

16/2026/GPW (67) 9 września 2026

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych
w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 5.0

Atrem

Opinia inwestycyjna	2
Ostatnie wydarzenia	2
Najbliższe wydarzenia	2
Wyniki finansowe za I poł. 2026 roku	3
Portfel zamówień	4
Rozwój działalności w obszarze biometanu	5
Zmiany prognoz	6
Wycena	6
Czynniki ryzyka	8
Katalizatory	8
Sprawozdanie finansowe	9
Zastrzeżenia prawne	11

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 5.0

Atrem

Opinia inwestycyjna

Podtrzymujemy rekomendację fundamentalną Kupuj, jednocześnie obniżając rekomendację relatywną do Neutralnie (poprzednio Przeważaj) oraz wycenę docelową z 81,2 zł do 71,9 zł na akcję. Ta rewizja odzwierciedla wolniejszą odbudowę portfela zamówień, ograniczoną widoczność wyników na 2027 rok i normalizację marż po bardzo mocnym ub. roku.

W I poł. br. przychody wzrosły o 41,7% r/r, do 144,8 mln zł, ale marża EBITDA spadła do 10,0% z 13,1%. Według zarządu słabsza rentowność nie wynikała z pogorszenia ekonomiki portfela zamówień, a z mniejszej liczby końcowych rozliczeń kontraktów oraz ok. 2,4 mln zł kosztów ekspansji i rozwoju biometanu. Lepsza absorpcja kosztów i rozliczenia dużych projektów powinny wspierać marżę w II półroczu, choć zarząd nie zadeklarował powrotu do poziomów z 2025 roku.

Portfel zamówień wynosi ok. 334 mln zł wobec 431 mln zł na koniec 2025 r. i nie zapewnia jeszcze pełnego pokrycia sprzedaży na 2027 rok. Jednocześnie wartość ofert złożonych do końca sierpnia przekroczyła 2,6 mld zł, a Atrem został już wybrany lub zajmuje pierwsze miejsce w postępowaniach wartych ponad 150 mln zł. Kluczowym katalizatorem pozostaje podpisanie kontraktu na rozbudowę stacji Mikułowa o wartości ok. 128 mln zł netto, co podniosłoby wartość portfela do ok. 462 mln zł i potwierdziło wejście Spółki w segment najwyższych napięć.

Naszą rekomendację Kupuj powinien wspierać długoterminowy wzrost inwestycji w sieci elektroenergetyczne, mocne ofertowanie i rozwój kompetencji Atremu. Obniżenie rekomendacji relatywnej do Neutralnie wynika ze słabszych marż, niepełnego pokrycia roku 2027 zamówieniami, ujemnych przepływów operacyjnych i ryzyka opóźnień w podpisywaniu nowych umów.

16/2026/GPW (67) 9 września 2026

Analitik: Maciej Wewiórski, Michał Zamel

Sektor: Budownictwo

Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)

Rekomendacja relatywna: Neutralnie (↓)

Kurs: 53,30 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 71,9 zł (↓)

Kapitalizacja: 133 mln US\$

Bloomberg: ATR PW

Średni obrót dzienny: 0,14 mln US\$

12M przedział kursowy: 45,10-66,80 zł

Free float: 23%

Skorygowane zyski

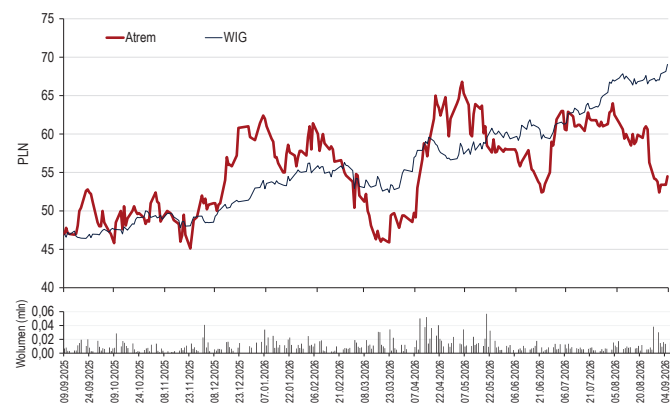
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

PSR skonsolidowane		2025	2026P	2027P	2028P
Sprzedaż	mln PLN	311,9	327,5	360,3	421,5
EBITDA	mln PLN	48,3	37,4	40,9	57,9
EBIT	mln PLN	45,6	34,9	38,4	55,5
Zysk netto	mln PLN	37,6	30,2	33,4	47,3
EPS	PLN	4,08	3,28	3,62	5,12
Zmiana EPS r/r	%	140,9	-19,6	10,5	41,5
Dług netto	mln PLN	-41,3	-54,5	-61,5	-76,7
P/E	x	13,1	16,3	14,7	10,4
P/CE	x	12,2	15,1	13,7	9,9
EV/EBITDA	x	9,3	11,7	10,5	7,2
EV/EBIT	x	9,9	12,5	11,2	7,5
EV/Sprzedaż	x	1,4	1,3	1,2	1,0
Stopa dywidendy brutto	%	3,2	4,1	5,5	6,1
DPS	PLN	1,69	2,16	2,95	3,26
Liczba akcji	m	9,2	9,2	9,2	9,2

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: bossa.pl

Ostatnie wydarzenia

1. Wyniki finansowe za I kw. 2025: 22 maja 2025
2. Dzień dywidendy: 11 sierpnia 2025
3. Wyniki finansowe za I półrocze 2025: 27 sierpnia 2025
4. Wyniki finansowe za III kw. 2025: 17 listopada 2025
5. Wyniki finansowe za 2025 rok: 24 marca 2026
6. Wyniki finansowe za I kw. 2026: 19 maja 2026
7. Wyniki finansowe za I półrocze 2026: 27 sierpnia 2026

Najbliższe wydarzenia

1. Wyniki finansowe za III kw. 2026: 19 listopada 2026

Wyniki finansowe za I poł. 2026 roku

W I poł. br. skonsolidowane przychody Atremu wzrosły o 41,7% r/r, do 144,8 mln zł. Wysoka dynamika wynikała głównie z zaawansowania realizacji dużych kontraktów dla Orlenu i Enei Operator, które odpowiadały łącznie za 61,4% sprzedaży Grupy. W samym II kwartale przychody wyniosły 83,1 mln zł, rosnąc o 39,4% r/r i 34,5% kw./kw. Konsolidowana od końca kwietnia Dąbnica dołożyła w kwartale ok. 1,8 mln zł sprzedaży.

Koszt własny sprzedaży zwiększył się w I poł. br. o 48,4% r/r, do 119,6 mln zł, a więc szybciej niż przychody. Zysk brutto ze sprzedaży wzrósł o 16,7% r/r, do 25,2 mln zł, jednak marża brutto obniżyła się do 17,4% z 21,1%. Pogorszenie rentowności było widoczne przede wszystkim w II kwartale, kiedy zysk brutto ze sprzedaży pozostał praktycznie bez zmian na poziomie 12,4 mln zł, a marża spadła do 14,9% wobec 21,0% rok wcześniej i 20,7% w I kwartale.

Według zarządu słabsza marża w II kw. 2026 roku nie wynikała z pogorszenia rentowności portfela, lecz przede wszystkim z mniejszej liczby wysokomarżowych końcowych rozliczeń dużych projektów oraz ponoszonych kosztów rozwoju organizacji i projektów biometanowych. Zarząd oszacował te koszty na ok. 2,4 mln zł w całym I półroczu. W II połowie br. Spółka oczekuje zakończenia i rozliczenia kilku dużych kontraktów, co może wesprzeć marżę. Dodatkowo większość nowo zatrudnionych pracowników powinna zostać zaangażowana w projekty generujące przychody, poprawiając absorpcję kosztów. Zarząd nie zadeklarował jednak powrotu marży brutto do poziomu ok. 20%.

Tabela 1. Atrem; Wyniki za II kw. 2026 r.

MSSF, skonsolidowane (mln zł)	II kw. 26	II kw. 25	r/r
Sprzedaż	83,1	59,6	39%
Zysk brutto na sprzedaży	12,4	12,5	-1%
Marża zysku brutto na sprzedaży	14,9%	21,0%	-
EBITDA	6,5	7,5	-13%
Marża EBITDA	7,8%	12,5%	-
EBIT	5,7	6,8	-16%
Marża EBIT	6,9%	11,4%	-
Zysk netto	4,8	5,8	-17%
Marża zysku netto	5,8%	9,8%	-

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Koszty działalności według rodzaju wzrosły o 45,9% r/r, do 131,6 mln zł. Najsilniej zwiększyły się usługi obce – o 84,0% r/r, do 59,7 mln zł – co odzwierciedlało fazę realizacji projektów i wysoki udział podwykonawstwa. Zużycie materiałów i energii wzrosło o 30,0%, do 49,3 mln zł, a koszty świadczeń pracowniczych o 12,2%, do 19,2 mln zł. Zarząd wskazuje na pewną presję kosztową z powodu rosnących cen stali, PVC, gumy, aluminium i energii, jednak kontrakty publiczne na ogół zawierają mechanizmy waloryzacyjne. W konsekwencji Spółka nie postrzega obecnie inflacji kosztowej jako istotnego zagrożenia dla rentowności portfela.

Koszty sprzedaży zwiększyły się o 50,4% r/r, do 2,1 mln zł, a koszty ogólnego zarządu o 21,3%, do 9,9 mln zł. Pomimo rozbudowy organizacji łączny udział tych kosztów w przychodach obniżył się do 8,3% z 9,4%, co wskazuje na częściową dźwignię operacyjną.

EBITDA wyniosła 14,5 mln zł (+8,6% r/r), przy spadku marży EBITDA do 10,0% z 13,1%. Zysk operacyjny zwiększył się o 8,1%, do 13,1 mln zł, natomiast marża operacyjna obniżyła się do 9,0% z 11,8%. W samym II kw. 2026 r. zysk operacyjny spadł o 15,7% r/r, do 5,7 mln zł, a marża do 6,9% z 11,4%. Zysk netto za I poł. br. wzrósł o 4,0% r/r, do 11,2 mln zł, przy marży 7,7% wobec 10,5% rok wcześniej. W II kw. zysk netto obniżył się o 17,0% r/r, do 4,8 mln zł.

Na koniec czerwca 2026 r. suma bilansowa Grupy wyniosła 220,7 mln zł wobec 248,9 mln zł na koniec 2025 r. Należności handlowe i pozostałe spadły o 43,7 mln zł, do 92,2 mln zł, natomiast aktywa kontraktowe wzrosły o 12,9 mln zł, do 19,1 mln zł.

Tabela 2. Atrem; Wyniki za I-II kw. 2026 r.

MSSF, skonsolidowane (mln zł)	I-II kw. 26	I-II kw. 25	r/r
Sprzedaż	144,8	102,2	42%
Zysk brutto na sprzedaży	25,2	21,6	17%
Marża zysku brutto na sprzedaży	17,4%	21,1%	-
EBITDA	14,5	13,4	9%
Marża EBITDA	10,0%	13,1%	-
EBIT	13,1	12,1	8%
Marża EBIT	9,0%	11,8%	-
Zysk netto	11,2	10,7	4%
Marża zysku netto	7,7%	10,5%	-

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Po stronie pasywów zobowiązania kontraktowe zmniejszyły się o 17,0 mln zł, do 44,1 mln zł. Kapitał własny wyniósł 64,5 mln zł, a jego spadek o 8,8 mln zł wynikał z ujęcia dywidendy za 2025 rok w wys. 19,9 mln zł, częściowo skompensowanej zyskiem wypracowanym w I poł. 2026.

Środki pieniężne obniżyły się do 5,7 mln zł, natomiast kredyty i pożyczki krótkoterminowe wzrosły do 12,6 mln zł z 5,6 mln zł. Jednocześnie Grupa posiadała 54,3 mln zł udzielonych pożyczek, przede wszystkim w ramach Grupy Immobile. Zarząd nie dostrzega zagrożeń dla płynności, wskazując na funkcjonowanie ATREM-u w scentralizowanym systemie zarządzania płynnością Grupy Immobile. Oczekuje również, że dywidendy otrzymywane przez głównego akcjonariusza będą wspierały spłatę pożyczek wewnątrzgrupowych, choć decyzja w tym zakresie należy do akcjonariusza.

Przepływy operacyjne wyniosły -6,5 mln zł wobec +3,3 mln zł w I poł. 2025 roku. Przed zapłatą podatku działalność operacyjna wygenerowała 6,2 mln zł gotówki, jednak wypływ podatkowy wyniósł 12,7 mln zł. Negatywnie oddziaływały również spadek zobowiązań o 24,2 mln zł oraz zmiana salda aktywów i zobowiązań kontraktowych o -29,1 mln zł, częściowo skompensowane uwolnieniem 46,2 mln zł z należności. Przepływy inwestycyjne wyniosły +0,8 mln zł, a finansowe +3,0 mln zł. W rezultacie stan gotówki zmniejszył się w I półroczu o 2,8 mln zł.

Podsumowując, I połowa br. przyniosła bardzo silny wzrost sprzedaży, lecz jedynie jednocyfrową poprawę EBITDA i zysku netto. Słabość w II kwartale wynikała według zarządu z harmonogramu rozliczania projektów i kosztów przygotowania przyszłego wzrostu, a nie z pogorszenia ekonomiki portfela zamówień. Rozliczenia dużych kontraktów i poprawa wykorzystania rozbudowanego zespołu tworzą przestrzeń do odbudowy rentowności w II półroczu, choć brak konkretnej deklaracji marżowej uzasadnia zachowanie ostrożności.

Portfel zamówień

Na koniec czerwca 2026 r. wartość niewykonanych lub częściowo niewykonanych zobowiązań kontraktowych wynosiła 331,6 mln zł wobec 431,1 mln zł na koniec 2025 r., co oznacza spadek

o 23,1%. Na dzień publikacji raportu Spółka podawała wartość portfela na poziomie 333,9 mln zł netto. Spadek wynikał z wysokiego tempa realizacji istniejących projektów i wolniejszego rozstrzygania nowych postępowań w I półroczu, a nie ze słabszej aktywności ofertowej.

Struktura terminowa portfela zapewnia dobrą widoczność krótkoterminowej sprzedaży. Na koniec czerwca 293,3 mln zł, czyli 88,4% portfela zamówień, przypadało do realizacji w ciągu kolejnych 12 miesięcy, a 38,3 mln zł w późniejszych okresach. Zarząd ocenia jednak, że kontrakty o wartości ok. 130 mln zł pozyskane od początku br. nie zapewniają jeszcze wystarczającego pokrycia sprzedaży na 2027 rok. Kluczowa pozostaje zatem konwersja zwiększonego ofertowania na podpisane umowy.

Do 28 sierpnia Atrem złożył oferty o wartości przekraczającej 2,6 mld zł wobec ponad 3 mld zł w całym ub. roku. Zarząd oczekuje, że aktywność ofertowa w 2026 r. osiągnie rekordowy poziom, i podtrzymuje cel pozyskania w całym roku kontraktów o wartości ok. 300 mln zł, wskazując, że może on zostać przekroczony.

Poza raportowaną wartością portfela Spółka posiada projekty o łącznej wartości przekraczającej 150 mln zł, a według zarządu prawdopodobnie zbliżonej do 200 mln zł, w których oferta Atremu została już wybrana lub znajduje się na pierwszym miejscu. Projekty te nie są włączane do portfela przed podpisaniem umowy, ponieważ postępowanie może jeszcze zostać unieważnione, powtórzone lub oprotestowane.

Największym z tych projektów jest rozbudowa stacji PSE 400/220/110 kV Mikułowa, na którą Atrem złożył ofertę o wartości ok. 128,3 mln zł netto. Oferta została wybrana, ale według stanu na 8 września umowa nie została jeszcze podpisana, dlatego kontrakt nie jest uwzględniony w portfelu zamówień. Po jego dodaniu portfel pro forma wzrósłby do ok. 462 mln zł. Oferta Atremu była o ok. 8% niższa od drugiej najkorzystniejszej propozycji, jednak zarząd nie dostrzega ryzyka związanego z jej rentownością. Projekt jest realizowany w formule „zaprojektuj i wybuduj”, co pozwala wykonawcom stosować odmienne rozwiązania techniczne i struktury kosztowe, a kalkulacja Atremu została ponownie szczegółowo zweryfikowana.

Stacja Mikułowa byłaby istotnym krokiem w wejściu Atremu w segment najwyższych napięć. W tym celu Spółka przejęła zorganizowaną część przedsiębiorstwa PILE ELBUD i utworzyła w Olsztynie doświadczony zespół projektowy. Zarząd postrzega najwyższe napięcia jako naturalne rozszerzenie dotychczasowych kompetencji w budowie i modernizacji stacji elektroenergetycznych i oczekuje pozyskiwania kolejnych projektów w tym obszarze.

Istotny udział w obecnym portfelu ma kontrakt na instalację uzdatniania wody dla Orlenu w Płocku. Wartość całej umowy konsorcjum wynosi blisko 1,3 mld zł, z czego udział Atremu sięga prawie 300 mln zł. Zarząd oczekuje, że na koniec 2026 r. projekt będzie ukończony w ok. dwóch trzecich. Możliwe są dodatkowe prace i aneksy, co jest typowe dla dużego projektu modernizacyjnego realizowanego na działającej rafinerii. Zarząd nie ujawnił jednak rozbitcia pozostałych przychodów między II poł. 2026 i 2027 r.

Długoterminowe otoczenie popytowe pozostaje sprzyjające. Nakłady PSE i operatorów sieci dystrybucyjnych, fundusze unijne, starzenie się infrastruktury oraz rozwój fotowoltaiki, morskiej energetyki wiatrowej, magazynów energii i energetyki jądrowej wymagają rozbudowy sieci przesyłowych i dystrybucyjnych. Dodatkowymi źródłami wzrostu mogą być elektryfikacja kolei, infrastruktura związana z CPK, obronność i projekty przemysłowe.

Nowym potencjalnym rynkiem są centra danych. Atrem przygotowuje ofertę na część elektryczną bardzo dużego projektu i monitoruje kolejną możliwość. Według zarządu sama infrastruktura elektroenergetyczna centrum danych, obejmująca m.in. dedykowane stacje zasilające, może przekraczać 100 mln zł na pojedynczy projekt. Spółka zamierza występować jako wykonawca infrastruktury elektrycznej, a nie generalny wykonawca całej inwestycji.

Strategiczną ambicją zarządu jest zwiększenie rocznych przychodów z dotychczasowego poziomu ok. 250-300 mln zł do ok. 500 mln zł. Nie jest to jednak formalna prognoza ani cel przypisany do konkretnego roku. Realizacja tego scenariusza wymaga skutecznej konwersji zwiększonego

oferowania, wejścia w projekty PSE i centra danych oraz odpowiedniego zwiększenia zasobów wykonawczych i finansowania kapitału obrotowego.

W naszej ocenie komentarz dotyczący portfela zamówień jest umiarkowanie pozytywny. Raportowany portfel nie zapewnia jeszcze pełnego pokrycia 2027 roku, ale duża wartość ofert na zaawansowanym etapie postępowań daje realną możliwość jego szybkiej odbudowy. Najważniejszym krótkoterminowym katalizatorem pozostaje podpisanie umowy na stację Mikułowa. Główne ryzyka to dalsze opóźnienia rozstrzygnięć przetargowych, możliwe unieważnienia postępowań i ryzyko wykonawcze związane z wejściem w większe projekty najwyższych napięć.

Rozwój działalności w obszarze biometanu

Atrem rozwija dwa własne projekty biometanowe w zachodniej Polsce za pośrednictwem spółek Bio Atrem 1 i Bio Atrem 2. Docelowo instalacje mają zostać rozbudowane do mocy ok. 5 MW każda, przy czym ich realizację podzielono na etapy. Pierwsze etapy o mocy ok. 1 MW są, według zarządu, praktycznie gotowe do rozpoczęcia budowy. Łączne nakłady na ten etap są szacowane na ok. 80 mln zł.

Rozpoczęcie inwestycji pozostaje uzależnione przede wszystkim od uzyskania gwarantowanego poziomu ceny sprzedaży biometanu w systemie URE. Zarząd ocenia, że finansowanie bankowe byłoby dostępne również bez dotacji, dlatego główną barierą jest obecnie otoczenie regulacyjne, a nie dostęp do kapitału. Spółka ubiega się równolegle o dofinansowanie z programu FEnIKS, co ograniczyłoby wymagany wkład własny i poprawiłoby stopę zwrotu z projektów.

Poprawie uległy perspektywy regulacyjne. W lipcu 2026 r. Rada Ministrów przyjęła projekt nowelizacji ustawy o OZE wprowadzający aukcyjny system wsparcia dla instalacji biometanowych o mocy powyżej 1 MW. Projekt przewiduje wsparcie operacyjne nawet przez 20 lat i możliwość łączenia go z pomocą inwestycyjną. Ustawa wymaga jednak zakończenia procesu parlamentarnego. Zarząd oczekuje jej przyjęcia w 2026 r., co mogłoby umożliwić przeprowadzenie pierwszych aukcji dla większych instalacji w 2027 r.

Działalność biometanowa może rozwijać się w dwóch modelach. Pierwszy zakłada budowę i utrzymywanie własnych instalacji, co zmieniałoby profil Atremu z wykonawcy EPC w kierunku właściciela aktywów generujących długoterminowe, powtarzalne przepływy. Drugi obejmuje wykorzystanie kompetencji Spółki przy realizacji instalacji dla zewnętrznych inwestorów. Rozwój krajowego rynku biometanu mógłby zatem stworzyć dla Atremu dodatkowy portfel zamówień bez konieczności angażowania własnego kapitału w każdy projekt.

W I poł. 2026 Atrem poniósł łącznie ok. 2,4 mln zł kosztów związanych z rozbudową organizacji i rozwojem biometanu, co częściowo obciążało bieżącą rentowność. Zarząd nie wyodrębnił kosztów przypadających wyłącznie na projekty biometanowe. Rozpoczęcie budowy oznaczałoby natomiast istotny wzrost nakładów inwestycyjnych i mogłoby ograniczyć środki dostępne na dywidendę, przejęcia i finansowanie kapitału obrotowego podstawowej działalności.

W naszej ocenie biometan pozostaje atrakcyjną opcją wzrostową, ale na obecnym etapie nie powinien być w pełni uwzględniany w scenariuszu bazowym. Potencjał segmentu obejmuje stabilne przepływy z własnych instalacji i nowy rynek kontraktów EPC, natomiast głównymi ryzykami są dalsze opóźnienia legislacyjne, ostateczny poziom wsparcia, dostępność substratu, możliwość przyłączenia do sieci i wysoka kapitałochłonność projektów. Najważniejszymi katalizatorami będą uchwalenie nowych regulacji, uzyskanie wsparcia URE i środków FEnIKS oraz podjęcie finalnej decyzji inwestycyjnej.

Zmiany prognoz

Prognozy przychodów na lata 2026/27/28 utrzymujemy na poziomie 327,5/ 360,3/ 421,5 mln zł. Silna sprzedaż w I poł. 2026 i duży portfel ofert przetargowych wspierają dotychczasową ścieżkę wzrostu, choć prognoza na 2027 rok wymaga dalszej odbudowy portfela zamówień.

Po słabszej rentowności w II kw. 2026 obniżamy po 19% prognozę wyniku operacyjnego na 2026 i 2027 rok, odpowiednio do 34,9 mln zł i 38,4 mln zł. Rewizja uwzględnia wyższe koszty rozbudowy organizacji i projektów biometanowych oraz ostrożniejsze założenia dotyczące rozliczeń kontraktów. Prognoza marży operacyjnej spada do 10,7% (poprzednio 13,2%). Zysk operacyjny na 2028 r. pozostawiamy prawie bez zmian na poziomie 55,5 mln zł, zakładając odbudowę rentowności wraz z poprawą absorpcji kosztów.

Prognozy zysku netto na lata 2026 i 2027 obniżamy po 19%, do odpowiednio 30,2 mln zł i 33,4 mln zł, a na 2028 r. o 1%, do 47,3 mln zł. Prognoza gotówki netto spada do 54,5 mln zł w 2026, 61,5 mln zł w 2027 i do 76,7 mln zł w 2028 roku, głównie z powodu niższych zysków.

Wycena

Po podniesieniu stopy wolnej od ryzyka do 6,2%, odjęcia dywidendy płatnej w 2026 (2,16 zł na akcję), przesunięciu horyzontu wyceny w czasie, aktualizacji wyceny porównawczej i prognoz finansowych, nasza wycena będąca złożeniem wyceny porównawczej oraz DCF (50%-50%) spada do 71,9 zł na akcję (poprzednio 81,2 zł). Nasza wycena nie uwzględnia inwestycji w biometan.

Tabela 3. Atrem; Zmiany prognoz

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2026P			2027P			2028P		
	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana
Sprzedaż	327,5	327,5	0%	360,3	360,3	0%	421,5	421,5	0%
EBIT	34,9	43,3	-19%	38,4	47,6	-19%	55,5	55,7	0%
Zysk netto	30,2	37,1	-19%	33,4	41,1	-19%	47,3	47,6	-1%
Dług netto	-54,5	-58,7	-7%	-61,5	-66,8	-8%	-76,7	-78,4	-2%

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Tabela 4. Atrém; Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych

(mln zł)	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	> 2034P
Przychody ze sprzedaży	327,5	360,3	421,5	493,2	577,0	605,9	618,0	630,4	643,0	
zmiana rok-na-rok	5%	10%	17%	17%	17%	5%	2%	2%	2%	
Marża zysku operacyjnego	10,7%	10,7%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	
Zysk operacyjny	34,9	38,4	55,5	64,9	76,0	79,8	81,4	83,0	84,6	
zmiana rok-na-rok	-23%	10%	44%	17%	17%	5%	2%	2%	2%	
Stopa podatkowa (T)	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19%
Zysk operacyjny * (1-T)	28,3	31,1	45,0	52,6	61,5	64,6	65,9	67,2	68,6	
zmiana rok-na-rok	-23%	10%	44%	17%	17%	5%	2%	2%	2%	
EBITDA	37,4	40,9	57,9	67,4	78,4	82,3	83,9	85,5	87,2	
zmiana rok-na-rok	-23%	9%	42%	16%	16%	5%	2%	2%	2%	
Amortyzacja	2,4	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	
Amortyzacja aktywów trwałych i wartości niematerialnych	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	
Amortyzacja aktywów z tytułu prawa do użytkowania	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	
EBIT * (1-T) + D	30,7	33,6	47,4	55,1	64,0	67,1	68,4	69,7	71,1	
zmiana rok-na-rok	-22%	9%	41%	16%	16%	5%	2%	2%	2%	
Wydatki inwestycyjne	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5	
Zmiana kapitału pracującego netto	3,0	0,8	-1,9	1,2	1,4	0,5	0,2	0,2	0,2	
Opłaty z tytułu leasigu	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	
Wpływy z tytułu emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Wolne przepływy pieniężne	31,2	31,9	43,0	53,7	62,8	65,0	66,0	67,4	68,7	
zmiana rok-na-rok	-554,3%	2,1%	34,8%	25,0%	17,0%	3,5%	1,6%	2,0%	2,0%	1,5%
Koszt kapitału własnego										
Stopa wolna od ryzyka w kategoriach nominalnych	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	5,0%
Premia za ryzyko na rynku akcji	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta oddłużona	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Beta skorygowana o poziom zadłużenia	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Szacowany koszt kapitału własnego	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	11,1%
Koszt długu										
Koszt długu przed opodatkowaniem	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)										
Udział długu	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Udział kapitału własnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Koszt kapitału własnego	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	11,1%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	11,1%
Składana stopa dyskontowa	1,00	1,04	1,17	1,31	1,47	1,65	1,85	2,08	2,34	
Współczynnik dyskonta	1,00	0,96	0,86	0,76	0,68	0,61	0,54	0,48	0,43	
Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych		30,6	36,8	41,0	42,7	39,4	35,6	32,4	29,4	
Suma wartości bieżącej wolnych przepływów pieniężnych (mln zł)										287,8
Waga długu w okresie rezydualnym (%)										0%
Waga kapitału własnego w okresie rezydualnym (%)										100%
Średni ważony koszt kapitału własnego w okresie dokładnych prognoz (%)										12,2%
Średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz (%)										12,2%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym (%)										11,1%
Nominalny wzrost wolnych przepływów pieniężnych (%)										1,5%
Wartość rezydualna (mln zł)										730,2
Wartość bieżąca wartości rezydualnej (mln zł)										393,8
Wartość działalności Atrému (mln zł)										681,6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty (mln zł)										72,4
Dług odsetkowy (mln zł)										17,8
Wartość kapitałów własnych Atrému (mln zł)										736,2
Liczba akcji										9 230 079
Wartość kapitałów własnych na jedną akcję Atrému (mln zł)										79,8

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 5. Atem; Wycena porównawcza

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2026P			2027P			2028P		
	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
Budimex	13,9	16,9	23,9	11,3	13,5	19,8	10,3	11,8	17,5
Elektroim	12,7	14,2	19,9	9,7	10,5	14,5	8,1	8,8	12,2
Eiffage	4,5	7,2	9,8	4,2	6,7	8,9	3,9	6,2	8,2
Ferrovial	26,4	38,5	51,6	23,8	34,0	44,7	21,5	29,8	38,9
Arcadis	8,5	12,0	15,5	7,3	9,5	12,2	6,3	8,2	11,0
Koninklijke BAM Groep	6,4	8,6	13,7	5,7	8,9	12,8	5,1	6,4	12,0
NMDC Energy	7,1	8,9	13,3	6,1	7,7	10,1	5,2	6,4	10,4
Średnia	11,3	15,2	21,1	9,7	13,0	17,6	8,6	11,1	15,8
EBITDA; EBIT; NI Atemu (mln zł)	37,4	34,9	30,2	40,9	38,4	33,4	57,9	55,5	47,3
Imlikowane EV Atemu (mln zł)	423,5	530,9	-	397,0	499,1	-	499,2	615,1	-
Dług netto Atemu (mln zł)	-54,5	-54,5	-	-61,5	-61,5	-	-76,7	-76,7	-
Implikowana wartość kapitału własnego Atemu (mln zł)	478,0	585,5	638,1	458,5	560,6	587,1	575,9	691,8	745,3
Liczba akcji Atemu (mln)	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2
Wartość kapitału własnego na jedną akcję Atemu (zł)	51,8	63,4	69,1	49,7	60,7	63,6	62,4	75,0	80,7
Średnia wartość kapitału własnego na jedną akcję Atemu (zł)	64,1								

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Czynniki ryzyka

1. Niedobór/ utrata kadry pracowniczej
2. Wysokie ceny surowców
3. Presja cenowa podwykonawców
4. Pogorszenie płynności finansowej
5. Wahania koniunktury gospodarczej w Polsce

Katalizatory

1. Duże inwestycje w energetykę, zwłaszcza sieci przesyłowe
2. Znaczące inwestycje w sektor obronny
3. Regularne pozyskiwanie kontraktów
4. Wypłaty dywidend (pomimo oczekiwanego wzrostu zapotrzebowania na kapitał)

Sprawozdanie finansowe

Tabela 6. Skonsolidowane sprawozdanie z sytuacji finansowej

(mln zł)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	29,9	46,6	53,4	53,5	53,6	53,6
Rzeczowe aktywa trwałe, WNiP oraz aktywa z tyt. prawa do użytkowania	9,7	11,5	11,1	11,2	11,2	11,3
Nieruchomość inwestycyjna	14,5	15,3	15,8	15,8	15,8	15,8
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	2,7	12,7	12,6	12,6	12,6	12,6
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	2,9	7,1	13,9	13,9	13,9	13,9
Aktywa obrotowe	83,8	130,8	195,5	223,5	245,9	288,1
Zapasy	0,2	0,1	2,0	2,2	2,4	2,8
Aktywa z tytułu umów	4,5	7,9	6,2	6,2	6,2	6,2
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	53,8	70,2	135,9	142,7	157,0	183,7
Pożyczki udzielone	25,1	50,3	42,8	42,8	42,8	42,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	0,2	2,3	8,5	29,6	37,5	52,7
Aktywa razem	113,7	177,4	248,9	277,0	299,5	341,8
Kapitał własny	40,1	51,2	73,2	83,5	89,7	106,9
Zobowiązania razem	73,5	126,2	175,7	193,5	209,8	234,8
Zobowiązania długoterminowe	6,8	10,9	10,3	13,7	14,7	14,7
Zobowiązania nieoprocentowane	2,7	7,8	8,7	8,7	8,7	8,7
Zobowiązania oprocentowane	4,1	3,1	1,6	5,0	6,0	6,0
Zobowiązania krótkoterminowe	66,7	115,3	165,4	179,8	195,1	220,1
Zobowiązania nieoprocentowane	55,6	97,5	157,0	167,0	182,3	207,3
Zobowiązania oprocentowane	11,2	17,8	8,4	12,8	12,8	12,8
Pasywa razem	113,7	177,4	248,9	277,0	299,5	341,8

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 7. Skonsolidowane sprawozdanie z wyniku finansowego i innych całkowitych dochodów

(mln zł)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	142,4	187,4	311,9	327,5	360,3	421,5
Koszt własny sprzedaży	-119,7	-153,0	-245,3	-266,0	-292,5	-331,7
Zysk brutto ze sprzedaży	22,7	34,5	66,6	61,6	67,7	89,8
Koszty sprzedaży	-2,7	-2,6	-2,7	-4,6	-5,1	-5,9
Koszty ogólnego zarządu	-12,1	-13,1	-19,1	-22,8	-25,1	-29,4
Pozostałe przychody operacyjne	1,5	1,4	1,4	1,4	1,6	1,8
Pozostałe koszty operacyjne	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8
EBIT	8,8	19,7	45,6	34,9	38,4	55,5
Przychody finansowe	1,6	4,3	4,4	3,6	4,3	4,4
Koszty finansowe	-2,8	-3,6	-3,2	-1,3	-1,5	-1,5
Zysk przed opodatkowaniem	7,7	20,3	46,9	37,3	41,3	58,4
Podatek dochodowy	-1,7	-4,7	-9,3	-7,1	-7,8	-11,1
Zysk netto	6,0	15,6	37,6	30,2	33,4	47,3

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 8. Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych

(mln zł)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	7,7	20,3	46,9	37,3	41,3	58,4
Podatek dochodowy zapłacony	0,0	-7,1	-8,2	-7,1	-7,8	-11,1
Amortyzacja	2,1	2,0	2,7	2,4	2,4	2,5
Wycena nieruchomości inwestycyjnej	-0,8	-0,7	-0,6	0,0	0,0	0,0
Zmiany w pozycjach bilansowych:	-5,8	-3,8	-43,6	3,0	0,8	-1,9
Zmiana stanu zapasów	0,1	0,2	-2,0	-0,2	-0,2	-0,3
Zmiana stanu należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałych należności	-11,8	-23,5	-71,1	-6,8	-14,3	-26,7
Zmiana stanu zobowiązań z tytułu dostaw i usług, umów, oraz pozostałych zobowiązań	5,9	19,5	29,5	10,0	15,3	25,1
Pozostałe	12,8	21,4	23,4	-2,4	-2,8	-2,9
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	15,9	32,1	20,5	33,3	33,8	44,9
Nabycie (zbycie) rzeczowych aktywów trwałych i wartości niematerialnych	-0,4	-0,1	-0,7	-1,4	-1,4	-1,4
Pożyczki udzielone/spłacone	-16,1	-31,8	10,9	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	1,1	0,5	1,2	3,6	4,3	4,4
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-15,3	-31,4	11,4	2,3	2,9	3,0
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wpływy/spłaty z tytułu zaciągnięcia kredytów	3,7	10,8	-4,8	7,8	1,0	0,0
Dywidendy wypłacone	-1,0	-4,5	-15,6	-19,9	-27,2	-30,1
Zapłacone odsetki od kredytów i leasingów	-1,6	-2,9	-3,1	-1,3	-1,5	-1,5
Pozostałe	-1,5	-1,8	-2,6	-1,1	-1,1	-1,1
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-0,5	1,6	-26,1	-14,5	-28,8	-32,7
Zmiana stanu środków pieniężnych netto	0,1	2,2	5,9	21,0	7,9	15,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początek okresu	0,1	0,2	2,3	8,5	29,6	37,5
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec okresu	0,2	2,3	8,5	29,6	37,5	52,7

Źródło: DM BOŚ SA
Tabela 9. Atrium; Wybrane dane

(mln zł)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	142,4	187,4	311,9	327,5	360,3	421,5
Marża brutto na sprzedaży	16,0%	18,4%	21,4%	18,8%	18,8%	21,3%
EBITDA	10,9	21,7	48,3	37,4	40,9	57,9
Amortyzacja	2,1	2,0	2,7	2,4	2,4	2,5
Zysk (strata) na działalności operacyjnej (EBIT)	8,8	19,7	45,6	34,9	38,4	55,5
Zysk (strata) netto	6,0	15,6	37,6	30,2	33,4	47,3
Zysk na akcję (zł)	0,65	1,69	4,08	3,28	3,62	5,12
Dług (gotówka) netto	-10,0	-31,7	-41,3	-54,5	-61,5	-76,7
Wartość księgowa na akcję (zł)	4,346	5,547	7,932	9,047	9,720	11,585
Dywidenda na akcję (zł)	0,11	0,49	1,69	2,16	2,95	3,26
Nakłady inwestycyjne (Capex)	0,4	0,1	0,7	1,4	1,4	1,4
Wolne przepływy pieniężne (FCF)	3,02	12,47	-6,87	31,21	31,86	42,95
Rentowność kapitałów własnych (ROE)	15,8%	34,2%	60,5%	38,6%	38,6%	48,1%
Rentowność majątku (ROA)	6,0%	10,7%	17,6%	11,5%	11,6%	14,7%

Źródło: DM BOŚ SA

PODSTAWOWE POJĘCIA

Rotacja należności w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach środki pieniężne z tytułu należności trafiają do firmy, liczona według formuły 365/ (przychody ze sprzedaży/ średni stan należności w danym okresie).

Rotacja zapasów w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach zapasy są sprzedawane i odnawiane, liczona według formuły 365/ (koszt sprzedanych towarów/ średni stan zapasów w danym okresie).

Rotacja zobowiązań handlowych w dniach – Pokazuje liczoną w dniach średnią szybkość regulacji zobowiązań handlowych, liczona jest według formuły 365/ (koszt wytworzenia sprzedaży/ średni stan zobowiązań handlowych w danym okresie).

Płynność bieżąca – Pokazuje, w jakim stopniu możliwa jest ewentualna spłata zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę majątku obrotowego, liczona jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Płynność szybka - Pokazuje zdolność do zapłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę najbardziej płynnych składników aktywów obrotowych, liczona jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Wskaźnik pokrycia odsetek – Pokazuje stopień zabezpieczenia obsługi długu, liczony jako stosunek zysku z działalności gospodarczej powiększonego o odsetki do wartości odsetek.

