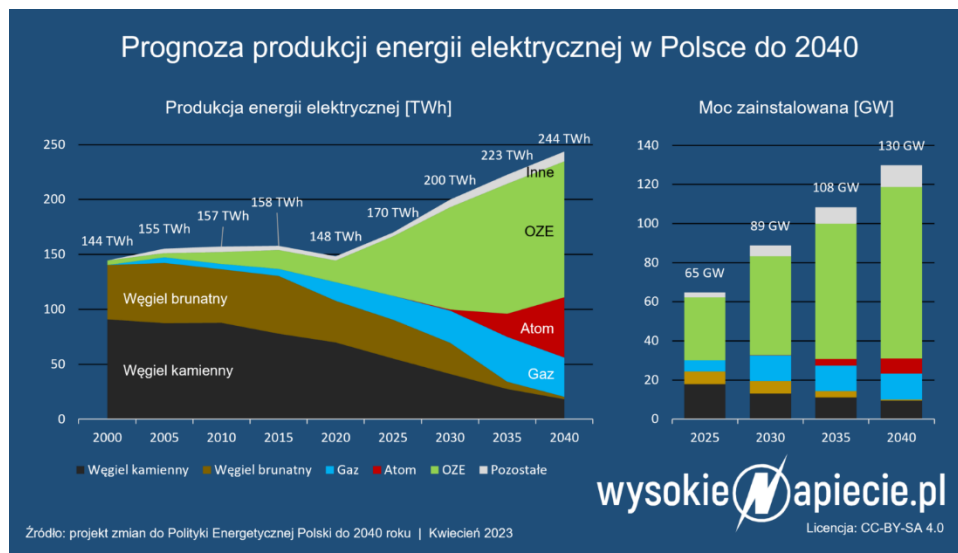


Źródło: PSB

Wydatki na sieci przesyłowe

Spółka ma wyjątkowe kompetencje w niszowym obszarze rynku budowlanego, jakim jest automatyka i elektroenergetyka. Rynek instalacji energetycznych w Polsce stoi przed wyzwaniem związanym ze wzrostem 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. największy

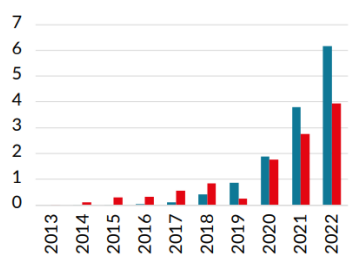
operatorzy wydali ponad 7 tys. odmów przyłączenia, obejmujących źródła o łącznej mocy 51 GW). W ostatnich latach wg. portalu wysokienapiecie.pl, wydawano rocznie 7-8 mld zł na inwestycje w obszarze przesyłu i dystrybucji energii, a kwota 500 mld zł implikowałaby nawet 35-30 mld zł rocznie. Faktyczne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



Rosnące zużycie energii elektrycznej

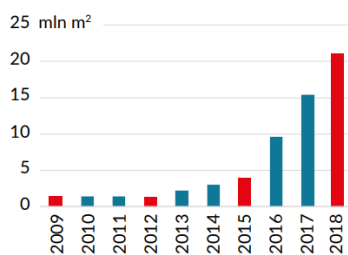
Od lat obserwujemy wzrost zużycia energii elektrycznej w polskiej gospodarce. W latach 2013-2022 zużycie energii elektrycznej wzrosło o ok. 11%. W 2022 r. odnotowano najniższy od 7 lat poziom rezerw mocy w systemie elektroenergetycznym. Na wzrost popytu na energię elektryczną wpływać może: elektryfikacja ogrzewania, transportu, wzrost liczby klimatyzatorów, rosnąca liczba pomp ciepła oraz samochodów elektrycznych.

LICZBA SAMOCHODÓW ELEKTRYCZNYCH ORAZ PUNKTÓW ŁADOWANIA

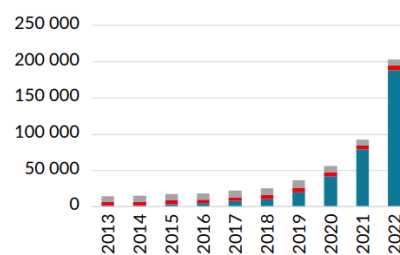


■ SAMOCHODY ELEKTRYCZNE (DZIESIĄTKI TYS.)
■ PUNKTY ŁADOWANIA (TYS.)

KLIMATYZOWANA POWIERZCHNIA GOSPODARSTW DOMOWYCH*



LICZBA SPRZEDANYCH POMP CIEPŁA



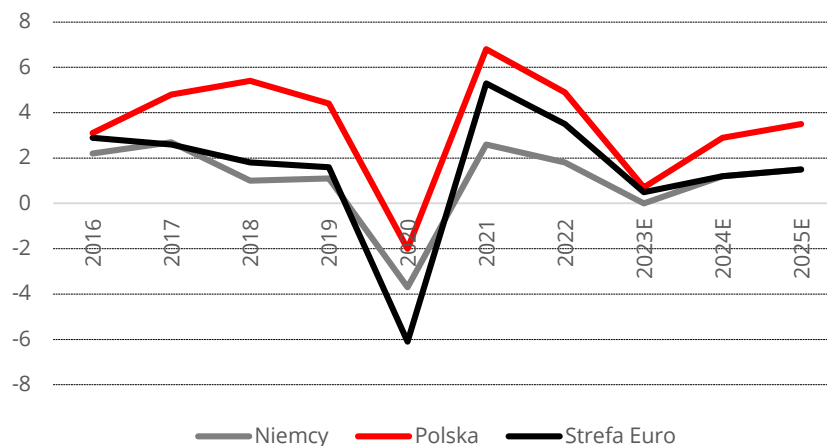
■ POWIETRZE | WODA (C.W.U.)
■ SOLANKA | WODA (C.O. I C.W.U.)
■ POWIETRZE | WODA (C.O. I C.W.U.)

Źródło: Forum Energii

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, w tym specjalistyczne usługi budowlane świadczone przez Atrem.

Fig. 13. Dynamika PKB (r/r)



Źródło: Bloomberg

Główne czynniki ryzyka

Poniżej przedstawiamy potencjalne czynniki ryzyka, które naszym zdaniem mogą determinować wyniki Atrem w kolejnych latach.

1. Zmiany cen wyrobów stalowych

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

2. Wzrost kosztów energii

Wzrost cen energii może spowodować obniżenie rentowności prowadzonej działalności, do momentu, kiedy nie zostanie w pełni przerzucony na klientów.

Nieruchomości

Atrem posiada aktywa, które mogą być przedmiotem transakcji sprzedaży, m.in. nieruchomość biurową w Złotnikach, która w ok. 90% przeznaczona jest do wynajmu. Traktujemy ten składnik majątku jako aktywum nieoperacyjne, którego spieniężenie może wygenerować wpływ środków finansowych. Wartość bilansowa przedmiotowej nieruchomości wyniosła ok. 13 mln zł na koniec 1 kw. 2023 r. i taką wartość przyjęliśmy także w naszych kalkulacjach.

Fig. 14. Atrem: Aktywa nieoperacyjne

Nieruchomość	Lokalizacja	Wartość księgowa (mln zł)	Pow. (tys. m.kw.)	Czynsz (zł/m kw./miesiąc)	Yield	Pustostan	Implikowana wartość (mln zł)
Biurowiec	Złotniki	13,0	4,0	37	10%	25%	13,3

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Prognozy finansowe

Fig. 15. Atrem: Prognozy finansowe

mln zł	2023P			2024P			2025P		
	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Sprzedaż	146	-	-	155	-	-	172	-	-
EBITDA	11	-	-	12	-	-	14	-	-
EBIT	9	-	-	10	-	-	12	-	-
Zysk netto	7	-	-	7	-	-	9	-	-

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Wycena

Wyceniliśmy Atrem dwoma metodami: metodą DCF oraz metodą porównawczą.

