

Atrem

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

Reuters: ATR.WA Bloomberg: ATR.PW

CEE Equity Research

Budownictwo, Poland

3 lipca 2024, 08:05 CET

Dobre marże w 1 kw. 24

Wycena metodą DCF i porównawczą w przedziale od 16,0 do 17,5 zł/akcję.

Wyniki Atremu za 1Q24 okazały się solidne, w tym wyższy niż oczekiwano zysk brutto na sprzedaży i wyższe zyski r/r, co dobrze wróży wynikom finansowym za 2024 rok. Doceniamy zatwierdzoną przez WZA dywidendę na akcję w kwocie 0,49 zł oraz portfel zamówień na koniec 2023 r. bliski rekordowego poziomu. Nadal uważamy, że realizacja flagowych kontraktów przebiega zgodnie z harmonogramami, co może potencjalnie zwiększyć strumień przychodów i zysków w nadchodzących kwartałach. Nadal wierzymy w transformację energetyczną Polski i potencjalne wsparcie ze strony funduszy KPO jako potencjalne kluczowe czynniki napędzające zyski Atremu w kolejnych latach.

Solidne wyniki za 1 kw. 24. W poprzednich latach wyniki Atremu za pierwszy kwartał były sezonowo słabe. Jednak dzięki dobrze rozwiniętemu portfelowi zamówień, sprzedaż w 1 kw. 24 wzrosła o 69% r/r, marża brutto na sprzedaży wzrosła do 17,6% z 9,2% w 1 kw. 23, a zysk netto wzrósł r/r do 1,8 mln zł ze straty na poziomie 1,7 mln zł w 1 kw. 23. Co więcej, CF operacyjny wzrósł r/r do 9,3 mln zł z 7,6 mln zł. Ogólnie rzecz biorąc, wyniki za 1 kw. 24 uważamy za solidne, co dobrze wróży dobrym wynikiem w całym roku obrotowym 2024.

Portfel zamówień. Portfel zamówień Atremu na koniec 2023 r. wynosił 449,3 mln zł i był bliski rekordowego poziomu. Zarząd Atremu sugeruje, że kumulacji prac budowlanych należy spodziewać się w drugiej połowie 2024 roku. Uważamy, że realizacja flagowych kontraktów Atremu, w tym kontraktu podpisanego z PKN o wartości ponad 250 mln zł, przebiega zgodnie z harmonogramami, co może potencjalnie zwiększyć strumień przychodów i zysków w kolejnych kwartałach.

Dywidenda. WZA Atremu uchwaliło 4,5 mln zł dywidendy w 2024 r., co implikuje 0,48 zł dywidendy na akcję i 4,2% DY. Dzień dywidendy zaplanowano na 10 września, a wypłatę na 20 września.

Zmiany prognoz finansowych. Wprowadziliśmy zmiany w naszych szacunkach zysków, aby uwzględnić solidny portfel zamówień i wyższy niż oczekiwano zysk brutto ze sprzedaży w 2023 r. i 1 kw. 24. Podnieśliśmy szacunkową marżę brutto na lata 2024-25P do 16%, zgodnie z marżą brutto w 2023 r., z 12% oczekiwanych wcześniej. Podnieśliśmy również naszą prognozę sprzedaży w dłuższej perspektywie. Uważamy, że czynniki wpływające na wyniki Atremu w długim terminie obejmują: 1) konieczność modernizacji i rozbudowy sieci energetycznej w Polsce, 2) wzrost zużycia energii elektrycznej, 3) spowolnienie tempa wzrostu cen materiałów budowlanych, 4) transformacja energetyczna polskiej gospodarki (mająca na celu zmniejszenie zależności systemu elektroenergetycznego od paliw kopalnych i zwiększenie jego efektywności), 5) napływ środków z KPO, 6) wejście na nowe rynki jak produkcja bioetanolu.

Kluczowe czynniki ryzyka: 1) ewentualny znaczący wzrost cen materiałów budowlanych, 2) wzrost kosztów energii, 3) cyklicznie niski poziom inwestycji, 4) ewentualna wypłata żądanej opłaty odszkodowawczej w wysokości 12,8 mln zł na rzecz Portu Lotniczego Ławica w Poznaniu.

