

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

19 stycznia 2026

Spółka	Rekomendacja fundamentalna	Wycena w horyzoncie 12M (zł)	Rekomendacja relatywna	Analityk
Aترم	Kupuj	74,3	Przeważaj	Maciej Wewiórski Michał Zamel

Wydarzenie: Konferencja Business Outlook for 2026: kluczowe zagadnienia.

Profil działalności i ekspansja geograficzna. Zarząd potwierdził specjalizację Atermu w obszarach elektroenergetyki, gazownictwa, automatyki przemysłowej i instalacji niszowych, realizowanych w ramach zdywersyfikowanej grupy kapitałowej Immobile. Zwrócił też uwagę na kontynuację ekspansji geograficznej poza zachodnią Polskę poprzez nowe struktury w Krakowie (już działające) i w Olsztynie (w organizacji). Celem tych działań jest poprawa dostępu zarówno do projektów, jak i do zasobów ludzkich istotnych dla realizacji prac w obszarze sieci najwyższych napięć (EHV).

Aktualizacja wyników za III kw. 2025 r. oraz portfel zamówień. Zarząd odniósł się do wyników za pierwsze trzy kwartały 2025 r., wskazując przychody bliskie 200 mln zł, około 26-27 mln zł EBITDA i historycznie wysoki portfel zamówień o wartości 514 mln zł. Jednocześnie Spółka podkreśliła, że zamykanie pełnego roku 2025 jest w toku, a Aترم nie publikuje prognoz wyników. Mimo to prezes zarządu wyraził przekonanie, że 2025 r. będzie „naprawdę dobry” i potencjalnie rekordowy.

Kluczowe linie biznesowe i wektory wzrostu. Spółka konsekwentnie buduje swój trzon działalności wokół automatyki przemysłowej (SCADA/ wizualizacja/ systemy bezpieczeństwa), elektroenergetyki (budowa i modernizacja sieci, stacje elektroenergetyczne) oraz telekomunikacji i zabezpieczeń (CCTV / kontrola dostępu). Równolegle trwa rozwój 2 nowszych obszarów wzrostu: projekty w zakresie przesyłu i dystrybucji EHV (napędzane nakładami inwestycyjnymi PSE i operatorów systemów dystrybucyjnych) i projekty biometanowe, w których Spółka występuje jako deweloper i inwestor, a także uczestnik w formule EPC.

Projekty biometanowe i zależność regulacyjna. Zarząd przedstawił dwa projekty biometanowe, dla których uzyskano warunki przyłączenia zarówno od Gaz-Systemu, jak i PSG, a także decyzje środowiskowe, a jeden z nich został wstępnie zweryfikowany pod kątem potencjalnego finansowania w ramach programu Feniks. Kluczowym czynnikiem warunkującym dalszy rozwój pozostają jednak ostateczne rozwiązania legislacyjne dotyczące aukcji dla większych instalacji biometanowych. Zarząd wskazał niepewność polityczno-regulacyjną jako istotną zmienną wpływającą na harmonogram i skalę realizacji.

Podział realizacji projektów biometanowych na etapy w celu ograniczenia ryzyka regulacyjnego. Aby uniknąć oczekiwania na pełne wdrożenie systemu wsparcia dla dużych instalacji, Aترم planuje etapowanie projektów, rozpoczynając od mniejszej fazy o mocy jednego megawata (w ramach już obowiązującego systemu wsparcia), z możliwością dalszego skalowania do poziomu 3–5 MW. Takie podejście ma umożliwić stworzenie bankowalnego modelu biznesowego w stabilniejszym otoczeniu regulacyjnym, przy zachowaniu potencjału wzrostu rentowności w przypadku wdrożenia systemu aukcyjnego zgodnie z oczekiwaniami.