Główne założenia wyceny metodą DCF:

- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych w okresie rezydualnym = 1%
- Stopa wolna od ryzyka, rok 2023P = 7%, po 2023P = 6%
- Beta odlewarowana = 1,0x
- Premia za ryzyko rynkowe = 6%
- Stopa podatkowa = 19%
- Wartość aktywów nieoperacyjnych = 13 mln zł

Fig. 16. Atrem: Podsumowanie wyceny

PLN na akcję	Nowa	Poprzednia	Zmiana
DCF*	10,4	-	-
Wycena porównawcza (spółki zagraniczne)	9,1	-	-
Wycena porównawcza (spółki notowane na GPW)	8,8		
Wycena całkowita w przedziale	8,8 – 10,4		

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie, *wycena uwzględnia wartość aktywa nieoperacyjnego na poziomie 13 mln zł

Fig. 17. Atrem: Wycena DCF

mIn zł	2023P	2024P	2025P	2026P
Sprzedaż	146	155	172	172
EBIT	9	10	12	12
Podatek	-2	-2	-2	-2
NOPAT	7	8	10	9
Amortyzacja	2	2	2	2
Zmiany w kapitale obrotowym	-7	-2	-3	0
CAPEX	-2	-2	-2	-2
Wolne przepływy pieniężne	0	6	6	9
Koszt kapitału	13,2%	11,0%	10,8%	10,8%
Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych	17			
Wzrost przepływów w okresie rezydualnym	1,0%			
Wartość rezydualna	95			
Wartość bieżąca wartości rezydualnej	70			
EV	87			
Dług netto (2023P)	5			
Dywidenda (2023P)	1			
Mniejszości	0			
Wartość kapitału własnego (PLN)	83			
Aktywa nieoperacyjne (PLN)	13			
Liczba akcji	9,2			
Wartość kapitału własnego z aktywami nieoperacyjnymi (PLN)	10,4			

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Spółkę Atrem wyceniliśmy metodą porównawczą, porównując ją do polskich i zagranicznych podmiotów branży budowlanej, która wydaje nam się optymalna, biorąc pod uwagę zakres produktów i usług oferowanych przez Atrem. Zwracamy jednak uwagę, że zagraniczne spółki wzięte do porównania to duże grupy budowlane, o skali wielokrotnie większej od Atrem.

Fig. 18. Atrem: Wycena porównawcza: spółki zagraniczne

Spółka	Kapitalizacja			P/E			EV/EBITDA			
	(EURmln)	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Bilfinger	1,283.9	13,0	9,8	8,5	4,4	3,8	3,4			
Eiffage	9,192.4	9,0	8,5	8,0	5,9	5,7	5,5			
Ferrovial	21,888.8	74,9	47,6	38,4	32,3	26,4	23,2			
Skanska	5,975.8	12,9	11,0	10,1	7,8	6,7	6,4			
Strabag	3,862.9	8,0	8,0	7,9	2,0	2,0	1,9			
Vinci	64,557.8	13,5	12,4	11,7	7,6	7,2	6,9			
Sacyr	2,072.5	11,0	12,6	11,7	7,6	7,5	7,2			
PEAB	1,157.1	6,0	8,0	7,4	8,6	9,3	8,8			
ACS	8,567.5	14,9	14,0	12,5	5,3	5,0	4,7			
AF GRUPPEN	1,268.3	18,0	13,0	12,4	9,0	7,1	6,8			
Hochtief	6,294.6	11,8	11,0	10,2	6,2	5,9	5,7			
Mediana		12,9	11,0	10,2	7,6	6,7	6,4			

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 19. Atrem: Wycena porównawcza: spółki notowane na GPW

Spółka	P/E		EV/EBITDA	
	2023P	2024P	2023P	2024P
Unibep	12,1	16,1	5,7	5,5
Erbud	-	17,3	6,6	4,9
Budimex	20,8	22,9	11,4	12,6
Mirbud	5,5	5,7	4,4	3,3
Mediana	12,1	16,7	6,1	5,2

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 20. Atrem: Wycena porównawcza: spółki notowane na GPW

	P/E		EV/EBITDA	
	2023P	2024P	2023P	2024P
Spółki notowane na GPW	12,1	16,7	6,1	5,2
Implikowana wycena na akcję (PLN)	8,6	11,2	6,6	5,7
Średnia implikowana wycena na akcję (PLN)	8,8			

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 21. Atrem: Wycena porównawcza: spółki zagraniczne

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Spółki zagraniczne	12,9	11,0	10,2	7,6	6,7	6,4
Implikowana wycena na akcję (PLN)	9,2	7,4	10,2	8,3	8,4	9,8
Średnia implikowana wycena na akcję (PLN)	9,1					

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 22. Atrem: Koszt kapitału

	2023P	2024P	2025P	2026P
Stopa wolna od ryzyka	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%
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)	13	13	13	13
Kapitał własny (PLNmłn)	42	49	58	67
Dług/kapitał własny (%)	30%	26%	22%	19%
Stopa podatkowa (%)	19%	19%	19%	19%
Beta uwzględniająca zadłużenie (x)	1,25	1,21	1,18	1,15
Koszt kapitału własnego (%):	14,5%	12,3%	12,1%	11,9%
Koszt długu	9,0%	6,0%	5,0%	5,0%
% Długu	23%	20%	18%	16%
% Kapitału własnego	77%	80%	82%	84%
WACC	13,2%	11,0%	10,8%	10,8%

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie

Prognoza wyników finansowych

Fig. 23. Atrem: Rachunek zysków i strat

mln zł	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Sprzedaż	45	133	116	86	101	111	146	155	172	172
Automatyka	0	0	0	43	60	48	85	90	110	110
Elektroenergetyka	0	0	0	43	41	62	61	65	62	62
Zysk brutto	8	13	5	8	12	15	20	22	24	24
Koszty ogólnego zarządu i sprzedaży	-10	-15	-11	-9	-11	-12	-12	-12	-12	-13
Pozostałe przychody/koszty operacyjne	0	-2	0	2	5	1	0	0	0	0
EBITDA	0	-2	-5	3	9	7	11	12	14	14
Zysk operacyjny	-1	-4	-7	1	7	5	9	10	12	12
Wynik na działalności finansowej	0	-1	-1	-1	0	-1	0	0	0	0
Zysk przed opodatkowaniem	-1	-5	-8	0	6	3	8	9	11	11
Podatek	-1	0	0	2	0	-1	-2	-2	-2	-2
Zysk netto	-2	-4	-8	2	6	3	7	7	9	9

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 24. Atrem: Marże

mln zł	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Marża brutto	18,2%	10,0%	4,3%	9,4%	12,1%	13,9%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
marża EBITDA	0,1%	-1,5%	-4,0%	3,9%	8,9%	6,2%	7,4%	7,7%	8,2%	8,1%
mrża EBIT	-2,6%	-3,0%	-5,9%	1,2%	6,5%	4,2%	5,9%	6,2%	6,8%	6,7%
marża netto	-4,8%	-3,4%	-6,9%	2,7%	6,1%	2,3%	4,5%	4,8%	5,3%	5,2%

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 25. Atrem: Bilans

mln zł	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa krótkoterminowe	18	48	49	52	70	58	69	75	84	90
Aktywa trwałe	47	28	29	29	31	29	29	29	29	29
Aktywa razem	65	76	78	81	101	86	98	104	113	119
Zobowiązania krótkoterminowe	16	38	46	46	57	47	53	54	57	57
Dług odsetkowy	5	3	12	13	8	9	9	9	9	9
Zobowiązania długoterminowe	2	1	3	2	5	4	4	4	4	4
Dług odsetkowy	0	1	2	1	4	4	4	4	4	4
Kapitał własny	47	38	30	32	39	35	42	49	58	67
Zobowiązania razem	65	76	78	81	101	86	98	104	113	119
Dług netto	5	-2	12	8	1	4	5	2	-1	-6

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 26. Atrem: Rachunek przepływów pieniężnych

mln zł	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
CF z działalności operacyjnej	4	6	-12	2	9	3	3	8	9	12
CF z działalności inwestycyjnej	0	-1	0	-3	1	0	-2	-2	-2	-2
CF z działalności finansowej	-4	-3	8	0	-7	-6	-1	-3	-3	-4
Dywidendy	0	0	0	0	0	-6	-1	-3	-3	-4
Zmiana w poziomie gotówki	0	3	-4	-1	2	-3	-1	3	3	5

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*

UJAWNIEŃIA

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 następnych 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-roczyzn 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, aktywna pozaoperacyjna, 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 szczytach 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 walora.

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