Wycena. Atrem wyceniliśmy dwiema metodami: DCF i porównawczą, a spółkę porównaliśmy do polskich i zagranicznych spółek budowlanych. W wycenie DCF na poziomie 16 zł na akcję uwzględniliśmy wartość aktywa nieoperacyjnego - budynku biurowego - będącego źródłem przychodów z najmu, na poziomie ok. 1,44 zł na akcję. Wycena porównawcza implikuje wycenę 17,5 zł na akcję. Nie przypisujemy żadnych wag do zastosowanych metod, ale prezentujemy wycenę w przedziale od 16,0 zł do 17,5 zł na akcję.

Atrem: Podsumowanie finansowe (rok do grudnia)

PLNmłn	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Sales	116	101	111	142	220	248	245
EBITDA	-5	9	7	11	19	23	18
EBIT	-7	7	5	9	17	21	15
Zysk netto	-8	6	3	6	13	17	12
P/E (x)	71,4	33,8	117,5	9,4	8,5	6,6	9,0
EV/EBITDA (x)	7,7	2,7	5,3	4,3	5,3	4,0	4,8
DY	0,0%	0,0%	18,9%	1,8%	4,2%	4,2%	4,2%

Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie, 2019-23 mnożniki obliczone w oparciu o średnią cenę akcji

Wycena (DCF, porównawcza; PLN/akcję)
16,0-17,5 zł

Cena (PLN, 1 lipca 2024)	11,75
Kapitalizacja (PLNmłn)	108
Free float (%)	23
Liczba akcji (mn)	9,2
Średni dzienny obrót 3M (mln)	0,1

Główni akcjonariusze % głosów

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

Źródło: www.gpw.pl

Opis działalności Spółki

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

Analitik

Adrian Kyrcc

Analitik akcji

+48 22 586 81 59

Wyniki kwartalne

Fig. 1. Atrem: Kwartalne wyniki finansowe

mln zł	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
Sprzedaż	16,7	22,0	30,1	31,7	32,5	32,2	23,7	22,4	19,0	31,9	42,0	49,5	32,0
Automatyka	9,8	14,3	19,1	26,4	16,6	17,5	13,3	0,9	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2
Elektroenergetyka	7,0	7,7	11,1	5,3	15,9	14,7	10,3	21,4	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8
Zysk brutto	1,4	4,7	2,3	3,9	4,1	3,9	3,7	3,7	1,8	6,6	4,7	9,7	5,6
EBITDA	-0,3	2,3	0,6	6,4	1,8	1,5	1,6	2,0	-1,2	3,1	2,0	7,1	2,4
Marża EBITDA	-1,9%	10,6%	2,0%	20,0%	5,6%	4,6%	6,7%	9,0%	-6,5%	9,6%	4,8%	14,3%	7,4%
EBIT	-0,9	1,7	0,0	5,7	1,3	0,9	1,0	1,4	-1,9	2,4	1,6	6,7	2,0
Marża EBIT	-5,4%	7,8%	-0,1%	18,0%	3,9%	2,8%	4,4%	6,3%	-9,8%	7,6%	3,7%	13,5%	6,1%
Zysk netto	-1,7	0,8	-0,7	7,8	0,2	1,0	0,7	0,7	-1,7	1,7	1,0	5,0	1,8
Marża zysku netto	-10,0%	3,6%	-2,4%	24,6%	0,6%	3,0%	2,8%	3,1%	-9,0%	5,4%	2,3%	10,0%	5,7%
Marża zysku brutto	8,2%	21,3%	7,6%	12,2%	12,6%	12,1%	15,8%	16,5%	9,2%	20,6%	11,2%	19,6%	17,6%

Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

Prognozy finansowe

Fig. 2. Atrem: Prognozy finansowe

mln zł	2024P			2025P			2026P		
	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Sprzedaż	220,0	210,0	5%	248,0	248,0	0%	245,0	210,0	17%
EBITDA	18,8	12,9	45%	23,1	17,3	33%	17,5	12,6	39%
EBIT	16,7	10,7	57%	21,0	15,1	39%	15,4	10,4	49%
Zysk netto	12,8	8,1	57%	16,5	11,9	39%	12,0	8,0	49%

Źródło: Spółka, szacunku Santander Biuro Maklerskie

Wycena

Wyceniliśmy Atrem dwiema metodami: metodą DCF oraz metodą porównawczą.

Fig. 3. Atrem: Podsumowanie wyceny

PLN na akcję	Nowa	Poprzednia	Zmiana
DCF*	16,0	9,2	74%
Wycena porównawcza (spółki zagraniczne)	17,5	10,2	72%
Wycena porównawcza (spółki notowane na GPW)	-	9,2	-
Wycena całkowita w przedziale	16,0 – 17,5	9,2 – 10,2	

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie, * Wycena uwzględnia wartość aktywów nieoperacyjnych w wysokości 13 mln zł, ceny akcji spółek porównywalnych na dzień 28 czerwca 2024 roku.

Wycena DCF

Główne założenia wyceny metodą DCF to:

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

Fig. 4. Atrem: Wycena DCF

mln zł	2024P	2025P	2026P
Sprzedaż	220	248	245
EBIT	17	21	15
Podatek	-3	-4	-3
NOPAT	14	17	12
Amortyzacja	2	2	2
Zmiany w kapitale obrotowym	-8	-5	0
CAPEX	-2	-2	-2
Wolne przepływy pieniężne	6	12	12
Koszt kapitału	11,0%	10,8%	10,8%
Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych	24		
Wzrost przepływów w okresie rezydualnym	1,0%		
Wartość rezydualna	128		
Wartość bieżąca wartości rezydualnej	94		
EV	118		
Dług netto (2023P)	-9		
Dywidenda (2023P)			
Mniejszości	0		
Wartość kapitału własnego (PLN)	127		
Aktywa nieoperacyjne (PLN)	13		
Liczba akcji	9,2		
Wartość kapitału własnego z aktywami nieoperacyjnymi na 2023 (PLN)	15,2		
Wartość kapitału własnego z aktywami nieoperacyjnymi na 1 lipca 2024 (PLN)	16,0		

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Wycena porównawcza

Atrem wyceniliśmy metodą porównawczą, zestawiając ją z zagranicznymi odpowiednikami z branży budowlanej, co wydaje nam się optymalne biorąc pod uwagę zakres produktów i usług oferowanych przez spółkę. Zwracamy jednak uwagę, że spółki zagraniczne wzięte do porównania to duże grupy budowlane, o wielokrotnie większej skali działania niż Atrem. Od tego raportu, w wycenie porównawczej nie bierzemy pod uwagę polskich spółek z branży, ponieważ Bloomberg prezentuje konsensus wyników jedynie dla dwóch spółek, co wydaje się zbyt małą próbą do przygotowania wyceny porównawczej.

Fig. 5. Wycena porównawcza: spółki zagraniczne

Spółka	Kapitalizacja			P/E			EV/EBITDA			
	(EUR mln)	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Bilfinger	1 262,1	11,8	9,9	8,8	5,1	4,5	4,1			
Eiffage	9 372,7	8,1	7,6	7,1	5,5	5,3	5,1			
Ferrovial	24 153,8	49,0	39,6	35,2	27,3	24,2	22,3			
Skanska	6 418,5	13,2	11,2	10,6	8,7	7,6	7,3			
Strabag	1 530,3	7,6	7,9	8,1	1,4	1,4	1,4			
Vinci	68 609,6	11,8	11,1	10,4	6,5	6,1	5,9			
Sacyr	2 116,2	14,2	13,7	12,6	7,1	6,9	6,6			
PEAB	1 341,7	13,0	11,3	10,3	10,2	9,5	9,0			
ACS	10 867,9	16,4	14,4	13,2	5,6	5,8	5,5			
AF GRUPPEN	1 075,2	15,2	14,1	13,0	8,1	7,3	6,8			
Hochtief	7 778,9	14,1	12,7	11,3	6,7	6,0	5,3			
Mediana		13,2	11,3	10,6	6,7	6,1	5,9			

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 6. Wycena porównawcza: spółki zagraniczne

	P/E		EV/EBITDA	
	2024P	2025P	2024P	2025P
Spółki zagraniczne	13.2	11.3	6.7	6.1
Implikowana wycena na akcję (PLN)	18.3	20.1	14.6	17.1
Średnia implikowana wycena na akcję (PLN)	17,5			

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Prognoza wyników finansowych

Fig. 7. Atrem: Rachunek zysków i strat

mln zł	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Sprzedaż	45	133	116	86	101	111	142	220	248	245
Automatyka	0	0	0	43	60	48	48	110	140	140
Elektroenergetyka	0	0	0	43	41	62	62	110	108	105
Zysk brutto	8	13	5	8	12	15	23	35	40	34
Koszty ogólnego zarządu i sprzedaży	-10	-15	-11	-9	-11	-12	-15	-19	-19	-19
Pozostałe przychody/koszty operacyjne	0	-2	0	2	5	1	1	0	0	0
EBITDA	0	-2	-5	3	9	7	11	19	23	18
Zysk operacyjny	-1	-4	-7	1	7	5	9	17	21	15
Wynik na działalności finansowej	0	-1	-1	-1	0	-1	-1	-1	-1	-1
Zysk przed opodatkowaniem	-1	-5	-8	0	6	3	8	16	20	15
Podatek	-1	0	0	2	0	-1	-2	-3	-4	-3
Zysk netto	-2	-4	-8	2	6	3	6	13	17	12

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 8. Atrem: Marże

mln zł	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Marża brutto	18,2%	10,0%	4,3%	9,4%	12,1%	13,9%	16,0%	16,0%	16,0%	14,0%
marża EBITDA	0,1%	-1,5%	-4,0%	3,9%	8,9%	6,2%	7,7%	8,5%	9,3%	7,1%
mrża EBIT	-2,6%	-3,0%	-5,9%	1,2%	6,5%	4,2%	6,2%	7,6%	8,5%	6,3%
marża netto	-4,8%	-3,4%	-6,9%	2,7%	6,1%	2,3%	4,2%	5,8%	6,7%	4,9%

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 9. Atrem: Bilans

mln zł	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Aktywa krótkoterminowe	18	48	49	52	70	58	84	103	119	126
Aktywa trwałe	47	28	29	29	31	29	30	30	30	30
Aktywa razem	65	76	78	81	101	86	114	133	149	156
Zobowiązania krótkoterminowe	16	38	46	46	57	47	67	78	82	82
Dług odsetkowy	5	3	12	13	8	9	11	11	11	11
Zobowiązania długoterminowe	2	1	3	2	5	4	7	7	7	7
Dług odsetkowy	0	1	2	1	4	4	5	5	5	5
Kapitał własny	47	38	30	32	39	35	40	53	69	81
Zobowiązania razem	65	76	78	81	101	86	114	133	149	156
Dług netto	5	-2	12	8	1	4	-9	-10	-16	-24

Źródło: Spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 10. Atrem: Rachunek przepływów pieniężnych

mln zł	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
CF z działalności operacyjnej	4	6	-12	2	9	3	16	8	14	15
CF z działalności inwestycyjnej	0	-1	0	-3	1	0	-15	-2	-2	-2
CF z działalności finansowej	-4	-3	8	0	-7	-6	0	-5	-5	-5
Dywidendy	0	0	0	0	0	-6	-1	-5	-5	-5
Zmiana w poziomie gotówki	0	3	-4	-1	2	-3	0	0	7	8

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, *Menadżer 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*

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, PJP Makrum SA**, na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (GPW) i z tego tytułu posiada instrumenty finansowe emitowane przez tego emitenta / tych emitentów.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Santander Biuro Maklerskie nie ponosi odpowiedzialności za straty poniesione przez klienta na skutek decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie rekomendacji udzielonych przez Santander Biuro Maklerskie o ile Santander Biuro Maklerskie, przy ich udzielaniu, zachowało 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 księgową
ROE - zwrot na kapitale własnym
P/BV - cena do wartości księgowej

Definicje rekomendacji:

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

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

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

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

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

Ceny docelowe ustalone od stycznia do czerwca dotyczą 31 grudnia danego roku. Ceny docelowe ustalone od lipca do grudnia dotyczą 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 księgową = (ROE za dwa lata minus stopa stabilnego wzrostu)/(koszt kapitału minus stopa stabilnego wzrostu) i pozwala na oszacowanie wartości godziwej danej spółki za dwa lata. W następnej kolejności wyliczana jest wartość bieżąca. Główną zaletą tej metody jest jej przejrzystość oraz fakt, iż jest oparta na relatywnie krótkich prognozach, co ogranicza ryzyko błędów w prognozie. Główną wadą jest to, iż metoda zakłada, iż cena akcji danej spółki w długim okresie będzie dążyć do swojej wartości godziwej implikowanej z kombinacji ROE i kosztu kapitału.

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

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

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

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

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

©2024 Santander Bank Polska. Wszelkie prawa zastrzeżone