



Dom Maklerski BDM S.A.

ELEKTROTIM

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 47,7 PLN

06 MARZEC 2025, 12:30 CET

Ostatnie miesiące przyniosły długo oczekiwane ożywienie przetargowe w kilku kluczowych obszarach działalności spółki (Elektrotim łącznie pozyskał >225 mln PLN kontraktów w ostatnich pięciu miesiącach o preferowanej przez spółkę średniej skali). Spółka dobrze pozycjonuje się pod inwestycje w sektorze obronnym (m.in. zapowiedzi kolejnych odcinków perymetrii, program Tarcza Wschód itp.) oraz energetycznym (na przestrzeni ostatnich miesięcy podmioty OSD zapowiedziały, że zwiększą nakłady na sieci dystrybucyjne 2-3x w stosunku do średnich z ostatnich lat). Natomiast z głównych ryzyk zwracamy uwagę, że utrzymanie rentowności z ostatnich kwartałów (blisko 17% marży brutto ze sprzedaży w 1-3Q'24) może być wyzwaniem (m.in. nowe kontrakty dla OSD zdobywane są po dłuższej luce czasowej). Dość unikalna ekspozycja spółki (zarówno energetyka jak i obronność) na tle innych podmiotów budowlanych z GPW powinna w dalszym ciągu sprzyjać pozytywnemu sentymentowi, jednocześnie należy pamiętać, że mnożniki przy jakich handlowana jest spółka nie są już niskie. Podtrzymujemy rekomendację Akumuluj. Cenę docelową wyznaczamy na poziomie 47,7 PLN (poprzednio 36,7 PLN, wzrost jest pochodną głównie podniesienia dynamiki wzrostu w okresie 2026+).

Wyniki za ostatnie okresy

W 1-3Q'24 spółka wypracowała 336 mln PLN przychodów (-18% r/r) oraz 45,5 mln PLN zysku netto (przy czym za 18,2 mln PLN odpowiada wynik na sprzedaży spółki zależnej Zeus). W samym 3Q'24 przychody wyniosły 162 mln PLN (-11% r/r) a zysk netto 16,4 mln PLN (+68% r/r). Wyniki spółki za 3Q'24 były ok 30% wyższe od naszych założeń na poziomie EBITDA/netto. Pozytywnie zaskoczyła, podobnie jak w 2Q'24, marża w segmencie Przemysłu (spora optymalizacja na jednym z kontraktów). Przychodowo końcówka roku powinna być naszym zdaniem mocna ze względu na prace budowlane na perymetrii na Bugu. Na koniec 3Q'24 spółka miała 31 mln PLN długu netto (vs 5 mln PLN długu netto rok temu i 27 mln PLN gotówki netto na koniec 2023).

Portfel

Po 3Q'24 backlog grupy wynosił 590 mln PLN (+24% r/r, -8% q/q). W 1Q'24 wszedł do niego kontrakt na perymetrię na Bugu. W kolejnych miesiącach portfel był zasilany przez mniejszej skali kontrakty, a spółka sygnalizowała ożywienie po stronie podaży kontraktów w interesujących ją obszarach (m.in. w sieciach dystrybucji energii). Zakładamy, że na koniec 2024 roku portfel wynosił ok. 540-550 mln PLN. Spodziewamy się jego wzrostu q/q w 1Q'25 (spółka w I-II'25 podpisała już istotne umowy na ok 134 mln PLN). Celem, sygnalizowanym przed zmianą na stanowisku prezesa w końcu 2024 roku, jest wejście na skalę >1 mld PLN backlogu i przychodów w perspektywie kilku lat.

Pozycjonowanie segmentowe

Biznes spółki opiera się na dwóch obszarach: Instalacje (obronność, przemysł i utrzymanie) i Sieci (dystrybucja i trakcja). Podtrzymujemy, że średnim/długim terminie spółka powinna być beneficjentem wzrostu nakładów na sieć dystrybucji energii, będącego pochodną rozwoju OZE oraz utrzymania podwyższonych nakładów na obszar wojskowy. Także pionierzy utrzymania i trakcji są eksponowane na napływ środków unijnych. Dodatkowo spółka sygnalizuje zainteresowanie kontraktami dla PSE, gdzie zapowiedzi zamawiającego na kolejne lata są bardzo ambitne.