Marża brutto na sprzedaży – Procentowy stosunek zysku brutto ze sprzedaży do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża EBITDA – Procentowy stosunek zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża EBIT – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża zysku przed opodatkowaniem – Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża zysku netto – Procentowy stosunek zysku netto do wartości przychodów ze sprzedaży.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do wartości aktywów przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

EV – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o oprocentowane zobowiązania i pomniejszona o gotówkę i jej odpowiedniki (np.: krótkoterminowe płynne papiery dłużne).

EPS – Zysk netto przypadający na jedną akcję wyemitowaną przez spółkę.

CE – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

Stopa dywidendy brutto – Procentowy stosunek wartości dywidendy przed potrąceniem podatku do bieżącej ceny akcji.

Sprzedaż kasowa – sprzedaż liczona kasowo. Wartość sprzedaży wynikająca ze sprawozdań finansowych za dany okres (ujęta memoriałowo), liczona jako wartość memoriałowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

Kasowe koszty operacyjne – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memoriałowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków odroczonych.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DCF jest to, iż jest ona niezależna od bieżącej rynkowej wyceny spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej. Pragniemy zwrócić uwagę, że wykorzystujemy także inne metody wyceny (na przykład NAV, DDM, czy SOTP), jeśli wymaga tego dany przypadek.

SYSTEM REKOMENDACYJNY

Kupuj – fundamentalnie niedowartościowana (potencjał wzrostu (procentowa różnica pomiędzy 12M EFV i ceną rynkową) powyżej kosztu kapitału) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Trzymaj – albo (i) właściwie wyceniona, lub (ii) fundamentalnie niedowartościowana/przewartościowana, ale brak katalizatorów, które mogą zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Sprzedaj – fundamentalnie przewartościowana (12M EFV < obecna cena rynkowa) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną.

Przeważaj – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot lepszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Neutralnie – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot zbliżony do zwrotu z benchmarku w ciągu następnego kwartału.

Niedoważaj – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot gorszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Historia rekomendacji obejmuje rekomendacje DM BOŚ SA. Rekomendacja zapada w dniu jej zmiany – zapadnięcie poprzez zmianę – lub w dniu, w którym upływa 12 miesięcy od jej wydania – zapadnięcie poprzez upływ czasu, którykolwiek z tych dni okaże się pierwszy. Relatywna stopa zwrotu z rekomendacji oznacza stopę zwrotu z akcji spółki, której rekomendacja dotyczy, w okresie od jej wydania do zapadnięcia (lub w okresie od wydania do chwili obecnej, w przypadku rekomendacji podtrzymywanych) odniesioną do stopy zwrotu z benchmarku w tym samym okresie. Benchmarkiem jest indeks WIG. W przypadku zapadnięcia danej rekomendacji poprzez jej zmianę oraz dla rekomendacji podtrzymywanych, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia stopy zwrotu i relatywnej stopy zwrotu brana jest cena zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia/ podtrzymania rekomendacji oraz wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji. W przypadku, gdy rekomendacja zapadła poprzez upływ czasu, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia relatywnej stopy zwrotu brana jest średnia cen zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji oraz średnia wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji.

Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	41	34	3	5	0	3
Procenty	48%	40%	3%	6%	0%	3%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	29	36	13	5	0	3
Procenty	34%	42%	15%	6%	0%	3%

Banki

Marża odsetkowa netto – Procentowy stosunek wyniku odsetkowego za dany okres sprawozdawczy netto do średniej wartości aktywów w okresie.

Dochody pozaodsetkowe – Suma dochodów z prowizji i opłat, wyniku na operacjach finansowych, wyniku z pozycji wymiany i dochodów z akcji i udziałów.

Spread odsetkowy – Różnica średniego oprocentowania aktywów odsetkowych i średniego oprocentowania pasywów odsetkowych w danym okresie.

Koszty/Dochody – Syntetyczny wskaźnik efektywności pokazujący procentową relację sumy kosztów ogólnych, amortyzacji do wyniku na działalności bankowej powiększonego o pozostałe przychody operacyjne netto.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do średniej w okresie wartości kapitału własnego banku, powiększonego o zysk netto za dany okres.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do średniej wartości aktywów banku w danym okresie.

Kredyty nieregularne – Kredyty zaklasyfikowane do kategorii „koszyka 3”.

Wskaźnik pokrycia kredytów nieregularnych – Procentowy stosunek pokrycia portfela kredytów nieregularnych rezerwami.

Odpisy na rezerwy netto – Różnica między rezerwami utworzonymi i rozwiązanymi w danym okresie.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych banków dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i zmodyfikowaną metodą DDM (zdyskontowanych płatności dywidend). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DDM jest to, że jest ona niezależna od bieżącej wyceny rynkowej spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Wadą metody DDM jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej.

Założenia użyte w opracowaniu wyceny mogą ulec zmianie, wpływając tym samym na poziom wyceny. Wśród najważniejszych założeń wymienić należy wzrost PKB, prognozowany poziom inflacji, zmiany stóp procentowych i kursów walut, poziomu zatrudnienia i zmian wynagrodzeń, popytu na dobra spółki, kształtowania się cen substytutów produktów spółki i cen surowców, intensyfikacji działań konkurencji, kondycji głównych odbiorców produktów spółki i jej dostawców, zmian legislacyjnych, itp. Zmiany zachodzące w otoczeniu spółki są monitorowane przez osoby sporządzające rekomendację, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.

Rekomendacje fundamentalne

Rekomendacje i aktualizacje											
Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M		
Atrem											
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	Kupuj	-	03.09.2025	-	03.09.2025	17.08.2026	39%	-4%	42,00	51,80	-
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	09.10.2025	09.10.2025	-	-	-	45,80	51,80	→
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	30.11.2025	01.12.2025	-	-	-	49,20	74,30	↑
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	01.01.2026	02.01.2026	-	-	-	59,60	74,30	→
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	30.01.2026	30.01.2026	-	-	-	57,80	74,30	→
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	27.02.2026	27.02.2026	-	-	-	54,40	74,30	→
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	26.03.2026	26.03.2026	-	-	-	49,60	74,30	→
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	09.04.2026	09.04.2026	-	-	-	49,15	81,20	↑
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	23.04.2026	23.04.2026	-	-	-	63,40	81,20	→
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	13.05.2026	13.05.2026	-	-	-	59,70	81,20	→
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	16.06.2026	16.06.2026	-	-	-	57,90	81,20	→
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	10.07.2026	10.07.2026	-	-	-	62,90	81,20	→
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	Kupuj	→	17.08.2026	-	17.08.2026	Nie później niż 17.08.2027	-9%	-11%	58,50	81,20	→
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	09.09.2026	09.09.2026	-	-	-	53,30	71,90	↓

* ceny na dzień wydania/aktualizacji są cenami zamknięcia na raporcie z dnia wydania/aktualizacji

Rekomendacje relatywne

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
Atrem							
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	Przeważaj	-	03.09.2025	-	03.09.2025	17.08.2026	-4%
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	09.10.2025	09.10.2025	-	-
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	30.11.2025	01.12.2025	-	-
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	01.01.2026	02.01.2026	-	-
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	30.01.2026	30.01.2026	-	-
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	27.02.2026	27.02.2026	-	-
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	26.03.2026	26.03.2026	-	-
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	09.04.2026	09.04.2026	-	-
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	23.04.2026	23.04.2026	-	-
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	13.05.2026	13.05.2026	-	-
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	16.06.2026	16.06.2026	-	-
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	10.07.2026	10.07.2026	-	-
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	Przeważaj	→	17.08.2026	-	17.08.2026	09.09.2026	-11%
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	Neutralnie	↓	09.09.2026	-	09.09.2026	Nie później niż 09.09.2027	-

* ceny na dzień wydania/aktualizacji są cenami zamknięcia na raporcie z dnia wydania/aktualizacji

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej DM BOŚ) na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (dalej: „GPW”) na podstawie umowy zawartej przez DM BOŚ z GPW w ramach „Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 5.0” opisanego na stronie GPW <https://www.gpw.pl/gpwpa>, dotyczącej sporządzenia opracowania (dalej: „Umowa”), a z tytułu wykonania opracowania DM BOŚ otrzyma wynagrodzenie zgodnie z tą umową.

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 9 września 2026 r., godz. 18:20.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 9 września 2026 r., godz. 18:30.

Raport jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Niniejszy raport stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów” i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2018, poz. 2286 z późn. zm.; dalej: „Ustawa o Obrocie”), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. W szczególności niniejsze opracowanie nie stanowi rekomendacji osobistej sporządzanej w oparciu o indywidualne potrzeby oraz sytuację jakiegokolwiek inwestora. DM BOŚ informuje, że wyłącznie usługa doradztwa inwestycyjnego polega na przygotowaniu i przekazaniu klientowi rekomendacji osobistej w oparciu o potrzeby i sytuację danego klienta. W przypadku chęci uzyskania takiej rekomendacji osobistej konieczne jest zawarcie umowy o świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego w tym zakresie z firmą inwestycyjną świadczącą takie usługi.

Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie. Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie DM BOŚ.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z należytą starannością i rzetelnością. W raporcie wykorzystano publiczne źródła informacji tj. publikacje prasowe, publikacje branżowe, sprawozdania finansowe emitenta, jego raporty bieżące oraz okresowe, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami emitenta przed dniem wydania raportu. Wymienione źródła informacji DM BOŚ uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę DM BOŚ na dzień jego wydania. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszym opracowaniu stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autora na moment jego wydania i mogą być w każdym czasie bez uprzedzenia zmieniane. DM BOŚ informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany na zasadach określonych w Umowie, nie rzadziej niż raz w roku.

DM BOŚ jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy o Obrocie. Nadzór nad DM BOŚ sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DM BOŚ, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie raportu i zawartych w nim opinii inwestycyjnych oraz ich skutki. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów.

Autorskie prawa majątkowe do niniejszego opracowania przysługują GPW. Zasady korzystania z opracowania zostały określone w Umowie. Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie niniejszego raportu wbrew zasadom określonym w Umowie.

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania na dostępnej publicznie stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw#atrem>.

DM BOŚ jest uprawniony do przekazywania raportu lub jego tłumaczenia na języki obce na rzecz swoich klientów, przy czym nie nastąpi to wcześniej niż udostępnienie raportu na stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw#atrem>.

W DM BOŚ obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Szczególnym środkiem organizacyjnym jest stworzenie „chińskich murów”, czyli barier informacyjnych uniemożliwiających niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM BOŚ, którymi zostały rozdzielone poszczególne jednostki organizacyjne DM BOŚ. W uzasadnionych przypadkach DM BOŚ tworzy „chińskie mury” również w związku z realizacją określonego projektu. Ewentualne konflikty interesów dotyczące konkretnej rekomendacji, która jest dostępna publicznie lub dla szerokiego kręgu osób, są ujawnione w rekomendacji albo w dołączonym do niej dokumencie.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy raport otrzymują wynagrodzenie zmienne zależne pośrednio od wyników finansowych DM BOŚ, które z kolei zależą – między innymi – od wyniku osiągniętego ze świadczenia usług maklerskich.

DM BOŚ nie posiada żadnej długiej ani krótkiej pozycji netto przekraczającej łącznie 0,5% kapitału podstawowego emitenta w odniesieniu do spółki/spółek, których dotyczy niniejszy raport.

Poza wyżej wymienionymi przypadkami, pomiędzy DM BOŚ, analitykiem/analitykami przygotowującymi niniejszy raport, a emitentem/emitentami papierów wartościowych, których dotyczy niniejszy raport nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta. DM BOŚ nie zawarł z analizowaną spółką/spółkami umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji.

Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem.

Historia wszystkich rekomendacji wydanych przez DM BOŚ w ciągu ostatnich 12 miesięcy znajduje się pod następującym linkiem: <https://bossa.pl/analizy/rekomendacje>

Maklerzy

Piotr Kalbarczyk
tel.: +48 (22) 504 32 43
p.kalbarczyk@bossa.pl

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

Sylwia Jaśkiewicz, CFA
(Materiały budowlane,
dobra konsumpcyjne,
ochrona zdrowia & biotechnologia)

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumpcyjne, gry wideo)

Łukasz Prokopiuk, CFA
(Surowce (Chemia, górnictwo, paliwa))

Michał Sobolewski, CFA, FRM
(Banki i finanse specjalne)

Jakub Viscardi
(Telekomunikacja,
dobra podstawowe i konsumpcyjne,
dystrybutorzy IT)

Maciej Wewiórski
(Deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości, budownictwo)

Mikołaj Stępień
(Dobra podstawowe i konsumpcyjne,
media & rozrywka)

Michał Zamel
Analityk

Copyright © 2026 by DM BOŚ S.A.

**Dom Maklerski Banku Ochrony
Środowiska Spółka Akcyjna**
ul. Marszałkowska 78/80
00-517 Warszawa
bossa.pl
Informacja: (+48) 0 801 104 104