Nakłady inwestycyjne w sieci elektroenergetyczne jako wieloletnie wsparcie popytu. Zarząd podkreślił wysoką widoczność historycznie rekordowych planów inwestycyjnych PSE i operatorów dystrybucyjnych, finansowanych zarówno ze środków własnych, jak i z przepływów powiązanych z KPO. Zauważył także bardzo silny wzrost planowanych nakładów inwestycyjnych w latach 2026-30, który Spółka postrzega jako strukturalny czynnik wspierający ambicje w obszarze EHV i modernizację sieci elektroenergetycznych.

Uzasadnienie transakcji Pile Elbud (Kraków) i pozycjonowanie przetargowe. Prezes uzasadnił próbę nabycia zorganizowanej części przedsiębiorstwa (ZCP) Pile Elbud strategiczną potrzebą skalowania kompetencji w zakresie linii elektroenergetycznych i projektów EHV realizowanych dla PSE. Kluczowe znaczenie mają kompetencje i referencje zespołu z Krakowa, które mają umożliwić aktywniejszy udział w nadchodzących dużych przetargach, określonych przez zarząd jako znaczące i szeroko komunikowane przez PSE.

Kluczowe projekty: Orlen (EPC) i Wody Polskie. Największy obecnie realizowany kontrakt to projekt dla Orleu w formule EPC, obejmujący specjalistyczne instalacje wspierające technologiczne wytwarzanie wody dla kompleksu rafineryjnego. Niedawno podpisany aneks do umowy wydłużył harmonogram, rozszerzył zakres prac i wprowadził dodatkowe wynagrodzenie (wg zarządu ok. 50 mln zł wzrostu wartości przypadającej na Aterm). Rok 2026 powinien być przełomowy na poziomie wykonawczym, w którym zasadnicza część prac instalacyjnych powinna zostać zakończona, a działania rozruchowe przesuną się na 2027 r. Natomiast projekt dla Wód Polskich został w praktyce zakończony i podpisano odbiór końcowy, a do wykonania pozostały jedynie drobne prace zamykające i rozliczeniowe.

Strategiczne priorytety kontynuowane w latach 2026-27. Zarząd wielokrotnie podkreślał, że rok 2026 będzie okresem intensywnej realizacji i „konsumowania” portfela zamówień (w szczególności projektu Orlen), a zespół handlowy skupi się na budowie portfela zamówień na lata 2027+ intensyfikując aktywność we wschodniej i południowej Polsce, stosując selektywne podejście do projektów związanych z CPK oraz energetyką jądrową, a także mocniej angażując się w cykl inwestycyjny EHV realizowany przez PSE.

Komentarz: Wypowiedzi Zarządu generalnie zapewniły konstruktywny wgląd w lata 2026-27, wspieranej przez rekordowo wysoką wartość portfela zamówień i pewność co do tempa realizacji kontraktu EPC dla Orlenu. Dodatkowy potencjał wzrostu wynika z cyklu inwestycyjnego PSE i operatorów dystrybucyjnych oraz możliwych transakcji M&A (w szczególności platformy EHV w Krakowie). Kluczowymi krótkoterminowymi katalizatorami pozostają: (i) przełożenie intensywnej aktywności przetargowej w I kwartale na konkretne kontrakty, (ii) dalsza klarowność odnośnie do transakcji ZCP Pile Elbud, (iii) postępy legislacyjne umożliwiające skalowanie projektów biometanowych i odblokowanie decyzji o finansowaniu zewnętrznym. Do głównych ryzyk należą: (i) zmienność harmonogramu i zakresu oraz ograniczenie produktywności w ramach kontraktu dla Orlenu, (ii) dalsze opóźnienia w rozstrzyganiu przetargów, które mogłyby negatywnie wpłynąć na budowę portfela zamówień na 2027 r., (iii) opóźnienia regulacyjne w obszarze biometanu wydłużające proces monetyzacji inwestycji, (iv) ryzyko wykonawcze i integracyjne w przypadku finalizacji przejęć w roku charakteryzującym się już i tak wysoką intensywnością realizacji projektów.

Niniejszy raport nie stanowi rekomendacji 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 dla celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów.