

PJP Makrum – inicjacja

Raport przygotowany na podstawie umowy zawartej z Emitentem, za wynagrodzeniem

Reuters: PJP.WA Bloomberg: PJP PW

CEE Equity Research

Budownictwo/Przemysł, Poland

16 sierpnia 2023, 08:05 CET

Ekspozycja na rosnące wydatki e-commerce

Wycena metodą DCF i porównawczą, w przedziale od 24,9 zł do 30,6 zł na akcję PJP Makrum prowadzi działalność w obszarze budownictwa kubaturowego oraz systemów przeładunkowych. Rok 2022 był wyjątkowo dobry dla spółki, a zysk netto osiągnął rekordowy poziom. 2023P może okazać się trudniejszy w związku ze spadkiem popytu na usługi budowlane, w tym budowę centrów magazynowych, jednak szacujemy, że rosnące wydatki na e-commerce oraz potencjalne odbicie w aktywności gospodarczej pozwolą PJP na partycypację w rozbudowie baz magazynowych czy też inwestycji biurowych/mieszkańowych oraz wzrost wyników począwszy od 2024P. Wyceniliśmy spółkę metodą DCF oraz porównawczą (spółki GPW i zagraniczne). Nie przypisaliliśmy do nich żadnych wag, ale wycenę prezentujemy w przedziale od 24,9 zł, do 30,6 zł na akcję.

Profil działalności. PJP Makrum to spółka oferująca usługi w zakresie: 1) budowy obiektów przemysłowych i kubaturowych, 2) produkcji i montażu systemów przeładunkowych, 3) produkcji systemów parkingowych, 4) produkcji maszyn kruszących oraz 5) handlu wyposażeniem systemów magazynowych. Ponad 66% przychodów ze sprzedaży pochodzi z eksportu, a 34% z działalności w Polsce. Przychody z budownictwa realizowane są głównie na terytorium Polski. Eksport obejmuje przede wszystkim sprzedaż systemów przeładunkowych. Głównym rynkiem eksportowym są Niemcy.

Wyniki 2022 roku i 1 poł. 2023. Spółka istotnie poprawiła wyniki finansowe w 2022 r. Przychody ze sprzedaży wzrosły o 70% r/r, a zysk netto wyniósł 28,6 mln zł w porównaniu z niespełna 2 mln zł zysku w roku 2021. Wyniki 1 poł. 2023 sugerują, że rok 2023 może okazać się gorszy od 2022 r. Zysk netto w 1 kw. 2023 r. wyniósł 1,1 mln zł w porównaniu z 2,2 mln zł w 1 kw. 2022 r. Z kolei wstępne przychody za 1 poł. 2023 r. okazały się 27% gorsze r/r.

Czynniki wzrostu: Prognozujemy spadek przychodów r/r w roku 2023P, podyktowany spadkiem aktywności inwestycyjnej na polskim i europejskim rynku budowlanym, w tym wstrzymaniem wielu projektów budownictwa biurowego czy też przemysłowego. Na pogorszenie sprzedaży ma także wpływ niższy r/r kurs EUR/PLN. Szacujemy jednocześnie, że PJP powróci do ścieżki wzrostu wyników począwszy od roku 2024P w związku z oczekiwanym spadkiem stóp procentowych, który powinien poprawić IRR projektów inwestycyjnych, a tym samym zwiększyć popyt na obiekty budownictwa kubaturowego/przemysłowego. W dłuższym terminie motorem wzrostu wyników powinny być naszym zdaniem: 1) rosnące wydatki na e-commerce wspierające budowę/rozbudowę baz magazynowych, 2) solidne fundamenty segmentu magazynowego, 3) nearshoring/reshoring, 4) odbicie aktywności gospodarczej, 5) synergie produktowe, oraz 6) ekspansja geograficzna.

Czynniki ryzyka: 1) Zmiany cen wyrobów stalowych, 2) aprecjacja złota, 3) wzrost kosztów energii, 4) cyklicznie niski poziom inwestycji, 5) spowolnienie w segmencie mieszkaniowym.

Wycena. Wyceniliśmy PJP Makrum dwoma metodami: DCF oraz porównawczą, porównując spółkę do polskich i zagranicznych firm budowlanych, otrzymując przedział wyceny od 24,9 zł do 30,6 zł na akcję. W wycenie DCF uwzględniliśmy wartość aktywów nieoperacyjnych – gruntów – które naszym zdaniem mogą zostać sprzedane pod budowę budynków mieszkalnych. Nasze prognozy implikują wskaźnik P/E na średnim poziomie ok. 5x-6x w latach 2023P-26P, co oferuje dyskonto do notowanych spółek porównywalnych. Zakładamy, że PJP Makrum pozostanie spółką dywidendową. Prognozujemy ok. 1,7-3,9% DY.

PJP Makrum: Podsumowanie finansowe (rok do grudnia)

PLNmIn	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Sales	272	342	312	532	497	539	566
EBITDA	12	27	8	43	26	30	31
EBIT	8	22	2	35	18	22	23
Zysk netto	6	15	2	29	13	15	17
P/E (x)	19,4	5,9	52,6	1,9	6,1	5,0	4,5
EV/EBITDA (x)	10,6	4,3	16,4	1,6	3,3	2,9	2,6
DY	3,3%	4,1%	2,1%	0,0%	3,9%	1,7%	2,1%

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

Wycena (DCF, porównawcza) zł/akcję

24,9 – 30,6

Cena (PLN, 11 sierpnia 2023)	12,9
Kapitalizacja (mln zł)	77
Free float (%)	34
Liczba akcji (mn)	6,0
Średni dzienny obrót 3M (mln)	0,1

Główni akcjonariusze

% głosów

Grupa Kapitałowa Immobile	65,7
---------------------------	------

Źródło: www.gpw.pl

Opis działalności Spółki

PJP Makrum jest spółką wchodzącą w skład grupy kapitałowej GK Immobile. PJP Makrum świadczy przede wszystkim usługi w zakresie budownictwa, produkcji i montażu systemów przeładunkowych, systemów parkingowych, a także wyposażenia magazynów.

Analitik

Adrian Kyrzcz

Analitik akcji

+48 22 586 81 59

Adrian.Kyrzcz@santander.pl

Profil działalności i model biznesowy

PJP Makrum to spółka świadcząca usługi w ponad 30 krajach, na 3 kontynentach. Początkowo PJP Makrum specjalizowała się w projektowaniu i budowie obiektów budownictwa przemysłowego. W 2016 roku spółka znalazła się w strukturze grupy kapitałowej GK Immobile, wzbogacając swoją ofertę o systemy parkingowe oraz maszyny krusząco-mielące.

Obecnie, działalność PJP Makrum obejmuje kilka segmentów:

Systemy przeładunkowe

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

Fig. 1. PJP Makrum: Systemy przeładunkowe



Źródło: Spółka

Działalność produkcyjna PJP Makrum skoncentrowana jest w głównym zakładzie w Koronowie. Nowoczesny park maszynowy pozwala na dużą automatyzację i kompleksowość produkcji. W latach 2018-2019 przeprowadzone zostały prace modernizacyjne, w celu znaczącego zwiększenia mocy produkcyjnych zakładu. Szacujemy, że jego aktualne moce produkcyjne pozwalają na dalsze zwiększanie wielkości produkcji. Produkt kierowany jest głównie na rynki eksportowe, a największym rynkiem zbytu jest rynek niemiecki.

Fig. 2. PJP Makrum: Zakład produkcyjny



Źródło: Spółka

Systemy parkingowe

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

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

Fig. 3. PJP Makrum: Systemy parkingowe



Źródło: Spółka

Maszyny krusząco-mielące

Trzecia dziedzina, w której specjalizuje się PJP Makrum to produkcja maszyn krusząco-mielących, tradycyjnego produktu marki MAKRUM. PJP Makrum jest producentem maszyn i urządzeń dla przemysłu wydobywczego, chemicznego, cementowego i papierniczego. W tym zakresie, działalność opiera się na 150 latach doświadczenia marki Makrum w produkcji maszyn. Flagowymi produktami spod szyldu marki są funkcjonujące na całym świecie kruszarki, młyny i suszarnie. Spółka wykonała dotychczas ponad 30 tysięcy urządzeń obejmujących oprócz tradycyjnych maszyn, różnego rodzaju podajniki, przesiewacze i inne urządzenia używane w procesie wytwórczym wielu przedsiębiorstw produkcyjnych.

Fig. 4. PJP Makrum: Przykład maszyny Makrum



Źródło: Spółka

Wyposażenie magazynów

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

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

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

Fig. 5. PJP Makrum: System magazynowy



Źródło: Spółka

Budownictwo przemysłowe

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

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

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

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

Fig. 6. PJP Makrum: Przykładowe realizacje



Źródło: Spółka

Sprzedaż

Przychody ze sprzedaży PJP Makrum generowane są przede wszystkim w dwóch segmentach działalności: systemach przeładunkowych, które odpowiadały za ok. 53% sprzedaży w 2022 r., oraz budownictwie przemysłowym, które stanowiło ok. 47% sprzedaży.

Około 60% przychodów ze sprzedaży pochodziło z eksportu, a jedynie 40% z działalności w Polsce. Przychody z budownictwa realizowane są głównie na terytorium Polski. Eksport obejmuje przede wszystkim sprzedaż systemów przeładunkowych.

Głównym rynkiem eksportowym są Niemcy. W celu ograniczenia ryzyka walutowego PJP stosuje zabezpieczenia ekspozycji walutowej, w postaci hedgingu naturalnego (część komponentów kupowanych w EUR) oraz transakcji zabezpieczających typu forward.

Fig. 7. PJP Makrum: Struktura produktowa sprzedaży

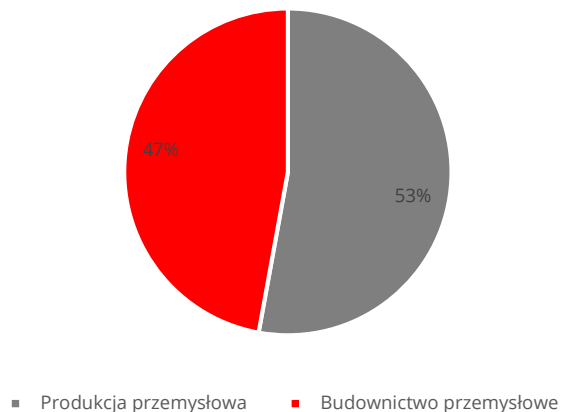
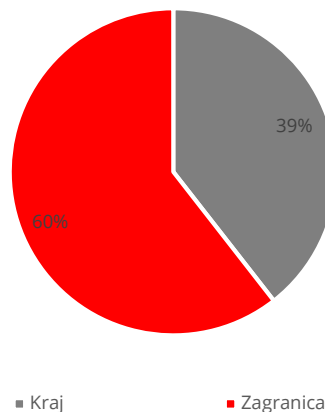


Fig. 8. PJP Makrum: Struktura geograficzna sprzedaży



Źródło: Spółka, dane za 2022

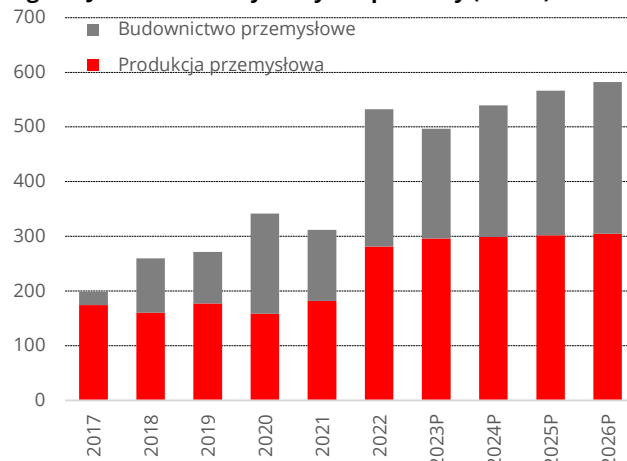
Źródło: Spółka, dane za 2022

W latach 2018-2020 PJP poprawiała przychody ze sprzedaży z CAGR na poziomie 20%, co podyktowane było wzrostem sprzedaży segmentu budownictwa przemysłowego oraz lekką tendencją spadkową sprzedaży w segmencie produkcji przemysłowej. Do roku 2018 w strukturach spółki funkcjonowały dwa oddziały budownictwa: w Poznaniu oraz w Bydgoszczy, a od roku 2019 funkcjonowały dwa dodatkowe oddziały w Warszawie i Wrocławiu. Nowe oddziały pozwoliły na świadczenie usług na obszarze całego kraju, a dzięki temu lepszą penetracją rynku, w tym synergii przychodowej oraz kosztowej. Sprzedaż w obszarze produkcji przemysłowej w latach 2018-2020 wykazywała lekką tendencję spadkową. W roku 2020 spadek sprzedaży wynikał z

pandemii COVID-19, która spowodowała przesunięcia dostaw/montaży produktów PJP.

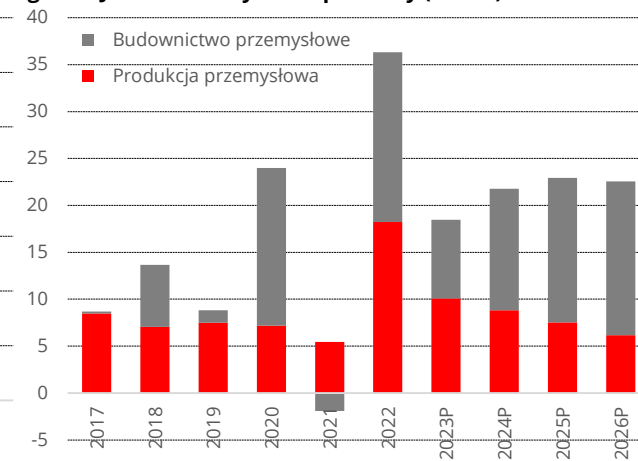
W roku 2021 nastąpił spadek przychodów ze sprzedaży r/r, głównie wynikający ze spadku przychodów z segmentu budowlanego, co podyktowane było głównie ograniczeniem inwestycji klientów w okresie pandemii COVID-19.

Fig. 9. PJP Makrum: Przychody ze sprzedaży (mln zł)



Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 10. PJP Makrum: Zys ze sprzedaży (mln zł)



Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Rok 2022 był wyjątkowo udany dla PJP Makrum. Spółka ogłosiła rekordową sprzedaż na poziomie 532,4 mln zł, co było wynikiem ok. 70% wyższym r/r, z czego segment przemysłowy wygenerował ok. 53% wzrost sprzedaży r/r, a wzrost w segmencie budowlanym wyniósł 93% r/r. Uważamy, że mocna sprzedaż wynikała z wysokiego portfela zamówień w Polsce wspieranego lepszą penetracją rynku, a także wysokimi zamówieniami eksportowymi głównie na systemy przeładunkowe. Wysoka sprzedaż mogła być także efektem kumulacji popytu na produkty spółki po okresie lockdown-u związanego z pandemią COVID-19, w którym wiele inwestycji zostało wstrzymanych.

Rok 2023 może okazać się trudniejszy dla PJP. Prognozujemy spadek przychodów ze sprzedaży r/r, w związku z oczekiwanym spadkiem aktywności inwestycyjnej na polskim i europejskim rynku, w tym wstrzymaniem wielu projektów budownictwa biurowego czy też przemysłowego, co podyktowane jest relatywnie wysokim poziomem stóp procentowych oraz obawami o spowolnienie gospodarcze. Dodatkowo, znaczenie będzie miał efekt wysokiej bazy wynikowej roku 2022. Na koniec, wzrost kosztów energii elektrycznej oraz surowców w 2022 r. stanowi czynnik, który może rzutować na tegoroczną rentowność.

Szacujemy jednocześnie, że spółka powróci do ścieżki wzrostu przychodów ze sprzedaży począwszy od roku 2024P, w związku z:

- oczekiwanym spadkiem stóp procentowych, który powinien poprawić IRR projektów inwestycyjnych, a tym samym zwiększyć popyt na obiekty budownictwa kubaturowego/przemysłowego;
- postępującym nearshoringiem, obejmującym realokację zakładów produkcyjnych do Europy z krajów azjatyckich;
- wolnymi mocami produkcyjnymi zakładu produkcyjnego umożliwiającymi wzrost wolumenu produkcji systemów przeładunkowych (szacujemy potencjał wzrostu produkcji o ok. 30%);
- synergiami geograficznymi oraz produktowymi.

Więcej o potencjalnych czynnikach wzrostu piszemy w dalszej części raportu.

Zyski/marże

Zyski PJP Makrum w latach 2018-2021 charakteryzowały się dość dużą zmiennością podyktowaną zmianami w poziomie sprzedaży i rentowności prowadzonej działalności. W roku 2020 spółka osiągnęła solidny zysk netto na poziomie blisko 15 mln zł przy rekordowym poziomie przychodów ze sprzedaży. Następnie, w roku 2021 zysk spadł do niespełna 2 mln, przy spadku sprzedaży. Średni poziom zysku netto za lata 2018-21 wyniósł 8,8 mln zł. Poziom marż wykazywał lekką tendencję spadkową.

W roku 2022 zysk netto osiągnął rekordowy poziom ponad 28 mln zł, co było możliwe dzięki rekordowej sprzedaży.

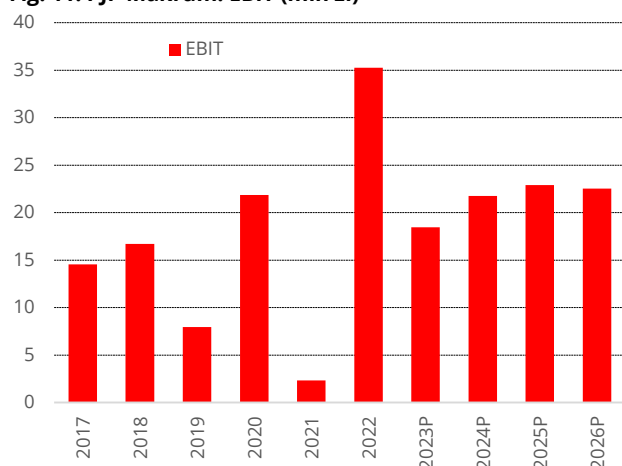
Poziom zyskowności w latach ubiegłych był obciążony stratami ze sprzedaży aktywów niefinansowych, głównie nieruchomości. W latach 2019-21 łączna strata wyniosła 6 mln zł, a w 2022 wyniosła 0,2 mln zł.

W okresie prognozy w latach 2023P-2026P zakładamy stabilizację marży EBITDA oraz marży netto na poziomie poniżej średniej z lat 2018-2022, aby odzwierciedlić ryzyko wzrostu poziomu kosztów (m.in. energia elektryczna, koszty wynagrodzeń, materiały budowlane, stali), które spółka może nie w pełni przerzucić na klientów w związku z silną konkurencją na rynkach na których działa. Zwracamy uwagę na fakt, że firmy działające na rynku budownictwa kubaturowego w Polsce mogą w tym roku prowadzić dość agresywną politykę cenową w celu uzupełnienia portfeli zamówień, co może negatywnie rzutować na poziom marży w okresie, w którym kontrakty będą realizowane, tzn. w roku 2023P i 2024P. PJP Makrum koncentruje się na pozyskiwaniu rentownych kontraktów, jednak otoczenie rynkowe może determinować presję na poziom cen za usługi budowlane (zwracamy uwagę na słabnącą dynamikę wzrostu cen produkcji budowlano-montażowej w ostatnich miesiącach wg. danych GUS).

Z kolei w segmencie produkcji systemów przeładunkowych zakładamy potencjalne ryzyka związane z silną konkurencją na rynkach zagranicznych ze strony dużych grup międzynarodowych zoptymalizowanych kosztowo i korzystających z efektów skali. Uważamy także, że wzrost skali działalności PJP Makrum może być okupiony niższą rentownością.

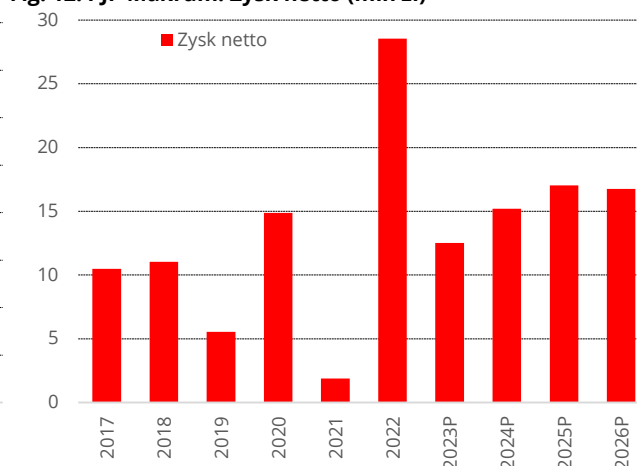
Podsumowując, nasza prognoza zakłada spadek zysku netto r/r w roku 2023P, a następnie sukcesywny wzrost poziomu zysku netto.

Fig. 11. PJP Makrum: EBIT (mln zł)



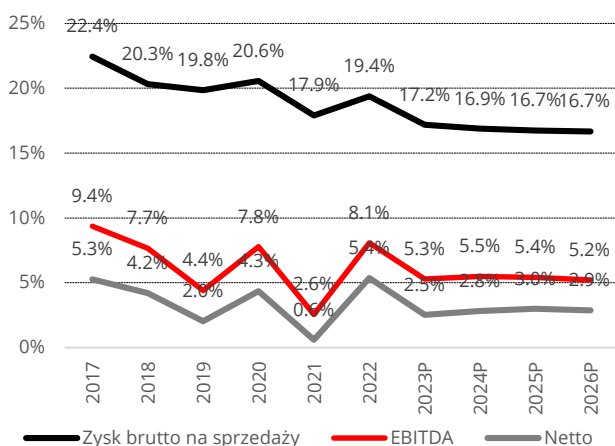
Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 12. PJP Makrum: Zysk netto (mln zł)



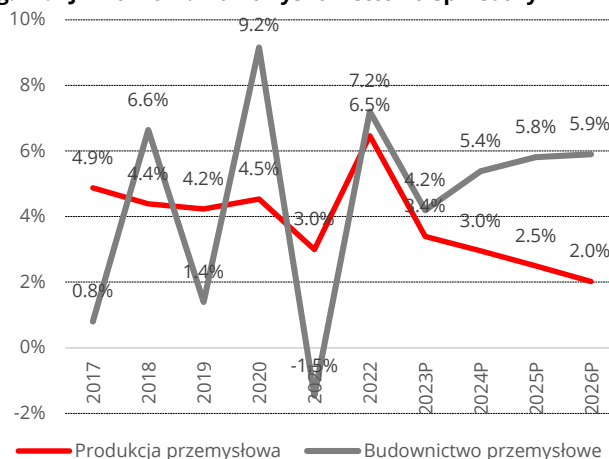
Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 13. PJP Makrum: Marże



Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 14. PJP Makrum: Marża zysku netto na sprzedaży



Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

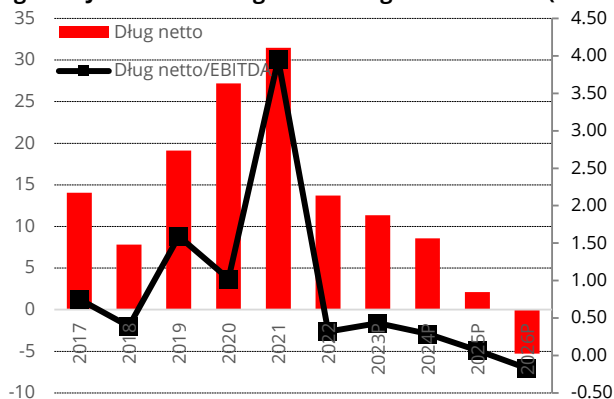
Przepływy pieniężne/zadłużenie

Spółka w ostatnich kilku latach generowała dodatnie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej. W latach 2018-21, przepływy operacyjne w każdym roku przekraczały poziom EBITDA, co wydaje się bardzo dobrym osiągnięciem. Wsparciem dla przepływów gotówkowych były transakcje sprzedaży aktywów nieoperacyjnych – nieruchomości, co może stanowić źródło gotówki także w latach kolejnych. W roku 2022, przepływy operacyjne pozostały dodatnie, jednak istotnie poniżej EBITDA.

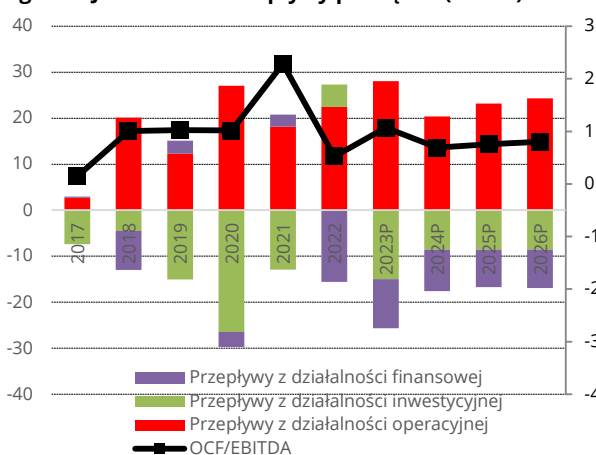
Wydatki inwestycyjne PJP charakteryzowały się dużą zmiennością. W roku 2020 poziom wydatków inwestycyjnych uległ istotnemu zwiększeniu, w związku z realizacją rozbudowy zakładu produkcyjnego (systemy przeładunkowe). Szacujemy że poziom mocy produkcyjnych uległ podwojeniu z ok. 6,7 tys. jednostek rocznie do około 13 tys. jednostek. Szacujemy, że w roku 2022 obłożenie mocy produkcyjnych wyniosło ok. 70%, tak więc obecne moce produkcyjne zakładu produkcyjnego pozwalają na zwiększenie produkcji.

Spółka w ostatnich latach wykazywała umiarkowany poziom zadłużenia netto. Wskaźnik zadłużenia netto do EBITDA oscylował w latach 2017-20 poniżej 1,6x, co uznajemy za poziom bezpieczny. W roku 2021 wskaźnik wzrósł do ponad 4x, co związane było przede wszystkim z obniżeniem rentowności spółki. W roku 2023P prognozujemy generowanie gotówki pozwalającej na obniżenie poziomu zadłużenia netto, co wskazuje na potencjał PJP do ewentualnych dalszych inwestycji czy też przejęć.

Fig. 15. PJP Makrum: Dług netto i dług netto/EBITDA (mln zł) Fig. 16. PJP Makrum: Przepływy pieniężne (mln zł)



Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

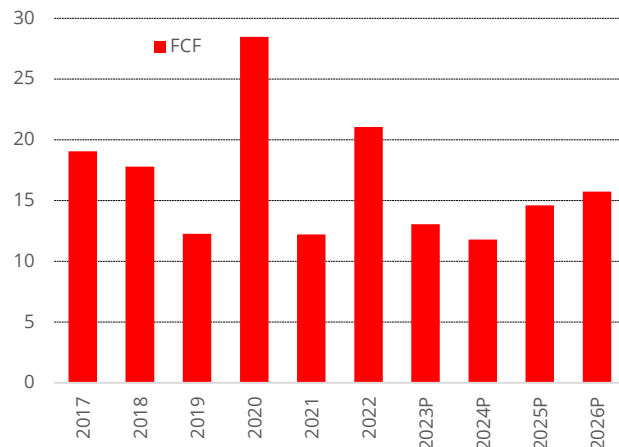


Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Dywidenda

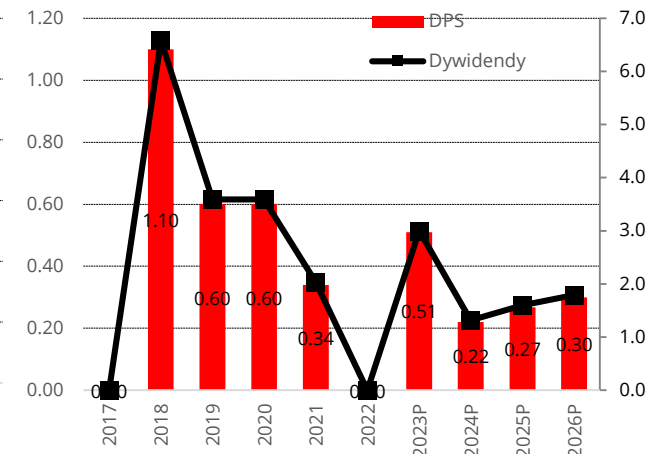
PJP Makrum w latach 2018-21 wypłacała dywidendę. W 2021 DPS wyniósł 0,34 zł. W roku 2022 spółka nie wypłaciła dywidendy, a w roku 2023 DPS wynosi 0,51 zł. Zakładamy płaski wskaźnik wypłaty dywidendy (jako % zysku netto) w latach kolejnych.

Fig. 17. PJP Makrum: Wolne przepływy pieniężne (mln zł)



Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 18. PJP Makrum: Dywidenda (mln zł) i DPS (lewa skala, zł)



Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Wyniki 1 poł 2023 r.

Wyniki PJP Makrum 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 i wpisują się w nasze całoroczne prognozy.

Fig. 19. PJP Makrum: Kwartalne wyniki finansowe

mln zł	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P
Sprzedaż	57,1	65,9	83,7	105,4	106,6	156,3	149,8	119,7	88,8	103,1
Produkcja przemysłowa	37,5	43,9	43,5	57,0	53,0	74,9	76,0	77,6	65,3	82,5
Budownictwo przemysłowe	19,6	22,0	40,2	48,5	53,5	81,5	73,8	42,1	23,5	20,6
Zysk brutto	12,3	13,3	12,6	17,8	19,4	19,8	28,5	35,5	18,9	
Produkcja przemysłowa	10,5	11,7	7,4	13,5	12,9	14,5	18,6	21,3	15,5	
Budownictwo przemysłowe	1,7	1,6	5,2	4,3	6,4	5,2	9,9	14,2	3,4	
EBITDA	0,7	0,2	1,8	5,3	4,9	5,5	13,7	18,9	3,4	
Marża EBITDA	1,3%	0,3%	2,1%	5,0%	4,6%	3,5%	9,2%	15,8%	3,9%	
EBIT	-0,5	-1,1	0,4	3,5	3,0	3,7	12,1	16,5	1,4	
Marża EBIT	-0,8%	-1,6%	0,4%	3,3%	2,8%	2,3%	8,0%	13,8%	1,6%	
Zysk netto	-0,5	-0,9	-0,7	3,9	2,2	3,4	9,2	13,7	1,1	
Marża zysku netto	-0,8%	-1,3%	-0,8%	3,7%	2,1%	2,2%	6,1%	11,5%	1,2%	
Marża brutto	21,5%	20,1%	15,0%	16,9%	18,2%	12,6%	19,1%	29,6%	21,3%	
Produkcja przemysłowa	28,1%	26,6%	17,0%	23,7%	24,4%	19,4%	24,5%	27,5%	23,7%	
Budownictwo przemysłowe	8,9%	7,1%	12,9%	8,9%	12,0%	6,4%	13,4%	33,6%	14,5%	

Źródło: Spółka

Czynniki wzrostu

Poniżej przedstawiamy potencjalne czynniki, które naszym zdaniem mogą determinować wyniki PJP Makrum w kolejnych latach.

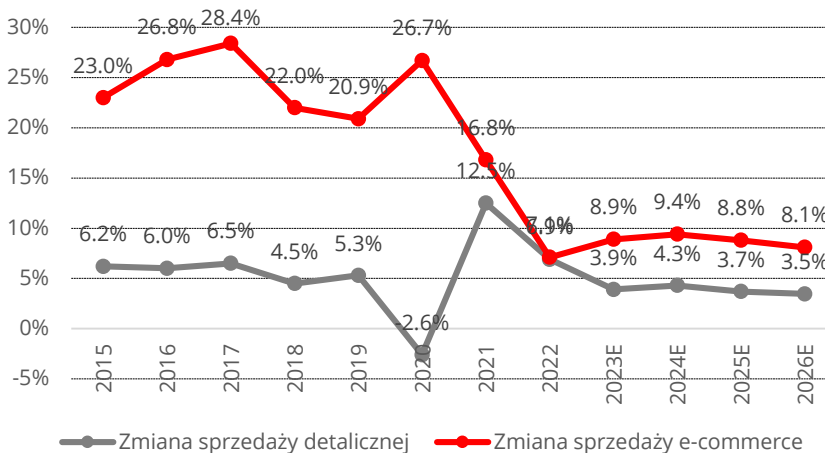
Rosnące wydatki na e-commerce motorem wzrostu powierzchni magazynowej

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

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

W najbliższych latach prognozuje się (na podstawie danych eMarketer) istotne spowolnienie dynamiki sprzedaży e-commerce, jednak średni roczny wzrost na poziomie ponad 8% powinien blisko dwukrotnie przekraczać dynamikę wzrostu łącznej sprzedaży detalicznej.

Fig. 20. Sprzedaż detaliczna i e-commerce globalnie (r/r)



Źródło: eMarketer, grudzień 2022

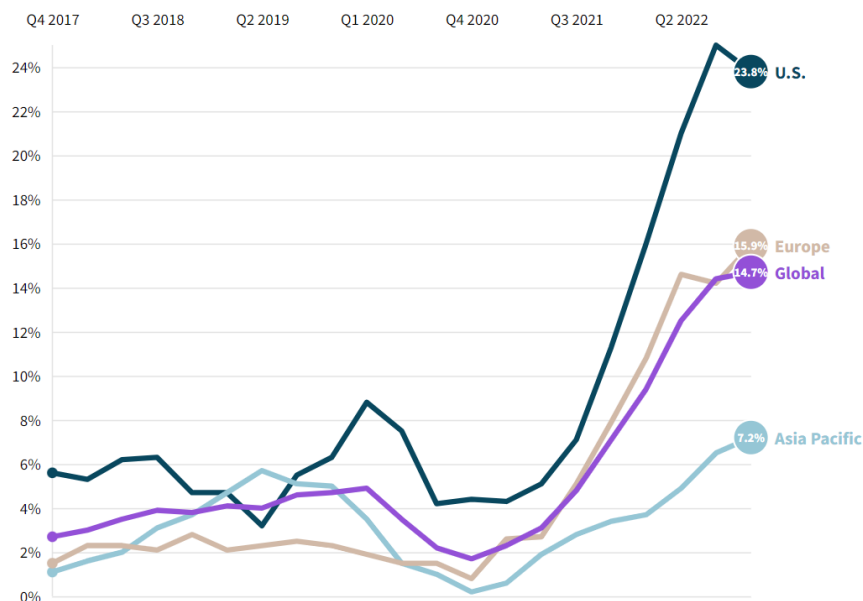
Fundamenty segmentu magazynowego są silne

Podstawowe parametry ekonomiczne charakteryzujące sytuację w segmencie nieruchomości magazynowych wydają się dość dobre. W Europie, w 2022 r. ograniczenia w podaży powierzchni magazynowej, a z drugiej strony popyt wspierany strukturalnymi trendami, spowodowały utrzymanie wskaźnika pustostanów poniżej 4% oraz wzrost czynszów najmu o 15,9% r/r. Popyt wspierany jest post-pandemicznym odbiciem sprzedaży detalicznej w tym zmianą nawyków zakupowych, a także nearshoringiem. Podaż z kolei, jest ograniczona z uwagi na wysokie koszty finansowania, rosnący niedobór gruntów inwestycyjnych oraz rosnące koszty budowy.

Od końca 2021 r popyt na powierzchnię magazynową jednak spowalnia. JLL prognozuje, że w 2023 r. spowolnienie w popycie na powierzchnię magazynową będzie kontynuowane, jednakże poziom popytu powinien utrzymać się powyżej 5-letniej średniej. W dłuższym terminie, JLL prognozuje utrzymanie nierównowagi popytowej pomimo rosnącego wolumenu nowych projektów magazynowych w krótkim terminie.

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

Fig. 21. Zmiana czynszu najmu powierzchni magazynowej (y/y)



Source: JLL, February 2023

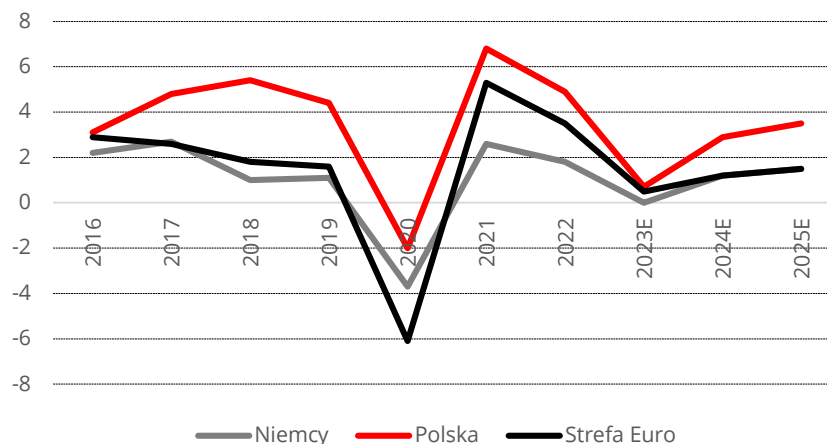
Nearshoring/reshoring – rozwój segmentu logistycznego

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

Odbicie aktywności gospodarczej

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

Fig. 22. Dynamika PKB (r/r)



Źródło: Bloomberg

Zwiększenie mocy produkcyjnych

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

Sektor budowlany w Polsce z nadziejami na odbicie

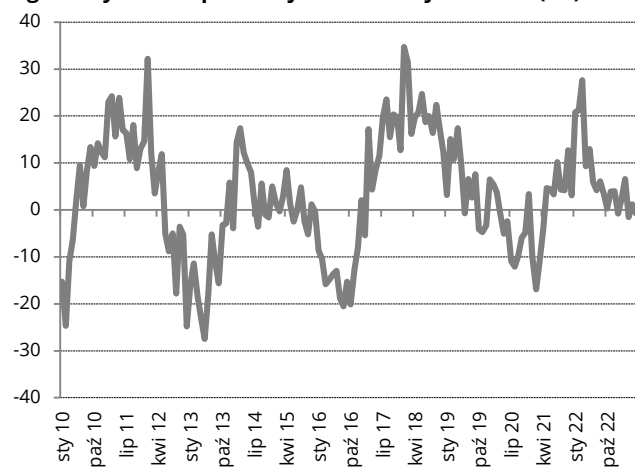
Dynamika produkcji budowlanej w Polsce istotnie spowolniła w 2022 r. Inwestorzy wstrzymywali inwestycje w związku z wysokimi kosztami finansowania (stopy procentowe), rosnącymi cenami materiałów budowlanych oraz obawami o spowolnienie gospodarcze. Rok 2023 pozostanie naszym zdaniem wymagającym dla przedsiębiorstw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

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

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

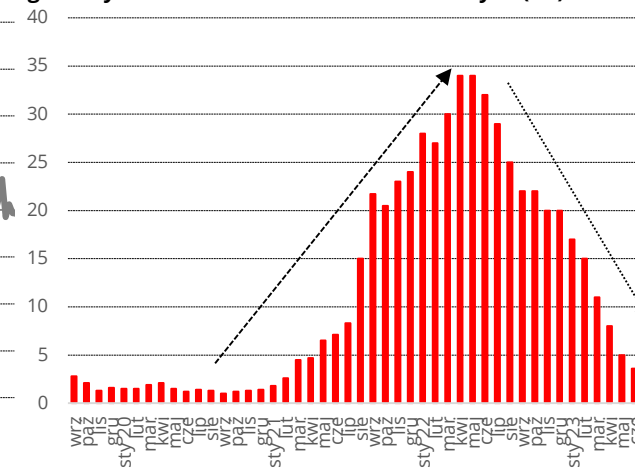
Zakładamy także, że obniżenie poziomu stóp procentowych w Polsce (według konsensusu może nastąpić w 2024 r.) może poprawić IRR wielu projektów inwestycyjnych, a tym samym aktywność inwestycyjną oraz popyt na usługi budowlane.

Fig. 23. Dynamika produkcji budowlanej w Polsce (r/r)



Źródło: Główny Urząd Statystyczny

Fig. 24. Dynamika cen materiałów budowlanych (r/r)



Źródło: PSB

Synergie geograficzne w obszarze budowlanym

Po przejęciu kontrolnego pakietu akcji w roku 2016, PJP Makrum weszła w struktury grupy kapitałowej Immoblie. Od tego momentu, PJP Makrum sukcesywnie odbudowuje potencjał wykonawczy. Od roku 2019 spółka uruchomiła 2 nowe oddziały, które umożliwiają realizację usług budowlanych na obszarze całego kraju. Szacujemy, że odbudowany potencjał wykonawczy pozwoli spółce na partycypację w potencjalnym odbiciu w segmencie budownictwa kubaturowego w roku 2024P.

Ekspansja geograficzna

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

Główne czynniki ryzyka

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

1. Zmiany cen wyrobów stalowych

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

2. Różnice kursowe

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

3. Wzrost kosztów energii

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

Zwracamy uwagę, że działalność produkcyjna charakteryzuje się wysoką energochłonnością.

4. Cyklicznie niski poziom inwestycji

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

5. Sytuacja na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Bydgoszczy

Spółka posiada grunt w Bydgoszczy, który może być wykorzystany w strukturach grupy kapitałowej Immoblie jako grunt przeznaczony na działalność budownictwa mieszkaniowego. Utrzymanie wysokich stóp procentowych może opóźnić ożywienie na rynku mieszkaniowym a tym samym potencjał PJP do wygenerowania przepływów pieniężnych ze sprzedaży przedmiotowego gruntu (lub jego części).

Nieruchomości

PJP Makrum posiada aktywa, które mogą być przedmiotem transakcji sprzedaży, w tym grunt w Bydgoszczy, który może być wykorzystany w strukturach grupy kapitałowej Immoblie jako grunt przeznaczony na działalność budownictwa mieszkaniowego. Traktujemy ten składnik majątku jako aktywo nieoperacyjne, którego spieniężenie może wygenerować wpływ środków finansowych do spółki. Wartość bilansowa przedmiotowej nieruchomości wyniosła ok. 20 mln zł na koniec 1 kw. 2023 r. roku i taką wartość przyjęliśmy także w naszych kalkulacjach.

Fig. 25. PJP Makrum: Aktywa nieoperacyjne

Lokalizacja	Wartość (mln zł)	Wartość na akcję (zł)
Bydgoszcz, Bydgoskich Olimpijczyków	19,7	3,3

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Prognozy finansowe

Fig. 26. PJP Makrum: Prognozy finansowe

mln zł	2023P			2024P			2025P		
	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Sprzedaż	497	-	-	539	-	-	566	-	-
EBITDA	26	-	-	30	-	-	31	-	-
EBIT	18	-	-	22	-	-	23	-	-
Zysk netto	13	-	-	15	-	-	17	-	-

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Wycena

Wyceniliśmy PJP Makrum dwoma metodami: metodą DCF oraz metodą porównawczą.

Główne założenia wyceny metodą DCF:

- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych w okresie rezydualnym = 0%
- 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 = 20 mln zł

Fig. 27. PJP Makrum: Podsumowanie wyceny

zł na akcję	Nowa	Poprzednia	Zmiana
DCF*	24,9	-	-
Wycena porównawcza (spółki zagraniczne)	30,6	-	-
Wycena porównawcza (spółki notowane na GPW)	29,2		
Wycena całkowita w przedziale:	24,9-30,6		

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie, *wycena uwzględnia wartość aktywa nieoperacyjnego na poziomie 20 mln zł

Fig. 28. PJP Makrum: Wycena DCF

mln zł	2023E	2024E	2025E	2026E
Sprzedaż	497	539	566	582
EBIT	18	22	23	23
Podatek	-4	-4	-4	-4
NOPAT	15	18	19	18
Amortyzacja	8	8	8	8
Zmiany w kapitale obrotowym	5	-6	-4	0
CAPEX	-15	-9	-9	-9
Wolne przepływy pieniężne	12	11	14	17
Koszt kapitału	13,2%	11,8%	11,6%	11,7%
Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych w okresie 2024P-26P	34			
Wzrost rezydualny	0.0%			
Wartość rezydualna	144			
Wartość bieżąca wartości rezydualnej	103			
EV	137			
Dług netto (2023P)	11			
Dywidenda (2023P)	3			
Mniejszości	0			
Wartość kapitału własnego	129			
Liczba akcji	6,0			
Wartość kapitału własnego na koniec 2023P (PLN)	21,5			
Aktywa nieoperacyjne (PLN)	3,3			
Wartość kapitału własnego z aktywami nieoperacyjnymi na koniec 2023P (PLN)	24,9			

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Spółkę PJP Makrum wyceniliśmy metodą porównawczą. Porównaliśmy ją do [p;]słoch i zagranicznych podmiotów branży budowlanej, która wydaje się optymalna biorąc pod uwagę zakres produktów i usług oferowanych przez PJP Makrum. Zwracamy jednak uwagę, że zagraniczne spółki wzięte do porównania to duże grupy budowlane, o skali wielokrotnie większej od PJP Makrum.

Fig. 29. Wycena porównawcza: spółki zagraniczne

Spółka	Kapitalizacja			P/E			EV/EBITDA		
	(EUR mln)	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P		
Bilfinger	1,283.9	12,9	9,8	8,4	4,4	3,8	3,4		
Eiffage	9,192.4	9,2	8,7	8,2	5,9	5,7	5,5		
Ferrovial	21,888.8	75,3	47,9	38,6	32,5	26,5	23,2		
Skanska	5,975.8	13,4	11,1	10,2	8,6	7,7	7,3		
Strabag	3,862.9	8,0	8,1	8,0	2,0	2,0	2,0		
Vinci	64,557.8	13,4	12,4	11,7	7,6	7,2	6,9		
Sacyr	2,072.5	11,0	12,7	11,8	7,7	7,5	7,2		
PEAB	1,157.1	6,3	8,3	7,7	8,8	9,5	9,0		
ACS	8,567.5	14,8	13,9	12,4	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	11,1	10,2	7,6	7,1	6,8		

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 30. 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: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 31. 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)	25,2	42,4	25,8	25,8
Średnia implikowana wycena na akcję (PLN)	29,2			

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 32. Wycena porównawcza: spółki zagraniczne

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Spółki zagraniczne	12,9	11,1	10,2	7,6	7,1	6,8
Implikowana wycena na akcję (PLN)	26,9	28,2	29,2	32,1	35,0	36,9
Średnia implikowana wycena na akcję (PLN)	30,6					

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 33. Koszt kapitału

	2023P	2024P	2025P	2026P
Stopa wolna od ryzyka	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Premia za ryzyko rynkowe (%)	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta oddłużona (x)	1,00	1,00	1,00	1,00
Dług (PLNmn)	40	40	40	40
Kapitał własny (PLNmn)	161	176	193	210
Dług/kapitał własny (%)	25%	23%	21%	19%
Stopa podatkowa (%)	19%	19%	19%	19%
Beta uwzględniająca zadłużenie (x)	1,20	1,18	1,17	1,15
Koszt kapitału własnego (%):	14,2%	13,1%	13,0%	12,9%
Koszt długu	9,0%	6,0%	5,0%	5,0%
% Długu	20%	19%	17%	16%
% Kapitału własnego	80%	81%	83%	84%
WACC	13,2%	11,8%	11,6%	11,7%

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie

Prognoza wyników finansowych

Fig. 34. PJP Makrum: Rachunek zysków i strat

mln zł	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Sprzedaż	199	262	272	342	312	532	497	539	566	582
Produkcja przemysłowa	174	161	177	158	182	281	296	299	302	305
Budownictwo przemysłowe	25	99	94	183	130	251	200	240	264	278
Zysk brutto	45	53	54	70	56	103	85	91	95	97
Produkcja przemysłowa	0	43	46	41	43	67	59	60	60	61
Budownictwo przemysłowe	0	11	8	29	13	36	26	31	34	36
Koszty ogólnego zarządu i sprzedaży	-36	-40	-45	-46	-52	-67	-67	-69	-72	-74
Pozostałe przychody/koszty operacyjne	6	3	-1	-2	-1	-1	0	0	0	0
EBITDA	19	20	12	27	8	43	26	30	31	30
Zysk operacyjny	15	17	8	22	2	35	18	22	23	23
Wynik na działalności finansowej	0	-2	0	-2	1	0	-3	-3	-2	-2
Zysk przed opodatkowaniem	14	15	8	20	4	36	15	19	21	21
Podatek	-4	-4	-3	-5	-2	-7	-3	-4	-4	-4
Zysk netto	10	11	6	15	2	29	13	15	17	17

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 35. PJP Makrum: Marże

mln zł	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Marża brutto	22,4%	20,3%	19,8%	20,6%	17,9%	19,4%	17,2%	16,9%	16,7%	16,7%
Produkcja przemysłowa	-	26,6%	26,2%	26,0%	23,7%	23,9%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Budownictwo przemysłowe	-	10,7%	8,0%	15,9%	9,8%	14,2%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
marża EBITDA	9,4%	7,7%	4,4%	7,8%	2,6%	8,1%	5,3%	5,5%	5,4%	5,2%
marża EBIT	7,3%	6,4%	2,9%	6,4%	0,7%	6,6%	3,7%	4,0%	4,0%	3,9%
marża netto	5,3%	4,2%	2,0%	4,3%	0,6%	5,4%	2,5%	2,8%	3,0%	2,9%

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 36. PJP Makrum: Bilans

mln zł	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa krótkoterminowe	97	110	134	127	176	232	225	239	252	264
Aktywa trwałe	89	77	99	116	139	112	120	120	121	122
Aktywa razem	186	186	233	244	315	345	345	360	374	386
Zobowiązania krótkoterminowe	80	78	109	100	168	169	165	170	173	175
Dług odsetkowy	19	20	25	30	42	40	40	40	40	40
Zobowiązania długoterminowe	4	5	20	24	27	27	27	27	27	27
Dług odsetkowy	0	0	7	7	7	3	3	3	3	3
Kapitał własny	101	106	108	120	120	148	161	176	193	210
Zobowiązania razem	186	186	233	244	315	345	345	360	374	386
Dług netto	14	8	19	27	31	14	11	9	2	-5

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 37. PJP Makrum: Rachunek przepływów pieniężnych

mln zł	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
CF z działalności operacyjnej	3	20	12	27	18	22	28	20	23	24
CF z działalności inwestycyjnej	-7	-5	-15	-26	-13	5	-15	-9	-9	-9
CF z działalności finansowej	0	-8	3	-3	3	-16	-11	-9	-8	-8
Dywidendy	0	-7	-4	-4	-2	0	-3	-1	-2	-2
Zmiana w poziomie gotówki	-4	7	0	-3	8	12	2	3	6	7

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 Sokołowski, *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*

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

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

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

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

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

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

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

Grupa Santander Bank Polska, jej podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z emitentem / emitentami, do których odnosi się niniejszy raport. Poza wspomnianymi powyżej, emitenta / emitentów, do których odnosi się niniejszy raport, nie łączą żadne inne stosunki umowne z Santander Bank Polska, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji zawartych w niniejszym raporcie.

Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym 12 miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Santander Bank Polska składać będzie 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 świadczone 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/_files/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 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 ≥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-letnich 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.

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

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

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

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

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

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

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

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

Model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV) jest oparty na formule wartość 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.

2023 © Santander Bank Polska. Wszelkie prawa zastrzeżone