

Odbicie wyników w 2026P-27P?

Wycena metodą DCF wynosi 3,8 zł na akcję, a porównawcza 5,7 zł na akcję

Uważamy, że lata 2025-2027 mogą być okresem przełomowym dla GK Immobile. Po pierwsze, spółka pozbyła się biznesu modowego, który obciążał wyniki w ostatnich latach i nie powinien już wpływać negatywnie na rezultaty finansowe. Po drugie, dalsza ekspansja działalności hotelowej powinna przełożyć się na poprawę EBITDA oraz przepływy pieniężne segmentu. Po trzecie, obniżki stóp procentowych mogą przyspieszyć sprzedaż mieszkań. Po czwarte, spółka zależna Atrem udowadnia, że jest w stanie skutecznie rozwijać portfel zamówień w obszarze budownictwa specjalistycznego, co jest możliwe dzięki rosnącej skali inwestycji w sektorze energetyki i automatyki przemysłowej. Podsumowując, oczekujemy ekspansji wyników GK Immobile, w szczególności w latach 2026-27, co implikowałoby niski jedno-cyfrowy wskaźnik P/E.

Sprzedaż nierentownego segmentu modowego. Spółka zdecydowała się zakończyć działalność w nierentownym segmencie mody. Uważamy, że była to kluczowa decyzja biznesowa ostatnich lat, obok zakupu kontrolnego pakietu akcji w spółce Atrem kilka lat temu. Segment modowy wygenerował skumulowaną stratę na poziomie zysku operacyjnego wynoszącą 76 mln zł w latach 2022-24, co stanowi około 40% obecnej kapitalizacji rynkowej spółki. Zakładamy, że wyniki tego segmentu nie będą już obciążać wyników Grupy w 2025 roku, ani w kolejnych latach. W prezentowanych danych finansowych za 2024 rok segment modowy został ujęty jako działalność zaniechana ma poziomie wyniku netto.

Prognozy finansowe. Uważamy, że lata 2026-2027 mogą być okresem solidnych wyników finansowych. Sprzedaż segmentu modowego powinna oznaczać, że spółka nie będzie obciążona nieoczekiwanymi, wielomilionowymi stratami, jak miało to miejsce w poprzednich latach. Dodatkowo, ekspozycja na niszowy segment rynku budowlanego, jakim jest energetyka i automatyka, powinna umożliwić dalszą ekspansję już dobrze rozwiniętego portfela zamówień spółki zależnej Atrem, dzięki coraz liczniejszym postępowaniom przetargowym, w których spółka bierze udział (więcej szczegółów o działalności budowlanej przedstawiliśmy niedawno w osobnych raportach dotyczących Atrem i PJP Makrum). Zwracamy także uwagę na planowaną ekspansję w segmencie hotelowym – tylko w 2025 roku do grupy mają dołączyć trzy nowe hotele, co zwiększy skalę działalności do 18 obiektów, jednak wierzymy że spółka ma apatyt na dalszy rozwój. Jest to istotne z punktu widzenia stabilizacji zysków i przepływów pieniężnych Grupy. Warto również odnotować sytuację w sektorze deweloperskim. Rok 2024 oraz początek 2025 roku były wyjątkowo trudnym okresem dla deweloperów mieszkaniowych, ze względu na utrzymujące się wysokie stopy procentowe. Jednak obniżki stóp w kwietniu oraz oczekiwane dalsze cięcia w drugiej połowie roku i potencjalnie w 2026 roku mogą przyspieszyć sprzedaż mieszkań, co powinno przełożyć się na istotny wzrost wyników w tym obszarze. Prognozujemy, że w 2025 r. spółka przekaze klientom 29 mieszkań, 186 w 2026 i 162 w 2027.

Czynniki ryzyka: 1) przedłużająca się stagnacja w krajach Europy Zachodniej, 2) aprecjacja złotego, 3) wzrost kosztów energii i cen materiałów budowlanych, 4) niższe od oczekiwań nakłady na sieci energetyczne, 5) niższy niż oczekiwany popyt na mieszkania i potencjalna presja na ceny mieszkań. Zwracamy uwagę, że rezygnacja Pana Sławomira Winieckiego z zarządu może skutkować nawisem podaży akcji.

Wycena. Wyceniliśmy GKI metodami: DCF i porównawczą, otrzymując wartość w przedziale pomiędzy 3,8 zł - 5,7 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	958	1111	1103
EBITDA	48	92	86	98	89	107	106
EBIT	18	49	40	48	51	69	68
Zysk netto	13	9	2	-88	11	26	28
P/E (x)	16,7	16,6	112,2	-1,7	17,1	7,2	6,6
EV/EBITDA (x)	7,8	3,4	4,7	3,8	7,3	3,9	3,7
DY	0,3%	3,1%	2,6%	2,8%	2,0%	2,0%	2,0%

Źródło: dane Spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie, 2020-23 mnożniki obliczone w oparciu o średnią cenę akcji

Wycena, zł na akcję

3,8-5,7

Cena (PLN, 19 maja 2025)	2,47
Kapitalizacja (PLNmn)	190
Free float (%)	14.2
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, sprzedaży odzieży, działalności hotelarskiej, oraz najmu biurów.

Analitik

Adrian Kyrz

Analitik akcji

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

Fig. 1. Segment przemysłu: główne założenia

mln zł	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody ze sprzedaży	181.5	276.9	280.3	278.9	314.0	316.9	319.7
Zysk brutto na sprzedaży	43.3	65.2	69.8	73.5	72.2	72.9	73.5
Koszty ogólnego zarządu i sprzedaży	39.1	50.2	52.4	56.6	53.8	55.9	56.8
Zysk/strata ze sprzedaży	4.2	15.0	17.4	16.9	18.4	17.0	16.7
Amortyzacja	5.2	8.8	7.9	9.6	9.6	9.6	9.6
EBITDA	9.4	23.8	25.3	26.5	28.0	26.6	26.3

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 2. Segment hoteli: główne założenia

mln zł	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody ze sprzedaży	52.9	137.8	169.0	186.2	192.7	212.5	220.8
OCC	45.6%	66.7%	67.9%	69.6%	69.6%	69.6%	69.6%
Średnia cena sprzedanego pokoju netto	242.4	274.4	311.0	324.0	346.7	350.1	353.6
Przychód na dostępny pokój netto	110.5	183.0	211.2	225.5	241.3	243.7	246.1
Zysk brutto na sprzedaży	7.2	28.9	28.3	28.4	29.9	32.9	34.2
Koszty ogólnego zarządu i sprzedaży	7.7	10.2	14.7	16.0	16.5	17.8	17.8
Zysk/strata ze sprzedaży	-0.5	18.8	13.7	12.4	13.4	15.1	16.4
Amortyzacja	13.7	18.5	21.7	24.0	24.0	24.0	24.0
EBITDA	13.1	37.2	35.4	36.4	37.4	39.1	40.4

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 3. Segment automatyki: główne założenia

mln zł	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody ze sprzedaży	100.4	110.5	141.7	186.6	250.0	270.0	255.0
Zysk brutto na sprzedaży	11.8	14.4	21.6	33.2	41.8	43.2	40.8
Koszty ogólnego zarządu i sprzedaży	12.0	12.6	13.8	16.5	16.1	16.5	17.0
Zysk/strata ze sprzedaży	-0.2	1.7	7.8	16.7	25.6	26.7	23.8
Amortyzacja	2.6	3.1	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8
EBITDA	2.5	4.9	10.5	19.5	28.4	29.4	26.6

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 4. Segment budownictwa: główne założenia

mln zł	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody ze sprzedaży	129.9	250.4	146.0	164.6	180.0	198.0	203.9
Zysk brutto na sprzedaży	12.8	34.1	21.8	16.5	18.0	21.0	23.4
Koszty ogólnego zarządu i sprzedaży	13.9	16.8	17.4	18.0	21.3	22.1	22.5
Zysk/strata ze sprzedaży	-1.1	17.3	4.4	-1.6	-3.3	-1.1	0.9
Amortyzacja	0.1	0.5	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2
EBITDA	-1.0	17.8	5.3	-0.3	-2.1	0.1	2.1

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 5. Segment deweloperski: główne założenia

mln zł	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody ze sprzedaży	34.2	35.2	138.2	49.2	18.1	109.8	100.2
Liczba mieszkań przekazanych					29	186	162
Średnia cena mieszkania					623	590	619
Zysk brutto na sprzedaży	9.6	9.8	27.8	11.5	4.5	19.4	18.4
Koszty ogólnego zarządu i sprzedaży	2.8	3.5	4.3	5.1	5.1	5.1	5.1
Zysk/strata ze sprzedaży	6.8	6.2	23.5	6.4	-0.6	14.3	13.3
Amortyzacja	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDA	6.9	6.4	23.7	6.7	-0.3	14.6	13.6

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Wyniki kwartalne

Fig. 6. Kwartalne wyniki finansowe

mln zł	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
Sprzedaż	171.5	276.8	234.9	203.4	175.2	210.0	264.0	290.9	202.0	238.7	242.6	185.8
Przemysł	49.0	76.2	74.6	77.1	64.9	81.3	72.4	61.8	58.5	72.9	74.2	73.3
Najem	0.9	1.0	0.8	0.7	1.4	0.7	0.8	0.5	0.8	0.8	0.9	1.2
Hotel	18.7	36.5	43.2	39.4	33.4	45.4	46.2	43.9	35.4	48.7	51.5	50.6
Development	1.5	26.8	1.7	5.1	22.2	11.5	40.3	64.2	15.4	15.4	11.3	7.2
Budownictwo	53.2	81.8	73.8	41.6	23.3	20.3	48.5	53.9	43.2	40.3	41.6	39.5
Automatyka i elektroenergetyka	32.5	32.2	23.6	22.1	18.8	31.9	41.9	49.0	31.8	40.9	49.1	64.8
Sprzedaż detaliczna	15.3	22.6	17.0	17.4	11.1	18.9	13.9	17.7	16.8	18.8	16.1	-51.6
Zysk brutto na sprzedaży	23.8	45.7	42.6	44.3	23.7	47.9	38.9	46.0	20.7	39.9	40.4	42.8
Przemysł	12.3	14.7	19.1	19.0	15.4	24.8	12.1	17.6	13.9	18.4	20.2	21.1
Najem	0.7	0.7	0.0	1.0	0.7	0.2	0.6	0.2	0.4	0.4	0.1	0.9
Hotel	0.1	9.5	13.2	6.1	1.6	9.6	9.7	7.5	1.4	7.3	12.6	7.1
Development	0.8	7.2	-4.3	6.1	6.8	3.6	9.2	8.2	3.9	5.2	1.9	0.5
Budownictwo	6.3	5.4	9.9	12.6	3.1	3.6	6.5	8.6	3.4	5.2	3.5	4.4
Automatyka i elektroenergetyka	4.1	3.7	3.4	3.2	1.4	6.3	3.8	10.0	5.4	7.6	11.3	8.9
Sprzedaż detaliczna	-0.5	4.4	0.8	-3.2	-5.4	-0.2	-2.8	-6.1	-7.6	-4.1	-9.1	-0.2
Koszty sprzedaży	-13.4	-12.3	-14.6	-15.4	-15.0	-16.2	-18.2	-10.0	-16.4	-18.5	-18.1	-8.7
Koszty ogólnego zarządu	-12.3	-12.9	-11.3	-15.1	-14.7	-17.6	-11.5	-15.7	-18.9	-13.4	-15.3	-7.6
Zysk/strata ze sprzedaży	-1.9	20.6	16.8	13.8	-5.9	14.1	9.3	20.3	-14.6	8.0	7.0	8.1
Przemysł	0.3	3.1	6.3	5.2	1.7	7.8	-0.1	8.0	-1.2	6.2	5.4	6.5
Najem	0.1	0.2	-0.1	-0.2	-0.4	-0.8	-0.6	0.2	-0.6	-0.5	-1.1	-0.7
Hotel	-2.2	7.4	11.2	2.4	-1.4	6.0	6.7	2.3	-2.8	3.7	9.2	2.3
Development	0.0	5.7	-5.1	5.6	5.6	2.8	8.0	7.1	2.4	4.1	0.9	-1.0
Budownictwo	2.1	1.1	6.3	7.9	-1.0	-0.6	4.6	1.4	-1.7	1.4	-0.6	-0.6
Automatyka i elektroenergetyka	0.8	0.4	0.2	0.3	-2.5	2.4	0.7	7.2	1.4	3.6	7.4	4.3
Detal odzieżowy	-3.1	2.6	-2.1	-7.4	-8.0	-3.6	-10.1	-5.8	-12.1	-10.4	-14.2	-2.7
Pozostałe przychody operacyjne	1.5	-0.4	0.1	10.3	0.2	0.7	0.3	6.3	0.6	0.9	0.3	2.8
Pozostałe koszty operacyjne	-1.5	-1.9	0.7	-9.3	-0.3	-2.5	-0.1	-0.7	-0.5	-9.1	-1.6	6.5
Wynik na aktywach niefinansowych	-1.1	2.1	0.1	-0.6	0.1	-0.8	-0.4	1.2	-0.4	-2.1	-0.1	3.0
Zysk/strata z działalności operacyjnej	-3.0	20.3	17.7	14.2	-6.0	11.5	9.0	27.1	-15.0	-2.3	5.7	7.5
Przychody finansowe	0.8	-0.6	0.0	1.1	0.2	4.3	-2.0	3.4	0.2	-0.5	0.5	
Koszty finansowe	-5.8	-7.6	-6.4	-4.6	-5.7	-7.9	-6.5	-11.6	-7.2	-7.6	-8.6	
Wynik na inwestycjach	0.0	0.0	0.0	5.7	0.3	0.0	0.0	-0.8	0.8	0.0	0.0	
Zysk/strata brutto	-8.1	12.1	11.3	16.7	-11.0	7.4	0.4	18.8	-20.6	-10.3	-2.3	
Podatek dochodowy	-0.6	-1.0	-2.8	-9.0	-2.2	0.2	-2.9	-5.8	0.0	-2.6	-4.5	
Zysk/strata netto	-8.7	11.0	8.5	7.7	-13.1	7.6	-2.5	13.0	-20.5	-12.9	-6.8	
Zysk/strata netto udziałowców j. dom.	-9.0	8.7	5.8	3.5	-11.3	4.1	-1.5	10.4	-18.2	-12.9	-9.5	-47.5
Mniejszości	0.3	2.4	2.7	4.1	-1.8	3.5	-1.0	2.6	-2.3	-0.7	2.7	4.6
<i>Marża brutto na sprzedaży</i>	<i>13.9%</i>	<i>16.5%</i>	<i>18.2%</i>	<i>21.8%</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>23.0%</i>
<i>Marża EBIT</i>	<i>-1.8%</i>	<i>7.3%</i>	<i>7.5%</i>	<i>7.0%</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>4.0%</i>
<i>Marża netto</i>	<i>-5.2%</i>	<i>3.1%</i>	<i>2.5%</i>	<i>1.7%</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>-25.5%</i>

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Prognozy finansowe

Fig. 7. GK Immobile: Prognozy finansowe

mln zł	2025P			2026P			2027P		
	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Sprzedaż	958	1205	-20%	1111	1295	-14%	1103		
EBITDA	89	107	-17%	107	128	-16%	106		
EBIT	51	62	-18%	69	83	-17%	68		
Zysk netto	11	22	-51%	26	39	-34%	28		

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Wycena

Wyceniliśmy GKI dwoma metodami: metodą DCF oraz metodą porównawczą.

Fig. 8. GK Immobile: Podsumowanie wyceny

zł na akcję	Nowa	Poprzednia
DCF	3.8	2.9
Wycena porównawcza	5.7	4.9
Wycena całkowita w przedziale	3.8-5.7	2.9-4.9

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Wycena metodą DCF

Główne założenia wyceny metodą DCF:

- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych w okresie rezydualnym = 1.0%
- 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
- Jako bank ziemi przyjęto oszacowaną wartość gruntu na realizację przyszłych projektów mieszkaniowych w ramach realizowanych inwestycji

Fig. 9. GK Immobile: Wycena DCF

mln zł	2025P	2026P	2027P	2028P	Okres rezydualny
Sprzedaż	958	1111	1103	1067	1014
EBIT	51	69	68	70	57
Podatek	-10	-13	-13	-13	-11
NOPAT	41	56	55	56	46
Amortyzacja*	18	18	18	18	18
Zmiany w kapitale obrotowym	-33	-7	0	0	
CAPEX	-18	-18	-18	-18	-18
Wolne przepływy pieniężne	8	49	56	56	46
Koszt kapitału					
Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych w okresie 2026P-28P	161				
Wzrost rezydualny	1.0%				
Wartość rezydualna	483				
Wartość bieżąca wartości rezydualnej (koniec 2025P)	394				
EV	555				
Dług netto (2025P)	377				
Dług netto oczyszczony o leasing (MSSF16)	209				
Dywidenda (2025P)	4				
Bank ziemi	54				
Udział akcjonariuszy mniejszościowych	122				
Wartość kapitału własnego na 2025P	283				
Liczba akcji (mln)	75.4				
Wartość kapitału własnego na akcję na 2025P (PLN)	3.8				

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

Wycena porównawcza

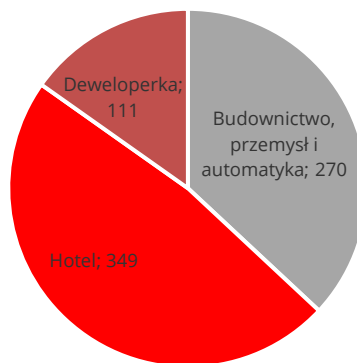
Spółkę GK Immobile wyceniliśmy metodą porównawczą. Poszczególne segmenty działalności wyceniliśmy osobno wykorzystując mnożniki zysków (EV/EBITDA) spółek porównywalnych.

Fig. 10. Wycena porównawcza: podsumowanie

mln zł	EV			
Segment	2025P	2026P	2027P	2025P-27P avg.
Budownictwo, przemysł i automatyka	277	274	259	270
Hotel	344	338	365	349
Deweloperka		117	105	111
Razem EV:		729	729	
Dług netto		327	269	
Kapitał własny		402	460	
Kapitał własny: średnia		431		
Liczba akcji (mln)		75.4		
Kapitał własny na akcję (zł)		5.7		

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie, mnożniki spółek porównywalnych na 16 maja 2025 r.

Fig. 11. Enterprise Value – rozbieżność segmentowa (mln zł)



Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 12. Wycena segmentów: budownictwo, przemysł oraz automatyka

Spółka	EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P
Bilfinger	6.5	5.9	5.5
Eiffage	5.8	5.6	5.5
Ferrovial	26.5	24.2	22.2
Skanska	9.0	8.3	8.2
Strabag	4.7	4.5	n.a.
Vinci	7.4	7.1	6.8
Sacyr	7.5	7.1	6.9
PEAB	8.9	8.2	7.8
ACS	5.9	5.6	5.2
AF GRUPPEN	7.9	7.2	6.9
Hochtief	6.8	6.4	6.1
Mediana	7.4	7.1	6.9
EBITDA: Budownictwo przemysł i automatyka (mln zł)*	37.4	38.7	37.7
EV (mln zł)	277	274	259

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

Fig. 13. Wycena segmentu hotelowego

Spółka	EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P
Melia	7.3	7.1	6.9
Accor	12.0	11.0	10.0
NH Hotel Group	7.5	7.5	
Intercontinental Hotels	16.3	15.2	14.0
WhitBread	9.2	8.7	8.1
Mediana	9.2	8.7	9.1
EBITDA: Hotel (mln zł)	37.4	39.1	40.4
EV (mln zł)	344	338	365

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 14. Wycena segmentu deweloperskiego

Spółka	EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P
KAUFMAN & BROAD SA	3.2	2.9	2.7
INSTONE REAL ESTATE GROUP AG	7.7	5.8	5.2
NEINOR HOMES SA	11.4	11.4	11.0
BARRATT DEVELOPMENTS PLC	n.a.	n.a.	n.a.
BELLWAY PLC	11.0	9.6	8.1
METROVACESA	25.1	23.2	22.1
AEDAS	10.7	10.7	10.1
NEXITY GROUP	9.1	7.2	5.9
BERKELEY	8.2	8.0	7.7
PERSIMMON	8.9	7.8	6.6
Dom Development	7.5	7.1	6.8
Atal	9.5	7.1	7.7
Mediana	9.1	7.8	7.7
EBITDA: Deweloperka (mln zł)	-0.3	14.6	13.6
EV (mln zł)		117	105

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Prognoza wyników finansowych

Fig. 15. GK Immobile: Rachunek zysków i strat

mln zł	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Sprzedaż	346	419	532	576	887	940	869	958	1111	1103
Przemysł	160	176	158	182	277	280	279	314	317	320
Najem	8	4	2	3	3	3	4	4	4	4
Hotel	53	65	31	53	138	169	186	193	212	221
Development	48	5	66	34	35	138	49	18	110	100
Budownictwo	77	94	185	130	250	146	165	180	198	204
Automatyka i elektroenergetyka	0	74	91	100	111	142	187	250	270	255
Handel detaliczny	0	0	0	74	72	62	0	0	0	0
Zysk brutto na sprzedaży	78	84	91	108	156	157	165	168	191	192
Przemysł	0	0	41	43	65	70	73	72	73	74
Najem	0	0	2	2	2	2	2	2	2	2
Hotel	0	0	-4	7	29	28	28	30	33	34
Development	0	0	11	10	10	28	11	5	19	18
Budownictwo	0	0	30	13	34	22	16	18	21	23
Automatyka i elektroenergetyka	0	0	12	12	14	22	33	42	43	41
Handel detaliczny	0	0	0	18	2	-15	0	0	0	0
Pozostałe przychody operacyjne netto	-3	-7	-2	3	0	3	0	0	0	0
EBITDA	30	28	36	48	92	86	98	89	107	106
EBIT	21	11	15	18	49	40	48	51	69	68
Przychody finansowe netto	-7	-6	-10	-1	-13	-23	-26	-26	-23	-20
Zysk brutto	15	5	6	17	32	17	22	25	46	49
Podatek	-6	-4	-3	-1	-13	-11	-10	-5	-9	-9
Mniejszości	2	3	6	3	10	3	4	9	11	11
Zysk netto	6	-2	-3	13	9	2	-88	11	26	28

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 16. GK Immobile: Marże

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Marża brutto	22.4%	20.2%	17.0%	18.7%	17.6%	16.7%	19.0%	17.6%	17.2%	17.4%
marża EBITDA	8.5%	6.6%	6.8%	8.3%	10.4%	9.1%	11.3%	9.2%	9.6%	9.6%
marża EBIT	6.1%	2.5%	2.9%	3.1%	5.5%	4.3%	5.6%	5.3%	6.2%	6.2%
marża netto	1.9%	-0.5%	-0.6%	2.2%	1.0%	0.2%	-10.1%	1.1%	2.3%	2.6%

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 17. GK Immobile: Bilans

mln zł	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Aktywa krótkoterminowe	144	266	239	381	444	392	381	387	431	457
Aktywa trwałe	279	405	409	527	560	569	505	482	459	436
Aktywa razem	423	671	648	908	1004	960	885	868	890	892
Zobowiązania krótkoterminowe	134	259	210	357	417	410	423	429	449	448
Dług odsetkowy	60	172	174	269	282	253	256	222	189	158
Zobowiązania długoterminowe	77	197	204	307	322	289	294	259	227	195
Dług odsetkowy	60	93	64	102	132	178	149	171	171	171
Kapitał własny	189	195	192	198	213	208	113	120	142	167
Zobowiązania razem	423	671	648	908	1004	960	885	868	890	892
Dług netto	99	227	224	324	359	401	383	584	327	269

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 18. GK Immobile: Rachunek przepływów pieniężnych

mln zł	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
CF z działalności operacyjnej	44	34	41	23	67	92	48	51	91	98
CF z działalności inwestycyjnej	-9	-59	-6	-19	-18	-34	-9	-15	-15	-15
CF z działalności finansowej	-25	26	-42	9	-41	-63	-47	-42	-59	-56
Dywidendy	-8	-7	-3	-1	-5	-5	-4	-4	-4	-4
Zmiana w poziomie gotówki	10	1	-7	13	8	-5	-8	-6	17	27

Źródło: Dane spółki, 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, *Menadżer Zespołu Analiz Giełdowych*
Banki, Ubezpieczyciele, Strategia

Paweł Puchalski, CFA
Telekomunikacja, Sektor Energetyczny, Sektor Wydobywczy

Adrian Kyrz, *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 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: **Atrem SA, GK Immobile 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**.

Santander Biuro Maklerskie jest stroną umowy o świadczenie usług polegających na sporządzaniu i publikacji rekomendacji z: **Atrem SA, GK Immobile 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 należyta 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 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-roczych 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 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.

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.

©2025 Santander Bank Polska. Wszelkie prawa zastrzeżone