

29/2025/GPW (73) 3 września 2025

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

Atrem

1. Historia, akcjonariat i struktura organizacyjna	3
2. Model biznesowy i strategia	4
2.1. Restrukturyzacja i koncentracja na rentowności	4
2.2. Kompleksowy model biznesowy „end-to-end”	5
2.3. Segmenty działalności i kluczowi odbiorcy	5
2.4. Najważniejsze kontrakty	6
2.5. Polityka dywidendowa	7
2.6. Porównanie spółek	7
2.7. Ryzyka występujące w działalności Spółki	7
2.8. Analiza według modelu 5 sił Portera	10
3. Rynek	12
4. Wycena	14
5. Finanse	16
6. Sprawozdanie finansowe	17
7. Słowniczek	20

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

Atrem to doświadczona spółka inżynierska o wysokiej specjalizacji w obszarze automatyki przemysłowej, elektroenergetyki oraz infrastruktury technologicznej, działająca na polskim rynku od 1999 roku. W naszej ocenie Atrem reprezentuje atrakcyjny profil inwestycyjny, wynikający zarówno z rosnącego potencjału rynku, jak i silnych fundamentów operacyjnych samej spółki.

Przede wszystkim istotnym katalizatorem wzrostu będą nadchodzące rekordowe inwestycje w polski sektor energetyczny, w szczególności modernizacja i rozbudowa sieci przesyłowych oraz infrastruktury wysokich i średnich napięć. Według ogólnokrajowych planów inwestycyjnych w najbliższej dekadzie wydatki w tym obszarze mają sięgnąć łącznie około 200 mld zł. Wysoka specjalizacja Atremu w zakresie budowy stacji WN/SN oraz instalacji energetycznych w połączeniu z potwierdzonymi referencjami (m.in. od Energi, Enei, GazSystemu) pozycjonuje Spółkę jako bezpośredniego beneficjenta tych procesów.

Drugim kluczowym katalizatorem jest stale rosnący portfel zamówień. Spółka realizuje obecnie m.in. prestiżowy kontrakt z Orlenem w ramach projektu Olefiny III, a także prowadzi modernizację systemów pomiarowych dla Wód Polskich i budowę stacji elektroenergetycznych dla Enea Operator. Istotnym wyróżnikiem Atremu pozostaje zdolność do pozyskiwania kontraktów wysokomarżowych i technologicznie złożonych – także w formule EPC.

Na uwagę zasługuje również dywersyfikacja źródeł przychodów, w tym ekspozycja na rynek OZE (biogazownie, PV, kogeneracja), a ostatnio także sektor obronny, gdzie Atrem wygrywa przetargi modernizacyjne. Tak szeroki profil operacyjny zapewnia odporność na cykliczne zmiany w poszczególnych segmentach rynku.

29/2025/GPW (73) 3 września 2025

Analitik: Maciej Wewiórski, Michał Zamel

Sektor: Budownictwo

Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (–)

Rekomendacja relatywna: Przeważaj (–)

Kurs: 42,00 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 51,8 zł (–)

Kapitalizacja: 106 mln US\$

Bloomberg: ATR PW

Średni obrót dzienny: 0,14 mln US\$

12M przedział kursowy: 10,70-46,80 zł

Free float: 23%

Skorygowane zyski

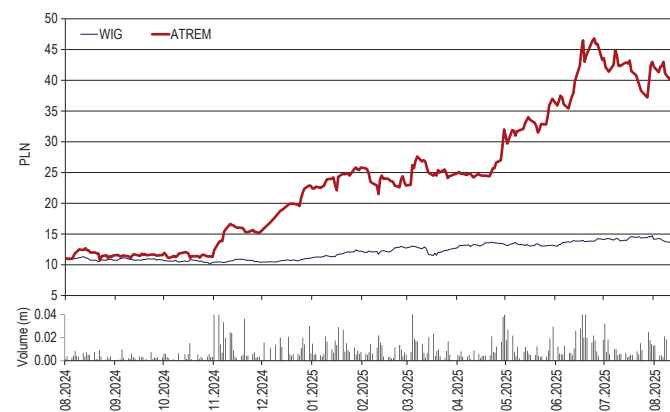
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

PSR skonsolidowane		2024	2025E	2026E	2027E
Sprzedaż	mln PLN	187,4	234,3	281,1	337,4
EBITDA	mln PLN	21,7	31,0	36,6	43,5
EBIT	mln PLN	19,7	28,4	34,0	40,8
Zysk netto	mln PLN	15,6	24,4	29,4	35,6
EPS	PLN	1,69	2,64	3,19	3,86
Zmiana EPS rok-na-rok	%	162,2	56,3	20,6	21,0
Dług netto	mln PLN	-31,7	-41,9	-53,5	-67,6
P/E	x	24,8	15,9	13,2	10,9
P/CE	x	22,0	14,4	12,1	10,1
EV/EBITDA	x	16,4	11,2	9,1	7,4
EV/EBIT	x	18,1	12,2	9,8	7,8
EV/Sprzedaż	x	1,9	1,5	1,2	0,9
Stopa dywidendy brutto	%	1,2	4,0	5,7	6,8
DPS	PLN	0,49	1,69	2,38	2,87
Liczba akcji	m	9,2	9,2	9,2	9,2

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Ostatnie wydarzenia

1. Wyniki za 2024 rok: 24 marca 2025
2. Wyniki za I kwartał 2025: 22 maja 2025
3. Dzień dywidendy: 11 sierpnia 2025
4. Wyniki za I półrocze 2025: 27 sierpnia 2025

Najbliższe wydarzenia

1. Wyniki za III kwartał 2025: 19 listopada 2025

Struktura właścicielska z dominującym udziałem GK Immobile (71,7%) zapewnia jednocześnie stabilność operacyjną i dostęp do dodatkowych synergii w ramach Grupy. Model działania Atremu charakteryzuje się niskim zadłużeniem, co pozostawia przestrzeń do pozyskiwania kapitału na realizację rosnącej liczby projektów bez nadmiernego ryzyka finansowego.

Po stronie ryzyk identyfikujemy przede wszystkim (i) zależność od kontraktów publicznych (wydłużone płatności, ryzyko zmian w harmonogramie, ryzyko polityczne), (ii) presję kosztową ze strony podwykonawców w otoczeniu wysokiej inflacji, oraz (iii) ryzyko utraty kluczowych pracowników w środowisku tzw. wysypu kontraktów. Niemniej doświadczenie Atremu w zarządzaniu projektami, dbałość o planowanie kariery pracowników i selektywne ofertowanie stanowią narzędzia łagodzące te ryzyka.

Na koniec warto podkreślić stabilną politykę dywidendową Spółki, z regularnymi wypłatami od 2022 roku. W 2025 r. zatwierdzono rekordową dywidendę w wysokości 1,69 zł na akcję (za rok 2024), co – przy niskich potrzebach inwestycyjnych w środki trwałe – sprawia, że Atrem jest interesującą propozycją także dla inwestorów dywidendowych.

Podsumowując, Atrem jest w naszej opinii spółką o solidnych fundamentach, wysokim potencjale wzrostu wynikającym z otoczenia rynkowego, atrakcyjnym profilem dochodowym i dobrej egzekucji operacyjnej. Łącznie te czynniki przemawiają za pozytywną oceną inwestycyjną i uzasadniają uwzględnienie Spółki w portfolio inwestora średnio- i długoterminowego, zorientowanego na wzrost i stabilny dochód.

Rozpoczynamy pokrycie analityczne długoterminową rekomendacją Kupuj, krótkoterminową relatywną rekomendacją Przeważaj i wyceną 51,8 zł na akcję.

Czynniki ryzyka

1. Niedobór/ utrata kadry pracowniczej
2. Wysokie ceny surowców
3. Presja cenowa podwykonawców
4. Pogorszenie płynności finansowej
5. Wahanía koniunktury gospodarczej w Polsce
6. Ryzyko świadczenia usług do podmiotów z dominującym udziałem Skarbu Państwa

Katalizatory

1. Masywne 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)

Przewagi konkurencyjne

1. Kompleksowy model biznesowy „od projektu do serwisu”
2. Specjalistyczna wiedza i certyfikacje w automatyce i sektorze wojskowym
3. Silna obecność w kluczowych sektorach: energetyka, gazownictwo, OZE
4. Rosnące przychody, kontrola kosztów i wzrost marż
5. Transparentność i giełdowy status
6. Innowacyjność i zaangażowanie w OZE i biometan

1. Historia, akcjonariat i struktura organizacyjna

Debiut na GPW w 2008 roku

Historia marki Atrem rozpoczyna się w 1999 roku. W 2007 nastąpiło przejęcie spółki Contrast i powstanie Grupy Atrem. W kolejnych roku dołączyły kolejne spółki, które następnie połączyły się z Atremem. Ważny był rok 2008, kiedy Atrem zadebiutował na GPW. W 2019 roku Spółka została przejęta przez obecnego głównego akcjonariusza, GK Immobile. Kolejne lata upłynęły pod znakiem rozwoju, w tym pozyskiwania kontraktów.

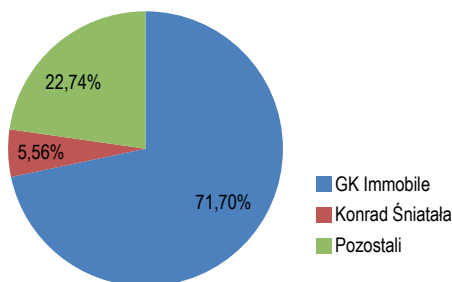
Ok. 23% akcji w wolnym obrocie

Głównym akcjonariuszem Spółki jest GK Immobile posiadająca 71,7% udziałów w kapitale i głosach. Znaczącym akcjonariuszem jest również Konrad Śniatała. Free float wynosi 22,74%. Akcje nie są uprzywilejowane co do głosu. Główny akcjonariusz jest kontrolowany przez Rafała Jerzego z ponad 60% udziałów w Grupie kontrolującej Atrem. GK Immobile prowadzi działalność w kilku obszarach, wśród których znajdują się (i) działalność przemysłowa (poprzez spółkę PJP Makrum), która obejmuje między innymi systemy przeładunkowe, parkingi oraz budowę maszyn krusząco-mielących, (ii) budownictwo przemysłowe (Projprzem – obiekty przemysłowe, handlowe, mieszkaniowe, biurowe), (iii) działalność w sektorze hotelarskim (Focus Hotels) oraz (iv) budownictwo energetyczne (spółka Atrem).

Struktura organizacyjna Aatrem

Struktura organizacyjna Grupy Atrem jest stosunkowo prosta. W jej skład wchodzi spółka Atrem SA (podmiot dominujący) oraz dwie spółki zależne – Bio Atrem 1 Sp. z o.o. oraz Bio Atrem 2 Sp. z o.o.

Wykres 1. Atrem: Struktura akcjonariatu



Źródło: Spółka

Wykres 2. Atrem; Schemat Grupy Kapitałowej ATREM



Źródło: Spółka

Wykres 3. Schemat Grupy Kapitałowej Immobile



Źródło: Spółka

2. Model biznesowy i strategia

- ▲ Atrem, spółka zależna Grupy Immobile, jest firmą inżynierską działającą w obszarze energetycznym.
- ▲ Głównymi odbiorcami są państwowe podmioty z sektora energetycznego. Wśród najważniejszych kontraktów są umowy z Orlenem oraz Wodami Polskimi.
- ▲ Spółka nie ma formalnie przyjętej polityki dywidendowej, natomiast od 2022 chętnie dzieli się zyskiem z akcjonariuszami.

Atrem pracuje dla strategicznych spółek z udziałem Skarbu Państwa

Atrem to działająca od 1999 roku firma inżynierska z siedzibą w Bydgoszczy, która specjalizuje się w automatyce przemysłowej oraz elektroenergetyce, oferując kompleksowe rozwiązania obejmujące projektowanie, wykonawstwo, a także eksploatację i serwis instalacji. Atrem realizuje kontrakty zarówno jako generalny wykonawca, jak i podwykonawca największych polskich grup budowlanych, obsługując sektor infrastruktury, energetykę, gazownictwo, odnawialnych źródeł energii (OZE), telekomunikację, a także budownictwo kubaturowe i logistyczne. Do istotnych projektów należą m.in. modernizacje stacji 110/15 kV, budowa inteligentnych sieci energetycznych, instalacji teletechnicznych, systemów hydrologicznych realizowanych dla takich podmiotów jak EnergaOperator, Enea Operator, PGNiG, GAZSYSTEM oraz systemu sortowania dla Poczty Polskiej. Ponadto Atrem rozwija działalność w obszarze OZE – buduje farmy wiatrowe, systemy fotowoltaiczne, biogazownie oraz rozwiązania kogeneracyjne i trigeneracyjne, a także opracowuje autorskie rozwiązania IT wspierające logistykę, obieg dokumentów i wizualizację procesów technologicznych.

2.1. Restrukturyzacja i koncentracja na rentowności

Udana restrukturyzacja

Po przejęciu Atremu przez Grupę Kapitałową Immobile w 2019 roku Spółka przeszła gruntowną restrukturyzację operacyjną i strategiczną. Wcześniej funkcjonowała jako dość rozproszony wykonawca mniejszych projektów, z niską marżowością i wysoką ekspozycją na czynniki zewnętrzne (np. opóźnienia inwestycyjne, problemy z podwykonawcami, błędy ofertowe). W latach 2017–2019 generowała straty netto, a rentowność była ujemna.

Zmiany w strategii polegały m.in. na:

- odejściu od niskomarżowych zleceń i nadmiernie konkurencyjnych przetargów,
- koncentracji na projektach z większą wartością jednostkową, gdzie można osiągnąć lepszą kontrolę kosztową i wyższą marżę,
- poprawie procesu ofertowania (większa selektywność, analiza ryzyk, precyzyjne szacunki kosztowe),
- wzmocnieniu zespołów inżynierskich i zarządzających projektami.

Efektom była poprawa wyników finansowych od 2020 r. z kolejnymi latami przynoszącymi zyski. Marża brutto na sprzedaży, która przed 2020 nie sięgała 10%, wzrosła do ponad 21% w I poł. 2025 r. Rentowność netto osiągnęła w 2024 roku poziom 8,3%.

2.2. Kompleksowy model biznesowy „end-to-end”

Wysokie marże dzięki modelowi „end-to-end”

W odróżnieniu od wielu firm inżynierskich i instalacyjnych w Polsce Atrem buduje pełny łańcuch wartości w realizacji projektów infrastrukturalnych. Jest to model „end-to-end”, co oznacza, że Spółka:

- **projektuje** instalacje automatyki, elektroenergetyki czy systemów teletechnicznych – często we współpracy z zamawiającym;
- **realizuje prace wykonawcze** – obejmuje to dostawę, montaż, instalację i integrację wszystkich komponentów systemów;
- **uruchamia i testuje** infrastrukturę techniczną, w tym systemy nadzoru, sterowania i SCADA;
- **prowadzi serwis i eksploatację** (co umożliwia utrzymanie kontaktu z klientem po zakończeniu projektu).

Ten model przekłada się na wyższą wartość dodaną, lojalność klientów i wyższe marże. Pozwala również lepiej zarządzać ryzykiem projektowym i eliminować problemy wynikające z niespójności pomiędzy fazami inwestycyjnymi (projektowanie – wykonawstwo – eksploatacja).

2.3. Segmenty działalności i kluczowi odbiorcy

Atrem działa w specjalistycznych obszarach

Atrem działa w ściśle zdefiniowanych, specjalistycznych obszarach:

- **Automatyka przemysłowa**
 - Projekty związane z systemami zarządzania procesami technologicznymi w zakładach przemysłowych.
 - Integracja systemów sterowania, wizualizacji, zdalnego monitoringu.
 - Klienci to m.in. PKN Orlen, GAZ-SYSTEM, systemy oczyszczania ścieków, sieci przesyłu gazu i energii.
- **Elektroenergetyka**
 - Budowa i modernizacja sieci niskiego, średniego i wysokiego napięcia.
 - Modernizacja stacji transformatorowych, rozdzielni, podstacji.
 - Prace dla operatorów systemów dystrybucyjnych (OSD), takich jak Enea, PGE, Energa Operator.
- **Teletechnika i metrologia**
 - Systemy alarmowe, teleinformatyczne, systemy kontroli dostępu, CCTV dla obiektów publicznych i przemysłowych.
 - Wdrażanie systemów metrologii przepływu gazu i energii.
 - Integracja z infrastrukturą krytyczną (np. stacje LNG, sieci przesyłowe).

Dzięki takiej strukturze Atrem ma klientów zarówno w sektorze publicznym (m.in. PGNiG, Wody Polskie, Orlen), jak i prywatnym, a także wojskowym. Daje to wysoką stabilność kontraktów, odporność na cykle koniunkturalne i możliwość wykorzystania synergii międzysegmentowych.

■ Ekspansja w sektorze biometanu

Inwestycje w biometan

W ramach strategicznej dywersyfikacji i ekspozycji na zieloną transformację energetyczną Atrem planuje rozwój własnych instalacji produkcji biometanu. Realizacja tego celu odbywa się przez spółki celowe: Bio Atrem 1 sp. z o.o. i Bio Atrem 2 Sp. z o.o.

Spółka planuje budowę dwóch biometanowni, a realizacja pierwszych inwestycji może ruszyć już w br. Obiekty te mają opierać się na lokalnym surowcu (odpady rolnicze, gnojowica, biomasa), a pozyskiwany biogaz będzie oczyszczany do standardu biometanu i wtłaczany do sieci gazowej.

Strategia ta (i) umożliwia wejście w stabilne strumienie przychodów opartych na długoterminowych kontraktach odbiorczych, (ii) wpisuje się w unijną politykę dekarbonizacji sektora gazowego, oraz (iii) pozwala wykorzystać istniejące kompetencje Atremu w zakresie projektowania i automatyki dla sektora gazowego.

2.4. Najważniejsze kontrakty

Orlen

Największym realizowanym obecnie kontraktem jest umowa z Orlenem na realizację części prac przy projekcie Olefiny III. Wartość umowy podpisanej w 2023 roku sięga prawie 1,3 mld zł netto, z czego ok. 20% przypada na Atrem. Kontrakt zakłada realizację szeregu instalacji w tym Instalacji Wody Zdekarbonizowanej, Instalację Wydzielania Osadu czy też Stacji Demineralizacji Wody. Pomimo zmian w projekcie prace, które wykonuje Atrem, są kontynuowane, istnieje również możliwość nieznacznego zwiększenia zakresu prac oraz długości trwania kontraktu.

Wody Polskie

Drugi znaczący kontrakt został zawarty z Wodami Polskimi w 2022 roku na Modernizację Systemów Pomiarów Hydrologicznych. Wartość kontraktu, również realizowanego w konsorcjum, wynosi 153 mln zł, z czego nieco ponad połowa (80 mln zł) jest przeznaczona dla Atremu.

Enea

Trzecim dużym kontraktem jest umowa z Enea Operator na wybudowanie stacji 110/15 kV Gdańska przy EC Szczecin. Wynagrodzenie konsorcjum wynosi 90 mln zł, a wartość kontraktu dla Spółki sięgają 47 mln zł.

2.5. Polityka dywidendowa

Atrem chętnie dzieli się zyskami z akcjonariuszami

Spółka nie uchwaliła polityki dywidendowej. Jednak od roku 2022 Atrem chętnie dzieli się zyskami z akcjonariuszami. Wskazujemy na (i) wzrostowy trend dywidend w reakcji na rosnący zysk netto i stabilność finansową, (ii) regularność wypłat, oraz (iii) elastyczność struktury wypłaty (transze) umożliwiającą dostosowanie się do warunków finansowych Spółki. Pragniemy również zwrócić uwagę na niewielkie potrzeby kapitałowe Atremu tak pod względem wydatków inwestycyjnych na aktywa trwałe, jak i na kapitał obrotowy, który często jest mocno wspomagany sowitymi zaliczkami na realizację kontraktów przekazywanymi przez kontrahentów. Podsumowując akcje Atremu mogą w naszej ocenie stanowić ciekawą inwestycję portfelową dla inwestorów ukierunkowanych na stały dochód.

Tabela 1. Atrem; Wypłacone kwoty dywidend na akcję

Rok	Dywidenda (zł/ akcję)
2022	0,66
2023	0,11
2024	0,49
2025*	1,69

* dla roku 2024 (wypłata w 2025 r.). Zwyczajne Walne Zgromadzenie (27 czerwca 2025 r.) zatwierdziło przeznaczenie całego zysku netto za 2024 rok wynoszącego 15 611 tys. zł na wypłatę dywidendy (1,69 zł na akcję). 11 sierpnia br. został ustalony dzień nabycia prawa do dywidendy r. Wypłata odbędzie się w trzech ratach:

- 19 sierpnia 2025 r. – 0,56 zł na akcję (łącznie 5 168 844,24 zł),
- 19 września 2025 r. – 0,56 zł na akcję (5 168 844,24 zł),
- 17 października 2025 r. – 0,57 zł na akcję (5 261 145,03 zł).

Dywidendą objęte są wszystkie akcje Spółki – 9 230 079 sztuk.

Źródło: DM BOŚ SA

2.6. Porównanie spółek

Atrem vs Elektrotim

Atrem wykazuje szereg podobieństw do Elektrotimu

Spośród spółek notowanych na GPW Atrem najbardziej przypomina Elektrotim. W naszej ocenie obie spółki są bardzo porównywalne. Prowadzą działalność w tych samych segmentach – sektor energetyczny (budownictwo) i coraz szerzej wchodzi w działalność z obszaru militarnego. Oba podmioty cechuje podobna rentowność na wszystkich poziomach (minimalnie wyższa w przypadku Atremu). Zarówno Atrem, jak i Elektrotim ma niskie zadłużenie, co daje szerokie możliwości zwiększania kapitału obrotowego na potrzeby realizacji dużej ilości kontraktów, a także pozostawia przestrzeń do wypłaty dywidendy, zwłaszcza przy rosnących wynikach. Pod względem skali prowadzonego biznesu (przychodów ze sprzedaży) Atrem jest mniejszą spółką, ale z relatywnie większym portfelem zamówień, co może być częściowo tłumaczone przez fakt, że w przypadku Elektrotimu portfel zamówień jest nieco krótszy. Znaczącymi odbiorcami w obu przypadkach są podmioty z sektora energetycznego.

2.7. Ryzyka występujące w działalności Spółki

Identyfikacja ryzyka

Ryzyka koncentrują się w dwóch obszarach – związanych z pracownikami (niedobory pracowników i koszty wynagrodzeń oraz presja kosztowa ze strony podwykonawców), a także publicznymi zamawiającymi.

2.7.1. Utrata kluczowych pracowników i presja płacowa

Jednym z podstawowych ryzyk jest w naszej opinii ryzyko związane z utratą kluczowych pracowników. Pozyskanie ekspertów z rynku jest drogie i czasochłonne, a ich brak, nawet przejściowy, może negatywnie wpłynąć na możliwość realizacji kontraktów. W przyszłości jako istotne postrzegamy ryzyko podkupywania grup pracowników przez spółki konkurencyjne. Z dostępnością pracowników wiąże się również presja na wzrost płac, co może negatywnie wpływać na marże uzyskiwane przez Spółkę.

2.7.2. Presja ze strony podwykonawców

Ogłoszenie wielu przetargów w relatywnie krótkim okresie czasu może doprowadzić do presji kosztowej ze strony podwykonawców, co może utrudnić realizację kontraktów przez Spółkę lub negatywnie wpłynąć na marże realizowane na kontaktach. W dużych projektach często angażowani są podwykonawcy, co zwiększa ryzyko błędów wykonawczych, sporów kontraktowych, opóźnień i roszczeń regresowych, a to z kolei może skutkować karami umownymi, odszkodowaniami, a nawet kosztownymi i długotrwałymi sporami sądowymi, za czym idzie wzrost kosztów własnych nadzoru i *compliance*.

2.7.3. Ryzyko świadczenia usług dla podmiotów z dominującym udziałem Skarbu Państwa

■ Ryzyko opóźnień płatności

W kontraktach publicznych często obowiązują długie terminy płatności (60–120 dni), co znacząco wpływa na cykl konwersji gotówki. W przypadku sporu z zamawiającym (np. błędy w wykonaniu, niejasności interpretacyjne) płatność może zostać wstrzymana lub opóźniona, co powoduje presję na kapitał oborowy i płynność.

■ Ryzyko arbitralnych zmian lub rozwiązania kontraktu

Umowy publiczne często zawierają klauzule jednostronnego wypowiedzenia z tzw. ważnych powodów lub ze względu na interes publiczny. Organy administracji mogą zmieniać zakres, harmonogram lub nawet rozwiązać kontrakt – często z ograniczoną rekompensatą. Może to prowadzić do nieprzewidywalności przychodów, potencjalnej utraty rentowności w już zaawansowanych projektach, utrudnia planowanie kosztów i zasobów (np. podwykonawcy, maszyny).

■ Ryzyko kosztowe i indeksacyjne (inflacja)

Wiele kontraktów jest zawieranych w trybie „fixed-price” – brak mechanizmu automatycznej waloryzacji przy inflacji cen materiałów i robocizny prowadzi do erozji marży. Indeksy kosztowe w Polsce (np. GUS) publikowane są z opóźnieniem, a aktualizacja wynagrodzenia w kontraktach może być biurokratycznie opóźniona. W rezultacie może dojść do spadku marży EBITDA projektu i ograniczenia elastyczności zarządzania kosztem w warunkach wzrostu cen.

■ Ryzyko proceduralno-regulacyjne

Postępowania prowadzone są wg Prawa Zamówień Publicznych (PZP), co oznacza długie, biurokratyczne procedury, obowiązek składania zabezpieczeń należytego wykonania (np. gwarancje bankowe), tworzy potencjalne ryzyko odwołań i zaskarżeń (KIO). To może skutkować wydłużonym czasem pozyskania i rozpoczęcia realizacji kontraktów, wysokimi kosztami obsługi prawnej, gwarancji i administracji.

■ Ryzyko koncentracji odbiorców

Znaczna część przychodów generowana jest przez kilku głównych zamawiających (np. Orlen, GazSystem). W przypadku rezygnacji, opóźnienia lub zmiany harmonogramu inwestycyjnego jednego z nich istnieje silny wpływ na wyniki finansowe. Może to prowadzić do wysokiej zmienności przychodów między okresami, konieczności szybkiej dywersyfikacji portfela klientów lub ekspansji na rynek prywatny.

■ Ryzyko polityczne i budżetowe

Kontrakty publiczne zależą od decyzji politycznych oraz budżetu państwa i środków unijnych. W sytuacji ograniczenia finansowania (np. zawieszenie środków z KPO, korekty budżetu centralnego) przetargi mogą zostać opóźnione lub anulowane. To ryzyko może prowadzić do niestabilności portfela zamówień i wzrostu konkurencji (większa liczba ubiegających się o mniejszą pulę projektów, spadek marż, agresywne ofertowanie).

Tabela 2. Atrem; Ryzyka

Grupa ryzyk	Ryzyko	Prawdopodob. wystąpienia	Znaczenie dla działalności Spółki	Wpływ na wynik	Wpływ na kapitał własny
Ryzyka wewnętrzne					
Ryzyko związane z działalnością Spółki	Ryzyko związane z utratą kluczowych pracowników	Średnie	Wysokie	Wysokie	Średnie
	Ryzyko wzrostu kosztów zatrudnienia pracowników	Wysokie	Średnie	Średnie	Średnie
	Ryzyko związane z niewywiązaniem się lub nienależytym wywiązaniem się z warunków umowy	Średnie	Wysokie	Średnie	Niskie
	Ryzyko związane z wielkością portfela zamówień	Niskie	Wysokie	Wysokie	Wysokie
	Ryzyko wystąpienia wypadków przy pracy	Niskie	Średnie	Niskie	Niskie
	Ryzyko związane z prowadzoną działalnością operacyjną	Średnie	Średnie	Średnie	Średnie
	Ryzyko związane z ewentualnym brakiem płynności finansowej	Średnie	Wysokie	Wysokie	Wysokie
	Ryzyko negatywnego dla Emitenta rozstrzygnięcia sporów sądowych	Średnie	Wysokie	Wysokie	Wysokie
Ryzyka zewnętrzne					
Ryzyka finansowe	Ryzyko zmienności stóp procentowych	Wysokie	Średnie	Niskie	Niskie
	Ryzyko kursu walutowego	Wysokie	Średnie	Średnie	Niskie
	Ryzyko ubezpieczeniowe	Średnie	Wysokie	Niskie	Niskie
Ryzyka związane z koniunkturą	Ryzyko związane z sezonowością branży	Średnie	Niskie	Niskie	Niskie
	Ryzyko związane z koniunkturą gospodarczą w Polsce	Wysokie	Wysokie	Średnie	Średnie
	Ryzyko zmiany cen	Wysokie	Wysokie	Średnie	Niskie
	Ryzyko niewypłacalności odbiorców	Niskie	Wysokie	Wysokie	Wysokie
	Ryzyko związane z działalnością eksploatacyjną	Średnie	Niskie	Niskie	Niskie
Ryzyka związane z konkurencją	Ryzyko niesolidnych dostawców materiałów i podwykonawców	Średnie	Wysokie	Wysokie	Średnie
	Ryzyko konkurencji	Średnie	Średnie	Średnie	Średnie
	Ryzyko związane z uzależnieniem od kluczowych odbiorców	Średnie	Średnie	Niskie	Niskie
	Ryzyko nierealizowania kontraktów przez podmioty będące w konsorcjum ze Spółką zrealizowania takich kontraktów z opóźnieniem	Średnie	Wysokie	Wysokie	Średnie
	Ryzyko niekorzystnych zmian przepisów podatkowych	Średnie	Średnie	Niskie	Niskie
Ryzyka prawne	Ryzyko niekorzystnych zmian przepisów prawnych innych niż przepisy podatkowe	Niskie	Średnie	Niskie	Niskie

Źródło: Spółka

■ Ryzyko wykonawcze i podwykonawcze

W dużych projektach często angażowani są podwykonawcy, co zwiększa ryzyko błędów wykonawczych, sporów kontraktowych, opóźnień i roszczeń regresowych. Ryzyko to generuje możliwość naliczenia kar umownych, odszkodowań, i kosztownych i długotrwałych sporów sądowych, za czym idzie wzrost kosztów własnych nadzoru i *compliance*.

2.8. Analiza według modelu 5 sił Portera

5 sił wg Portera – analiza

■ Siła przetargowa dostawców

Nasza ocena: Niska do umiarkowanej

Atrem działa jako integrator systemów i wykonawca kontraktów EPC, co oznacza, że zakupy materiałów i technologii stanowią istotną część kosztów. Rynek dostawców (elektryka, automatyka, HVAC, IT) jest rozproszony i konkurencyjny, co wzmacnia pozycję negocjacyjną spółki. Duży backlog umożliwia hurtowe zakupy i dodatkową siłę w negocjacjach. Wyjątek stanowią projekty wymagające szczególnych komponentów technologicznych.

Wniosek: Niska presja kosztowa ze strony dostawców, z wyjątkiem projektów specjalistycznych.

■ Siła przetargowa klientów

Nasza ocena: Wysoka

Głównymi klientami Atremu są podmioty publiczne i energetyczne (Orlen, GazSystem, PGE), posiadające dominującą pozycję negocjacyjną. Przetargi są mocno konkurencyjne i skoncentrowane na cenie, często z dodatkowymi wymaganiami (kary umowne, gwarancje, *compliance*). Strategia Atremu polega na selektywnym uczestnictwie w przetargach, co częściowo ogranicza tę presję, lecz siła klientów nadal pozostaje wysoka.

Wniosek: Trwałe ryzyko niskich marż w projektach publicznych.

■ Zagrożenie ze strony nowych wejść

Nasza ocena: Niska

Sektor EPC i infrastrukturalny wymaga dużego kapitału, referencji, knowhow, umiejętności procedowania w przetargach publicznych, zdolności do gwarancji oraz dostępu do wykwalifikowanej kadry. Atrem ma ponad 20 lat doświadczenia, wsparcie właścicielskie (GK Immobile), solidne referencje i możliwości do obsługi dużych projektów, co buduje wysokie bariery wejścia.

Wniosek: Niskie ryzyko nowych graczy zdolnych zagrozić pozycji Atremu.

■ Zagrożenie substytutami

Nasza ocena: Niska

Usługi Atremu (automatyka procesowa, elektroenergetyka) są wysoko specjalistyczne, co ogranicza możliwość substytucji. Potencjalne zmiany technologiczne (np. kogeneracja → baterie, gaz → biometan) są adaptowane przez Spółkę (rozwój biometanowni, PV).

Wniosek: Niska presja substytucyjna przy jednoczesnej elastyczności w adaptacji oferty.

■ Rywalizacja wewnątrz sektora

Nasza ocena: Wysoka

Rynek infrastrukturalny w Polsce jest silnie konkurencyjny – działają tu firmy takie jak ZUE, Elektrotim, Budimex oraz dodatkowo spółki zależne dużych grup energetycznych. Konkurencja opiera się przede wszystkim na cenie, jakości, terminowości i relacjach przetargowych. Atrem ograniczył ryzyko niskomargiowych kontraktów przez restrukturyzację, lecz rywalizacja pozostaje intensywna.

Wniosek: Wysoka presja konkurencyjna w przetargach na prestiżowe kontrakty.

Tabela 3. Atrem; Analiza według modelu 5 sił Portera

Siła Portera	Poziom	Kluczowe wnioski
Siła dostawców	Niska	Duże rozproszenie rynku, Atrem ma mocną pozycję negocjacyjną
Siła klientów	Wysoka	Dominacja dużych klientów publicznych i korporacyjnych, presja na marże
Nowi gracze	Niska	Bariery kapitałowe, techniczne i instytucjonalne skutecznie chronią pozycję Atremu
Substytuty	Niska	Brak bezpośrednich zamienników, silna adaptacja do zmian technologicznych
Rywalizacja konkurencyjna	Wysoka	Intensywna konkurencja cenowa i jakościowa w projektach EPC

Źródło: DM BOS SA

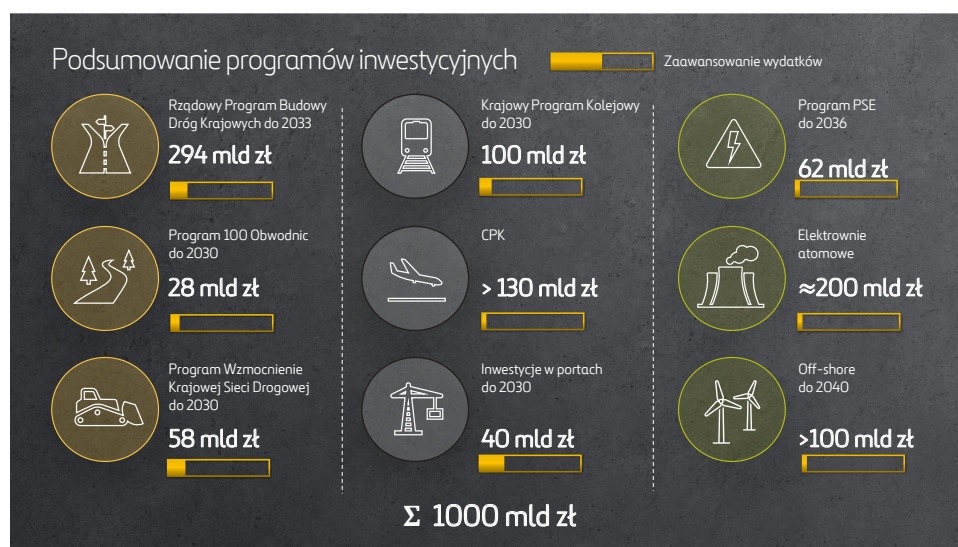
3. Rynek

- ▲ Rynek inżynierii energetycznej powinien dynamicznie rosnąć w kolejnych latach na fali masowych wydatków w sektorze energetycznym. Wydatki państwowych podmiotów na budowę i modernizację sieci dystrybucji mają wynieść ponad 250 mld zł w ciągu najbliższej dekady. Dodatkowo poza wydatkami na sieć przesyłową, nakłady inwestycyjne w obszarze energetyki będą związane z realizacją szeregu ważnych projektów takich jak CPK, elektrownia atomowa oraz farmy wiatrowe.
- ▲ Drugim perspektywnym obszarem z punktu widzenia Atremu jest sektor obronny. Wydatki w tym obszarze, związane z koniecznością inwestowania w obronność oraz zobowiązaniami w ramach NATO, również powinny być znaczące.

Inwestycje publiczne w najbliższej dekadzie

Publiczne inwestycje w nadchodzących 10-15 latach będą liczone w setkach miliardów złotych. Będą skoncentrowane głównie w dwóch obszarach – infrastruktura (głównie drogi i kolej) oraz energetyka. Wydatki na infrastrukturę drogową i kolejową to odpowiednio 300 i 100 mld zł w ciągu najbliższych kilku lat. Projekt CPK to wydatki rzędu 130 mld zł. Kolejne 300 mld jest planowane na energetykę wiatrową morską (100 mld zł) oraz atomową (200 mld zł). Do tego dochodzą inwestycje w modernizację sieci. Działalność Atremu będzie skupiała się na obszarach związanych z energetyką.

Wykres 4. Podsumowanie programów inwestycyjnych



Źródło: Budimex; Prezentacja inwestorska za I kwartał 2025

Bardzo perspektywiczne obszary związane z energetyką

Podstawą działalności Spółki w najbliższym czasie będą prace związane z modernizacją sieci. Poza samą koniecznością modernizacji sieci energetycznej dostrzegamy również inne obszary, które wymagają znacznych nakładów na szeroko rozumiany obszar energii i które w najbliższych latach powinny dostać wsparcie w postaci środków publicznych. Do tych projektów możemy zaliczyć: wspomniane CPK oraz farmy wiatrowe, jak również biometanownie, elektrownię jądrową, magazyny energii. CPK oraz elektrownie jądrowe będą wymagały wybudowania nowych oraz przebudowy już istniejących sieci. Pozostałe inwestycje również stwarzają możliwości rozwoju dla Atremu.

Ogromne środki do wykorzystania na modernizację sieci...

W najbliższej dekadzie ogromne środki finansowe zostaną przeznaczone na modernizację sieci energetycznej. Wg opublikowanych przez wszystkie duże państwowe spółki oraz PSE strategii, każdy z tych podmiotów planuje przeznaczyć kilkadziesiąt miliardów złotych na rozbudowę oraz utrzymanie sieci przesyłowej. Tauron zmierza przeznaczyć 60 mld zł na modernizację sieci w najbliższej dekadzie (2024-2035), prawie 3x więcej niż w latach 2012-2023. Enea w tym samym okresie planuje wydać ponad 40 mld zł na dystrybucję. Wydatki na sieć dystrybucji PGE oraz Energii mają sięgnąć odpowiednio 75 mld oraz prawie 25 mld zł w horyzoncie najbliższej dekady. Daje to łącznie ok 200 mld zł inwestycji w obszarze sieci energetycznej w najbliższych latach. Plany w omawianym obszarze ma również operator sieci przesyłowej. PSE planuje przeznaczyć 60-65 mld zł na rozwój w ciągu 12 lat (2025-2036), 4,5 mld zł rocznie (2,5x więcej niż w latach 2015-2024).

Tabela 4. Wydatki sektora energetycznego na sieć dystrybucji

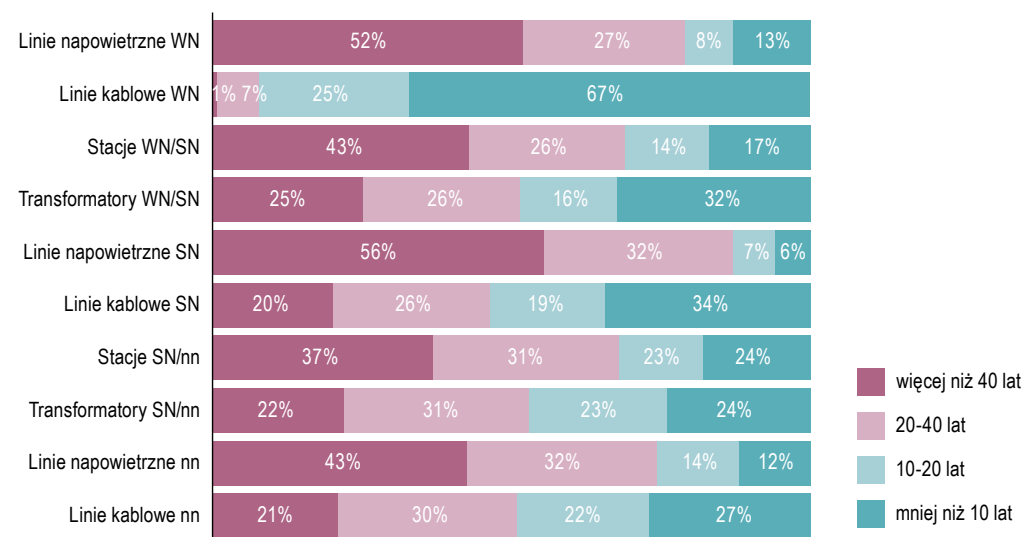
Podmiot	Lata	Łączne wydatki PLN	Średnioroczne wydatki
PGE	2025-2035	75 mld	6,8 mld
Tauron	2024-2035	60 mld	5 mld
Enea	2024-2035	40 mld	3,33 mld
Energia	2024-2030	23 mld	3,3 mld
PSE	2025-2036	62 mld	4,575 mld
Razem		260 mld	22.975

Źródło: Spółki, PSE

... oraz duże potrzeby zakresie inwestycji

Inwestycje w sieć energetyczną są obecnie konieczne. Średnia wieku poszczególnych elementów sieci jest stosunkowo wysoka, często sięga 40 i więcej lat. Z punktu widzenia Atremu najistotniejsze są stacje WN/SN, które w Polsce w większości nie są najnowszymi instalacjami. Wg raportu Polskiego Towarzystwa Przesyłu i Rozdziału Energii Elektrycznej (PTPIREE), 69% stacji ma więcej niż 20 lat, z czego prawie dwie trzecie (43% wszystkich) jest starsza niż 40 lat.

Wykres 5. Struktura wiekowa wybranych elementów sieci



Źródło: PTPIREE Energetyka Dystrybucja Przesył Raport 2025

Sektor militarny jako nowy, perspektywiczny obszar działalności

Sektor obronności jest kolejnym obszarem, gdzie wiele firm szuka możliwości rozwoju. Inwestycje w tym obszarze powinny być wspierane wysokimi wydatkami Polski na wojsko oraz zobowiązaniami całego NATO do osiągnięcia progu wydatków na zbrojenia w wys. 5% PKB, w tym 1,5% na inwestycje związane z bezpieczeństwem. Atrem zaczął pozyskiwać pierwsze kontrakty w tym obszarze, wygrywając przetarg na modernizację zasilania kompleksu w Poznaniu.

4. Wycena

- ▲ Nasza wycena Atremu została wykonana metodą dochodową i porównawczą.
- ▲ Wartość Spółki zgodnie z naszymi szacunkami zawiera się w przedziale od 46,7 zł na akcję w wycenie metodą porównawczą do 56,9 zł na akcję w wycenie metodą DCF FCFF w horyzoncie 12 miesięcy.
- ▲ Nasza ostateczna wycena akcji to 51,8 zł na akcję, czyli średnia arytmetyczna z obu wycen.

Wyceny Atremu dokonaliśmy dwiema metodami: metodą dochodową (DCF FCFF) i porównawczą bazując na wskaźnikach EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E. Porównujemy Atrem do spółek krajowych i zagranicznych.

W konstrukcji modelu DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- wzrost rezydualny na poziomie 1,5% (w scenariuszu bazowym);
- beta niezadłużona na poziomie 1,1;
- premia za ryzyko rynku akcji na poziomie 5,9%.

W wyniku wyceny metodą DCF FCFF w horyzoncie 12 miesięcy uzyskaliśmy wartość Spółki na poziomie 56,9 zł na akcję. Wycena porównawcza opiera się na spółkach krajowych. W naszej analizie posługujemy się wskaźnikami: P/E, EV/EBITDA oraz EV/EBIT na lata 2025-2027. Oszacowana w ten sposób wartość 1 akcji Atremu wynosi 46,7 zł. Nasza ostateczna wycena akcji to 51,8 zł na akcję, czyli średnia arytmetyczna z obu wycen.

Tabela 5. Atrem; Wycena porównawcza

IFRS consolidated (PLN m)	2025P			2026P			2027P		
	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
Budimex	12,0	14,7	21,0	9,9	11,8	17,9	8,4	9,9	15,4
Elektrotim	9,5	10,5	15,3	8,5	9,2	13,1	7,0	7,6	11,0
Eiffage	4,8	7,6	10,7	4,4	6,9	9,3	4,1	6,4	8,6
Ferrovial	27,2	38,9	41,5	25,1	34,7	46,3	22,5	30,7	40,1
Arcadis	8,3	11,2	14,1	7,0	8,9	11,5	6,1	7,6	10,3
Koninklijke BAM Groep	4,5	7,0	9,5	3,8	6,1	7,8	3,5	5,6	7,6
NMDC Energy	4,3	4,9	6,7	3,0	3,3	4,7	3,5	3,9	5,8
Średnia	10,1	13,5	17,0	8,8	11,6	15,8	7,9	10,2	14,1
EBITDA; EBIT; NI Atremu (PLN m)	31,0	28,4	24,4	36,6	34,0	29,4	43,5	40,8	35,6
Imlikowane EV Atremu (PLN m)	312,5	383,9	-	323,3	393,8	-	342,8	418,2	-
Dług netto Atremu (PLN m)	-41,9	-41,9	-	-53,5	-53,5	-	-67,6	-67,6	-
Implikowana wartość kapitału własnego Atremu (PLN m)	354,5	425,9	413,8	376,8	447,4	465,2	410,4	485,8	502,5
Liczba akcji Atremu (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 Atremu (PLN)	38,4	46,1	44,8	40,8	48,5	50,4	44,5	52,6	54,4
Średnia wartość kapitału własnego na jedną akcję Atremu (PLN)	46,7								

Źródło: BDM, Bloomberg, DM BOŚ SA

Tabela 6. Atrem; Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych

(PLN m)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	>2034E
Przychody ze sprzedaży	234,3	281,1	337,4	404,8	485,8	582,9	612,1	624,3	636,8	649,6	
zmiana rok-na-rok	25%	20%	20%	20%	20%	20%	5%	2%	2%	2%	
Marża zysku operacyjnego	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	
Zysk operacyjny	28,4	34,0	40,8	49,0	58,8	70,6	74,1	75,6	77,1	78,7	
zmiana rok-na-rok	44%	20%	20%	20%	20%	20%	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%	19,0%	19%
Zysk operacyjny * (1-T)	23,0	27,6	33,1	39,7	47,6	57,2	60,0	61,2	62,5	63,7	
zmiana rok-na-rok	44%	20%	20%	20%	20%	20%	5%	2%	2%	2%	
EBITDA	31,0	36,6	43,5	51,6	61,5	73,2	76,8	78,3	79,8	81,3	
zmiana rok-na-rok	43%	18%	19%	19%	19%	19%	5%	2%	2%	2%	
Amortyzacja	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7	2,7	
Amortyzacja aktywów trwałych i wartości niematerialnych	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	
Amortyzacja aktywów z tytułu prawa do użytkowania	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	
EBIT * (1-T) + D	25,6	30,2	35,7	42,3	50,3	59,8	62,7	63,9	65,1	66,4	
zmiana rok-na-rok	42%	18%	18%	19%	19%	19%	5%	2%	2%	2%	
Wydatki inwestycyjne	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	
Zmiana kapitału pracującego netto	-6,2	-5,2	-6,2	-7,5	-9,0	-10,7	-3,2	-1,4	-1,4	-1,4	
Opłaty z tytułu leasigu	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	
Wpływy z tytułu emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Wolne przepływy pieniężne	16,7	22,3	26,8	32,2	38,6	46,4	56,7	59,8	61,0	62,2	
zmiana rok-na-rok	34,1%	33,5%	20,1%	20,0%	20,0%	20,0%	22,4%	5,4%	2,0%	2,0%	1,5%
Koszt kapitału własnego											
Stopa wolna od ryzyka w kategoriach nominalnych	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,0%
Premia za ryzyko na rynku akcji	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Beta oddłużona	1,10	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	1,10
Szacowany koszt kapitału własnego	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,5%
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%	8,5%
Efektywna stopa podatkowa	19%	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%	6,9%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)											
Udział długu	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Udział kapitału własnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Koszt kapitału własnego	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,5%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,9%	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)	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,5%
Składana stopa dyskontowa	1,00	1,04	1,16	1,30	1,46	1,63	1,82	2,04	2,28	2,55	
Współczynnik dyskonta	1,00	0,96	0,86	0,77	0,69	0,61	0,55	0,49	0,44	0,39	
Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych		21,5	23,0	24,7	26,5	28,5	31,1	29,3	26,7	24,4	
Suma wartości bieżącej wolnych przepływów pieniężnych											235,7
Waga długu w okresie rezydualnym (%)											0%
Waga kapitału własnego w okresie rezydualnym (%)											100%
Średni ważony koszt kapitału własnego w okresie dokładnych prognoz (%)											11,9%
Średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz (%)											11,9%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym (%)											11,5%
Nominalny wzrost wolnych przepływów pieniężnych (%)											1,5%
Wartość rezydualna											632,3
Wartość bieżąca wartości rezydualnej											247,6
Wartość działalności Atremu											483,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty (w tym pożyczki)											63,2
Dług odsetkowy											21,3
Wartość kapitałów własnych Atremu											525,2
Liczba akcji											9 230 079
Wartość kapitałów własnych na jedną akcję Atremu											56,9

Źródło: DM BOŚ SA

5. Finanse

- ▲ Zakładamy znaczący wzrost przychodów w najbliższych latach. Wg naszych prognoz CAGR w latach 2025-2031 wynosi 17,4%. W naszych prognozach nie zakładamy przejęć innych podmiotów z branży.
- ▲ Inwestycje w majątek trwały powinny utrzymać się na niskim poziomie do momentu rozpoczęcia inwestycji w biometanownie, czego nie ujmujemy w naszych prognozach.
- ▲ Oczekujemy stabilnej wypłaty dywidend w następnych latach dzięki rosnącym zyskom i dobrej sytuacji w zakresie płynności.

Znaczący wzrost przychodów w najbliższych latach

Przychody za 2024 rok wyniosły 187,4 mln zł (+32% r/r). Na bieżący rok zakładamy 234,3 mln zł, co oznacza 25% wzrost r/r przy wsparciu kontraktu z Orlenem. W kolejnych latach oczekujemy, iż paliwem do dalszych wzrostów będą środki finansowe planowane do wydania na sieci dystrybucyjne oraz rosnącą ilość przetargów rozpisywanych przez podmioty z sektora energetycznego. Stąd prognozowany przez nas CAGR przychodów Atremu na lata 2025-2031 wynosi 17,4%, vs 23,1% odnotowane w latach 2021-2024.

Rezerwy finansowe zaszyte w bilansie

Naszym zdaniem istnieje duża przestrzeń na finansowanie wewnętrzne, co może okazać się istotne zakładając planowane inwestycje w biometanownie, silniejszy od prognozowanego wzrost sprzedaży, czy przyszłe ewentualne przejęcia. Spółka posiada w aktywach pożyczki udzielone podmiotom powiązanym o wartości ok. 68 mln zł na koniec II kw. 2025, a także budynek biurowy (c. 4 tys. m²) o wartości bilansowej ok. 15 mln zł na koniec II kw. 2025, który jest obecnie wynajmowany w 90%, a który Spółka planuje sprzedać w przypadku otrzymania korzystnej oferty w przyszłości.

Stabilna dywidenda w kolejnych latach

W br. Atrem zdecydował o wypłacie 1,69 zł dywidendy na akcję. W kolejnych latach oczekujemy umiarkowanego wzrostu dywidend dzięki poprawie wyników.

Wyniki za I półrocze 2025

27 sierpnia Spółka pokazała wyniki za I półrocze br. Wzrost przychodów wyniósł prawie 40%, przede wszystkim dzięki kontraktowi z Orlenem (bez którego dynamika przychodów wyniosłaby +5%). Zysk brutto ze sprzedaży zanotował wysoki wzrost co było konsekwencją rosnących przychodów. Przy stabilnych kosztach sprzedaży i ogólnego zarządu zysk operacyjny za I półrocze wzrósł o ponad 100%, podobnie jak zysk netto.

Tabela 7. Atrem; Wyniki za I półrocze 2025

(mln PLN)	I pół. 2025	I pół. 2024	zmiana r/r
Przychody	102,229	73,25	40%
Zysk brutto ze sprzedaży	21,612	13,544	60%
Marża brutto na sprzedaży	21,1%	18,5%	-
EBITDA	13,359	6,29	112%
Marża EBITDA	13%	9%	-
EBIT	12,077	5,452	122%
Marża EBIT	12%	7%	-
Zysk brutto	13,207	5,802	128%
Marża zysku brutto	13%	8%	-
Zysk netto	10,747	4,541	137%
Marża zysku netto	11%	6%	-

Źródło: DM BOŚ SA

6. Sprawozdanie finansowe

Tabela 8. Skonsolidowane sprawozdanie z sytuacji finansowej

(mln PLN)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	28,8	29,9	46,6	46,7	46,8	46,8
Rzeczowe aktywa trwałe, WNiP oraz aktywa z tyt. prawa do użytkowania	11,4	9,7	11,5	11,6	11,7	11,7
Nieruchomość inwestycyjna	13,0	14,5	15,3	15,3	15,3	15,3
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	2,7	2,7	12,7	12,7	12,7	12,7
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	1,6	2,9	7,1	7,1	7,1	7,1
Aktywa obrotowe	57,7	83,8	130,8	159,0	184,2	220,4
Zapasy	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Aktywa z tytułu umów	6,8	4,5	7,9	7,9	7,9	7,9
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	39,0	53,8	70,2	87,8	105,3	126,4
Pożyczki udzielone	8,5	25,1	50,3	50,3	50,3	50,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	3,1	0,2	2,3	13,0	20,6	35,6
Aktywa razem	86,4	113,7	177,4	205,7	230,9	267,2
Kapitał własny	35,2	40,1	51,2	60,0	67,5	76,6
Zobowiązania razem	51,3	73,5	126,2	145,7	163,5	190,6
Zobowiązania długoterminowe	4,4	6,8	10,9	11,8	12,8	13,8
Zobowiązania nieoprocentowane	1,5	2,7	7,8	7,8	7,8	7,8
Zobowiązania oprocentowane	2,9	4,1	3,1	4,0	5,0	6,0
Zobowiązania krótkoterminowe	46,9	66,7	115,3	133,9	150,6	176,7
Zobowiązania nieoprocentowane	37,8	55,6	97,5	116,6	138,3	164,4
Zobowiązania oprocentowane	9,1	11,2	17,8	17,3	12,3	12,3
Pasywa razem	86,4	113,7	177,4	205,7	230,9	267,2

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 9. Skonsolidowane sprawozdanie z wyniku finansowego i innych całkowitych dochodów

(mln PLN)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	110,7	142,4	187,4	234,3	281,1	337,4
Koszt własny sprzedaży	-95,4	-119,7	-153,0	-187,4	-224,9	-269,9
Zysk brutto ze sprzedaży	15,4	22,7	34,5	46,9	56,2	67,5
Koszty sprzedaży	-1,9	-2,7	-2,6	-3,3	-4,0	-4,8
Koszty ogólnego zarządu	-10,0	-12,1	-13,1	-16,3	-19,6	-23,5
Pozostałe przychody operacyjne	1,6	1,5	1,4	1,8	2,1	2,5
Pozostałe koszty operacyjne	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,8	-0,9
EBIT	4,6	8,8	19,7	28,4	34,0	40,8
Przychody finansowe	1,0	1,6	4,3	3,9	4,0	4,5
Koszty finansowe	-2,4	-2,8	-3,6	-2,1	-1,7	-1,4
Zysk przed opodatkowaniem	3,2	7,7	20,3	30,1	36,3	44,0
Podatek dochodowy	-0,7	-1,7	-4,7	-5,7	-6,9	-8,4
Zysk netto	2,5	6,0	15,6	24,4	29,4	35,6

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 10. Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	3,2	7,7	20,3	30,1	36,3	44,0
Podatek dochodowy zapłacony	0,0	0,0	-7,1	-5,7	-6,9	-8,4
Amortyzacja	2,3	2,1	2,0	2,6	2,6	2,6
Wycena nieruchomości inwestycyjnej	0,1	-0,8	-0,7	0,0	0,0	0,0
Zmiany w pozycjach bilansowych:	-13,3	-5,8	-3,8	-6,2	-5,2	-6,2
Zmiana stanu zapasów	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałych należności	2,0	-11,8	-23,5	-17,6	-17,6	-21,1
Zmiana stanu zobowiązań z tytułu dostaw i usług, umów, oraz pozostałych zobowiązań	-15,3	5,9	19,5	11,4	12,4	14,9
Pozostałe	11,8	12,8	21,4	5,9	7,1	8,1
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	4,1	15,9	32,1	26,7	33,9	40,1
Nabycie (zbycie) rzeczowych aktywów trwałych i wartości niematerialnych	-0,2	-0,4	-0,1	-1,3	-1,3	-1,4
Pożyczki udzielone/spłacone	0,1	-16,1	-31,8	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,3	1,1	0,5	3,9	4,0	4,5
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	0,2	-15,3	-31,4	2,5	2,7	3,2
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wpływy/spłaty z tytułu zaciągnięcia kredytów	1,6	3,7	10,8	0,4	-4,0	1,0
Dywidendy wypłacone	-6,1	-1,0	-4,5	-15,6	-22,0	-26,5
Zapłacone odsetki od kredytów i leasingów	-0,8	-1,6	-2,9	-2,1	-1,7	-1,4
Pozostałe	-1,6	-1,5	-1,8	-1,3	-1,3	-1,3
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-6,9	-0,5	1,6	-18,6	-29,0	-28,2
Zmiana stanu środków pieniężnych netto	-2,6	0,1	2,2	10,7	7,6	15,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początek okresu	2,7	0,1	0,2	2,3	13,0	20,6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec okresu	0,1	0,2	2,3	13,0	20,6	35,7

Źródło: DM BOŚ SA
Tabela 11. Wskaźniki

(mln PLN)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Zmiana sprzedaży (rok-na-rok)	10%	29%	32%	25%	20%	20%
Zmiana zysku brutto na sprzedaży (rok-na-rok)	26%	48%	52%	36%	20%	20%
Zmiana EBITDA (rok-na-rok)	-44%	58%	99%	43%	18%	19%
Zmiana zysku operacyjnego (rok-na-rok)	-29%	90%	123%	44%	20%	20%
Zmiana zysku netto (rok-na-rok)	-59%	135%	162%	56%	21%	21%
Rotacja należności (dni)	132	119	121	123	125	125
Rotacja zapasów (dni)	1	1	0	0	0	0
Rotacja zobowiązań (dni)	153	137	177	203	202	201
NWC/Sprzedaż	3%	0%	-13%	-11%	-11%	-10%
Rotacja gotówki (dni)	-20	-17	-56	-79	-77	-75
Wskaźnik płynności bieżącej	1,2	1,3	1,1	1,2	1,2	1,3
Wskaźnik płynności szybkiej	1,2	1,3	1,1	1,2	1,2	1,3
Marża brutto ze sprzedaży	13,9%	16,0%	18,4%	20,0%	20,0%	20,0%
Marża EBITDA	6,2%	7,7%	11,6%	13,2%	13,0%	12,9%
Marża operacyjna	4,2%	6,2%	10,5%	12,1%	12,1%	12,1%
Marża zysku brutto	2,9%	5,4%	10,8%	12,9%	12,9%	13,0%
Marża zysku netto	2,3%	4,2%	8,3%	10,4%	10,5%	10,6%
Rentowność kapitałów własnych	6,8%	15,8%	34,2%	43,9%	46,2%	49,4%
Rentowność majątku	3,5%	6,0%	10,7%	12,7%	13,5%	14,3%

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 12. Atrem; Wybrane dane

(mln PLN – o ile nie wskazano inaczej)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	110,7	142,4	187,4	234,3	281,1	337,4
Marża brutto na sprzedaży	13,9%	16,0%	18,4%	20,0%	20,0%	20,0%
EBITDA	6,9	10,9	21,7	31,0	36,6	43,5
Amortyzacja	2,3	2,1	2,0	2,6	2,6	2,6
Zysk (strata) na działalności operacyjnej (EBIT)	4,6	8,8	19,7	28,4	34,0	40,8
Zysk (strata) netto	2,5	6,0	15,6	24,4	29,4	35,6
Zysk na akcję (PLN)	0,27	0,65	1,69	2,64	3,19	3,86
Dług (gotówka) netto	0,4	-10,0	-31,7	-41,9	-53,5	-67,6
Wartość księgowa na akcję (PLN)	3,81	4,35	5,55	6,50	7,31	8,30
Dywidenda na akcję (PLN)	0,66	0,11	0,49	1,69	2,38	2,87
Nakłady inwestycyjne (Capex)	0,2	0,4	0,1	1,3	1,3	1,4
Wolne przepływy pieniężne (FCF)	-7,49	3,02	12,47	16,73	22,32	26,80
Rentowność kapitałów własnych (ROE)	6,8%	15,8%	34,2%	43,9%	46,2%	49,4%
Rentowność majątku (ROA)	3,5%	6,0%	10,7%	12,7%	13,5%	14,3%

Źródło: DM BOŚ SA

7. Słowniczek

GPZ – Główny Punkt Zasilający

WN – Wysokie Napięcie

SN – Średnie Napięcie

NN – Niskie napięcie

OZE – Odnawialne Źródła Energii

DCS/ RSS – *Distributed Control System* – rozproszony system sterowania

BMS – *Building Management System* – system zarządzania budynkiem

SCADA – *Supervisory Control and Data Acquisition* – system nadzoru i akwizycji danych

PLC – *Programmable Logic Controller* – programowalny sterownik logiczny

HVAC – *Heating, Ventilation, and Air Conditioning* – ogrzewanie, wentylacja i klimatyzacja

PZP – Prawo Zamówień Publicznych

ZPC – Zakład produkcyjno-ciepłowniczy

EPC – *Engineering, Procurement, Construction* – projekt „pod klucz”

HVAC – *Heating, Ventilation, Air Conditioning* – Ogrzewanie, Wentylacja i Klimatyzacja

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	40	31	5	5	0	5
Procenty	47%	36%	6%	6%	0%	6%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	26	37	13	5	0	5
Procenty	30%	43%	15%	6%	0%	6%

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

Analitik	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	Nie później niż 03.09.2026	-	-	42,00 51,80 -

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

Rekomendacje relatywne

Analitik	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	Nie później niż 03.09.2026	42,00 -

* 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: 3 września 2025 r., godz. 18:50.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 3 września 2025 r., godz. 19:00.

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
Młodszy analityk

Copyright © 2025 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