Prognozy wyników, wskaźniki

Zakładamy, że spółka w 2024 roku wypracuje 515 mln PLN przychodów oraz 55,2 mln PLN zysku netto (z tego 18,5 mln PLN to zysk z tytułu utraty kontroli nad Zeusem). W 2025 roku zakładamy obecnie kilkuprocentowy wzrost przychodów i nieco niższy r/r oczyszczony zysk netto (pochodna spadku marży brutto ze sprzedaży). W 2026-27 estymujemy obecnie ok. 20% wzrosty przychodów r/r (akcent położony na segmenty energetyki i resorty obrony, podnieśliśmy nasze prognozy, biorąc pod uwagę ogłoszone w ostatnim czasie strategię spółek energetycznych w zakresie OSD oraz zapowiedzi istotnego zwiększenia wydatków na obronność). Nasze prognozy implikują EV/EBITDA'25=7,5x, P/E'25=12,4x.

	2022	2023	2024P*	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	505,6	546,9	515,0	550,5	664,7	794,2
Zysk na sprzedaży [mln PLN]	39,4	50,8	49,4	44,1	49,4	58,8
EBITDA [mln PLN]	38,1	38,7	58,6	48,7	53,8	63,3
EBIT [mln PLN]	33,2	34,2	54,3	44,1	49,4	58,8
Wynik brutto [mln PLN]	30,4	32,3	64,4	42,6	49,6	59,1
Wynik netto [mln PLN]	22,0	22,4	55,2	34,5	40,2	47,9
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-50,5	-27,1	-33,6	-64,7	-71,5	-81,2
DPS [PLN/akcje]	0,00	1,55	2,50	2,78	2,59	3,02
P/BV	4,3	4,2	3,2	3,1	2,8	2,5
P/E	19,5	19,2	7,8	12,4	10,7	9,0
P/E skoryg	19,5	19,2	12,4	12,4	10,7	9,0
EV/EBITDA	9,9	10,4	6,8	7,5	6,6	5,5
EV/EBIT	11,4	11,8	7,3	8,3	7,2	5,9

*prognozy wyników na 2024 roku uwzględniają +18,5 mln PLN wyniku na dekonsolidacji spółki zależnej Zeus na poziomie zysku brutto i netto (wskaźnik P/E skoryg w powyższej tabeli skorygowaliśmy o to zdarzenie)

Wycena DCF [PLN]	47,0
Wycena porównawcza [PLN]	50,9
Wycena końcowa [PLN]	47,7
Potencjał do wzrostu / spadku	11,0%
Koszt kapitału	13,8%
Cena rynkowa [PLN]	43,0
Kapitalizacja [mln PLN]	429,3
Ilość akcji [mln. szt.]	10,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	47,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	28,3
Stopa zwrotu za 3 mc	8,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	46,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	44,7%
Struktura akcjonariatu:	
Vesper Fundacja Rodzinna	13,2%
Krzysztof i Ewa Folta	10,4%
Futuro Fundacja Rodzinna	6,0%
NN OFE	5,9%
OFE Allianz	5,1%
Pozostali	59,4%

stopa zwrotu po uwzględnieniu dywidend

Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-32

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



Elektrotim skoryg. WIG znorm.

SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	4
PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....	6
OTOCZENIE RYNKOWE I KOSZTOWE.....	7
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY.....	10
DANE FINANSOWE	17

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
P/E	65,1	19,5	19,2	7,8	12,4	10,7	9,0
P/BV	5,6	4,4	4,1	3,2	3,0	2,7	2,5
EV/EBITDA	28,4	9,9	10,4	6,8	7,5	6,6	5,5
EV/EBIT	45,3	11,4	11,8	7,3	8,3	7,2	5,9
EV/S	1,5	0,7	0,7	0,8	0,7	0,5	0,4
BVPS	7,6	9,8	10,5	13,6	14,3	15,7	17,5
EPS	0,7	2,2	2,2	5,5	3,5	4,0	4,8
DPS (w danym roku)	0,0	0,0	1,5	2,5	2,8	2,6	3,0
Payout ratio	0,0	0,0	0,7	1,1	0,5	0,8	0,8

Wyniki roczne [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	277,2	505,6	546,9	515,0	550,5	664,7	794,2
Instalacje	142,9	303,5	175,3	350,3	335,5	389,7	428,2
Sieci	99,8	158,9	371,6	164,8	215,0	275,0	366,0
Automatyka	34,5	42,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	32,5	67,5	76,1	82,1	79,3	91,6	108,8
Instalacje	12,5	47,9	10,1	59,0	48,4	51,8	56,9
Sieci	13,7	13,5	66,0	23,1	30,9	39,8	51,9
Automatyka	6,3	6,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SG&A	22,6	28,1	25,3	32,7	35,2	42,2	50,0
PPO/PKO	-0,6	-6,2	-16,6	4,9	0,0	0,0	0,0
EBITDA	14,8	38,1	38,7	58,6	48,7	53,8	63,3
EBIT	9,3	33,2	34,2	54,3	44,1	49,4	58,8
Zysk brutto	7,6	30,4	32,3	64,4	42,6	49,6	59,1
Zysk netto	6,6	22,0	22,4	55,2	34,5	40,2	47,9
Dług netto	-10,1	-50,5	-27,1	-33,6	-64,7	-71,5	-81,2

Wskaźniki	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	0%	82%	8%	-6%	7%	21%	19%
EBITDA zmiana r/r	-48%	158%	1%	51%	-17%	10%	18%
Zysk netto zmiana r/r	-60%	233%	2%	147%	-38%	17%	19%
Marża brutto na sprzedaży	11,7%	13,3%	13,9%	15,9%	14,4%	13,8%	13,7%
Marża EBITDA	5,3%	7,5%	7,1%	11,4%	8,9%	8,1%	8,0%
Marża netto	2,4%	4,3%	4,1%	10,7%	6,3%	6,0%	6,0%
ROE	8,7%	22,4%	21,2%	40,7%	24,2%	25,7%	27,5%
ROA	3,6%	8,2%	8,3%	20,9%	12,4%	12,6%	13,1%

Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	39,2	57,1	43,6	31,9	31,6	31,7	31,8
WNiP	10,0	6,5	6,6	6,7	6,9	7,0	7,3
Rzeczowe aktywa trwałe	18,8	12,4	13,1	13,0	12,6	12,6	12,4
Pozostałe aktywa trwałe	10,3	38,1	24,0	12,1	12,1	12,1	12,1
Aktywa obrotowe	141,7	211,2	225,0	232,2	246,6	287,2	335,0
Zapasy	3,7	3,4	2,9	2,7	2,9	3,5	4,2
Należności krótkoterminowe	119,3	151,2	189,0	190,4	174,7	209,1	247,6
Środki pieniężne	18,7	56,7	33,2	39,1	69,0	74,6	83,2
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	180,8	268,3	268,6	264,1	278,2	318,9	366,7
Kapitał własny	76,2	98,1	105,3	135,6	142,3	156,6	174,4
Udziały mniejszości	1,8	1,1	-2,1	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2
Zobowiązania i rezerwy	102,9	169,2	165,4	130,7	138,0	164,4	194,5
Rezerwy na zobowiązania	13,6	21,6	33,2	31,3	33,4	40,2	47,9
Oprocentowane zobowiązania	8,6	6,2	6,1	5,6	4,4	3,2	2,0
Zobowiązania pozostałe	80,6	141,4	126,2	93,8	100,2	121,1	144,6
Pasywa razem	180,8	268,3	268,6	264,1	278,2	318,9	366,7
Dług netto	-10,1	-50,5	-27,1	-33,6	-64,7	-71,5	-81,2
Dług netto / Kapitał własny	-0,1	-0,5	-0,3	-0,2	-0,5	-0,5	-0,5
Dług netto / EBITDA	-0,7	-1,3	-0,7	-0,6	-1,3	-1,3	-1,3

Rachunek przepływu [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
CFO	1,8	37,5	-3,9	35,9	63,2	35,6	42,5
CFI	-0,2	5,5	2,5	-4,4	-4,3	-2,6	-2,4
CFF	-6,2	-5,0	-22,2	-25,5	-29,0	-27,4	-31,6
- w tym dywidenda	0,0	0,0	15,4	25,0	27,8	25,9	30,1
Przepływy pieniężne netto	-4,6	38,0	-23,6	6,0	29,9	5,6	8,5
CAPEX / Amortyzacja	20%	34%	41%	104%	93%	103%	101%

ELEKTROTIM

Rekomendacja	Akumuluj	www:	www.elektrotim.pl
Wycena końcowa [PLN]	47,7		
Potencjał	11,0%	daty najbliższych raportów:	
Cena rynkowa [PLN]	43,00	4Q'24:	02 kwi
Ilość akcji [mln. szt.]	10,0	1Q'25:	27 maj
Kapitalizacja [mln PLN]	429,3		

Wyniki Q [mln PLN]	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24P
Przychody	183,2	137,9	62,0	111,6	162,5	179,0
Instalacje	34,9	41,3	35,7	71,1	122,0	121,5
Sieci	148,3	96,7	26,2	40,5	40,5	57,5
Automatyka	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	27,5	13,7	8,1	18,0	30,4	25,6
Instalacje	4,1	-8,4	6,9	12,2	23,6	16,3
Sieci	23,4	22,1	1,2	5,8	6,8	9,3
Automatyka	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SG&A	5,2	8,9	6,3	8,8	7,1	10,5
PPO/PKO	-7,5	-7,7	6,2	-0,5	-0,3	-0,5
EBITDA	15,8	-1,7	9,0	9,7	24,2	15,7
EBIT	14,8	-2,9	7,9	8,7	23,1	14,6
Zysk brutto	14,1	-3,9	22,3	9,3	20,7	12,1
Zysk netto	9,7	-4,3	21,1	8,0	16,4	9,8
Dług netto	5,2	-27,1	-39,8	4,2	31,0	-33,6

Wskaźniki	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24P
Przychody zmiana r/r	28,1%	-41,0%	-36,4%	-13,0%	-11,3%	29,8%
EBITDA zmiana r/r	14,4%	---	3,8%	-38,9%	52,8%	---
Zysk netto zmiana r/r	-12,1%	---	265,7%	-28,1%	68,0%	---
Marża brutto na sprzedaży	15,0%	9,9%	13,1%	16,1%	18,7%	14,3%
Marża EBITDA	8,6%	-1,2%	14,5%	8,7%	14,9%	8,8%
Marża netto	5,3%	-3,1%	34,0%	7,2%	10,1%	5,5%

Wskaźniki II	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
EPS, Adj+	0,66	2,20	2,24	5,53	3,45	4,03
Revenue	277,2	505,6	546,9	515,0	550,5	664,7
Gross Margin %	11,7%	13,3%	13,9%	15,9%	14,4%	13,8%
EBIT	9,3	33,2	34,2	54,3	44,1	49,4
EBITDA	14,8	38,1	38,7	58,6	48,7	53,8
Net Income Adj+	6,6	22,0	22,4	55,2	34,5	40,2
Net Debt	-10,1	-50,5	-27,1	-33,6	-64,7	-71,5
BPS	7,63	9,82	10,55	13,58	14,25	15,69
DPS	0,00	0,00	1,55	2,50	2,78	2,59
Return on Equity %	8,7%	22,4%	21,2%	40,7%	24,2%	25,7%
Return on Assets %	3,6%	8,2%	8,3%	20,9%	12,4%	12,6%
Depreciation	4,8	4,7	4,3	4,2	4,5	4,3
Amortization	0,7	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2
Free Cash Flow	1,6	43,0	-1,4	31,4	58,9	33,0
CAPEX	1,1	1,7	1,8	4,4	4,3	4,6

Główne czynniki ryzyka:

- ryzyko skokowego wzrostu kosztów materiałowych przekładające się na spadek marż w trakcie realizacji projektów (ryzyko mitygowane przez relatywnie krótki backlog średnio ok. 15 miesięcy).
- ryzyko znaczących umów realizowanych lub potencjalnie realizowanych dla Straży Granicznej wynikające z wartości kontraktów i napiętych terminów
- ryzyko braku wykwalifikowanych pracowników
- potencjalna podaż akcji ze strony głównych akcjonariuszy
- zatory płatnicze i upadłość w branży budowlanej
- problemy z pozyskaniem finansowania i gwarancji bankowych;
- ryzyko braku pozyskiwania nowych zleceń i wysokiej konkurencji;

WYCENA I PODSUMOWANIE

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	47,0
Wycena metodą porównawczą	20%	50,9
Wycena 1 akcji [PLN]		47,7

Źródło: BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,8%), premii za ryzyko rynkowe (8,0%) oraz współczynnika beta = 1,0. Wzrost FCF w okresie rezydualnym przyjęto na poziomie 2% (poprzednio 1%, wzrost wyniku z dostosowania wartości do tempa wzrostu zakładanego w ostatnich latach prognozy). Wycena została sporządzona na dzień 6 marca 2025.

Model DCF

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	550,5	664,7	794,2	863,5	906,6	931,5	955,0	975,9	993,9	1 010,2
EBIT [mln PLN]	44,1	49,4	58,8	64,6	68,3	70,7	73,0	75,1	76,9	78,7
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	8,4	9,4	11,2	12,3	13,0	13,4	13,9	14,3	14,6	14,9
NOPLAT [mln PLN]	35,7	40,0	47,6	52,4	55,3	57,3	59,1	60,8	62,3	63,7
Amortyzacja [mln PLN]	4,6	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,6	4,6	4,6
CAPEX [mln PLN]	-4,3	-4,6	-4,5	-4,6	-4,6	-4,6	-4,6	-4,6	-4,6	-4,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	23,7	-8,5	-9,2	-3,6	-1,1	-0,1	0,1	0,3	0,6	0,8
FCF [mln PLN]	59,8	31,3	38,3	48,7	54,1	57,1	59,1	61,1	62,9	64,5
DFCF [mln PLN]	53,8	24,8	26,7	29,8	29,1	27,0	24,5	22,3	20,1	18,1
Suma DFCF [mln PLN]	276,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	557,7									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	156,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]	433,0									
Dług netto 2024P [mln PLN]	-33,6									
Wyplacona dywidenda [mln PLN]	0,0									
Udział mniejszości [mln PLN]	-2,2									
Wartość kapitału [mln PLN]	468,8									
Ilość akcji [mln szt.]	10,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	47,0									
Przychody zmiana r/r	6,9%	20,8%	19,5%	8,7%	5,0%	2,7%	2,5%	2,2%	1,9%	1,6%
EBIT zmiana r/r	-18,7%	11,9%	19,1%	9,9%	5,7%	3,5%	3,2%	2,9%	2,5%	2,3%
FCF zmiana r/r	---	-47,7%	22,5%	27,1%	11,2%	5,5%	3,6%	3,4%	2,9%	2,5%
Marża EBITDA	8,9%	8,1%	8,0%	8,0%	8,0%	8,1%	8,1%	8,2%	8,2%	8,2%
Marża EBIT	8,0%	7,4%	7,4%	7,5%	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%	7,7%	7,8%
Marża NOPLAT	6,5%	6,0%	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%	6,2%	6,2%	6,3%	6,3%
CAPEX / Przychody	0,8%	0,7%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
CAPEX / Amortyzacja	93,3%	103,3%	101,3%	101,6%	101,5%	100,7%	100,8%	100,3%	100,4%	100,4%
Zmiana KO / Przychody	-4,3%	1,3%	1,2%	0,4%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-66,9%	7,5%	7,1%	5,2%	2,6%	0,5%	-0,3%	-1,6%	-3,4%	-4,8%

Kalkulacja WACC

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Stopa wolna od ryzyka	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%
Premia za ryzyko	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%
Udział kapitału własnego	98,4%	99,0%	99,5%	99,8%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Udział kapitału obcego	1,6%	1,0%	0,5%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	13,7%	13,7%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					Beta			
beta	0,8	1,00%	2,00%	3,00%	Premia za ryzyko	6,0%	1,00%	2,00%	3,00%	Premia za ryzyko	0,9	1,0	1,1
	52,0	54,0	56,5	53,9		56,1	58,9	6,0%	59,7		56,1	53,0	
	48,6	50,2	52,2	49,4		51,1	53,2	7,0%	54,5		51,1	48,1	
	45,6	47,0	48,6	45,6		47,0	48,6	8,0%	50,2		47,0	44,1	
	43,0	44,1	45,4	42,4		43,5	44,7	9,0%	46,6		43,5	40,8	
40,7	41,6	42,7	39,6	40,5	41,5	10,0%	43,5	40,5	37,9				

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

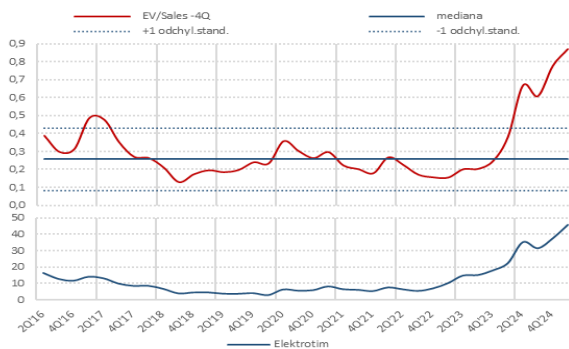
Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych operujących w segmencie instalacyjnym i energetycznym. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (33% dla każdego roku). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki 50,9 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Atrem	11,6	12,9	16,6	7,9	7,8	8,9
Budimex	20,7	17,3	13,7	11,2	9,1	6,9
Intról	7,3	7,6	7,5	3,7	3,5	3,2
Mostostal Zabrze	12,1	10,8	10,0	3,8	3,7	3,3
Onde	24,1	24,2	14,8	12,8	14,0	9,7
Mediana	12,1	12,9	13,7	7,9	7,8	6,9
Elektrotim	12,4	10,7	9,0	7,5	6,6	5,5
Premia/dyskonto do mediany	3%	-17%	-34%	-5%	-14%	-20%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	41,8	52,0	65,6	45,1	49,0	51,6
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		53,2			48,6	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	50,9					

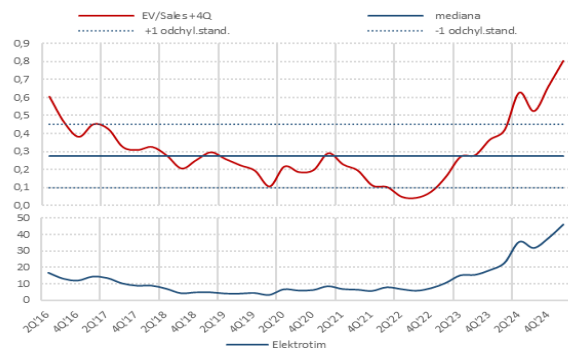
Źródło: BDM S.A., szacunki własne, Bloomberg

Elektrotim EV/Sales (-4Q) oraz kurs PLN



Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, *ujęte wyniki za poprzednie 4 kwartały, dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)

Elektrotim EV/Sales (+4Q) oraz kurs PLN



Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, *ujęte prognozy wyników za kolejne 4 kwartały (łącznie z bieżącym), dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)

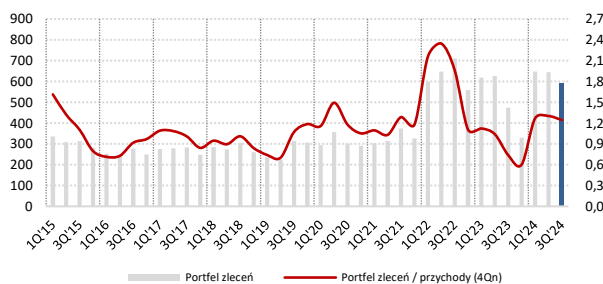
PORTFEL ZAMÓWIEŃ

Istotne kontrakty podpisane od początku 2022 roku

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]	Koniec
2025				
2025-02-28	Enea Operator	Przebudowa stacji 110/15 kV Golczewo	23	2026-08
2025-02-18	Tauron Dystrybucja	Budowa linii 110kV GPZ Wieczysta - GPZ Mennicza we Wrocławiu	17	2026-08
2025-01-31	Tauron Dystrybucja	Modernizacja stacji elektroenergetycznej 110/20 kV R-361 (Marciszów)	25	2027-10
2025-01-24	Strabag	Wykonanie oświetlenia nawigacyjnego w Porcie Lotniczym we Wrocławiu	21	2026-10
2025-01-10	Tauron Dystrybucja	Budowa rozdzielni 20kV w stacji elektroenergetycznej Wirek	21	2026-11
2025-01-09	EDF RP	Budowa magazynu energii Stary Grodków	27	2025-12
2024				
2024-12-13	Tramwaje Warszawskie	Przebudowa budynku podstacji trakcyjnej „Okęcie” i „Jasna”	20	2025-10
2024-10-22	KGHM	Wymiana rozdzielnic wraz z transformatorami w Rejonie ZWR Lubin	21	2026-09
2024-10-21	Mercedes-Benz MP	Realizacja stacji el.-en. WN/SN wraz z linią zasilającą w ramach budowy fabryki w Jaworze	50	2026-10
2024-09-05	PSE	Rozbudowa i modernizacja rozdzielni 220 kV w stacji 400/220/110 kV Pątnów – Etap 1	19	2026-12
2024-04-26	PSE	Rozbudowa rozdzielni 220 kV i 110 kV w stacji Adamów	30	2026-12
2024-03-15	Tauron NT	Eksploatacja i prowadzeniem prac dodatkowych na sieciach oświetleniowych we Wrocławiu i okolicach	26	2026-03
2024-02-21	PL Szczecin-Goleniów	Wykonanie systemu pomocy nawigacyjnych	41	2025-12
2024-02-16	CZC SZ	Gdańsk. Budowa pola antenowego oraz modernizacja serwerowni	15	2025-04
2024-01-31	KG Straży Granicznej	Budowa zabezpieczenia granicy państwowej z Białorusią na odcinku rzeki Bug w Nadbużańskim Oddziale SG	227	2025-01
2024-01-24	Tauron Dystrybucja	Budowa linii kablowej 110 kV (GPZ Walecznych - Kurkowa)	24	2026-04
2023				
2023-12-28	GDDKIA	Poprawa bezpieczeństwa ruchu drogowego na DK35 w m. Unisław Śląski	10	2024-12
2023-11-16	KGHM	Wymiana rozłączników prądowych oraz magistrali szyn prądowych przy grupach wanien elektrolitycznych w HMG	45	2025-01
2023-10-05	Stożeczny Zi	Rozbudowa systemu alarmowego w kompleksie wojskowym K-0596 Goławice	4	2025-03
2023-08-07	Stożeczny Zi	Wymiana ogrodzenia w kompleksie wojskowym nr K-0596 Goławice	11	2025-01
2023-06-05	PGE Dystrybucja	Budowy stacji 110 kV Krasnosielc wraz z linią zasilającą 110 kV	22	2024-12
2023-05-19	CZ Cyberprzestrzeni SZ	Budowa linii światłowodowych pomiędzy kompleksami w m. Gdynia, Rumia, Łężyce, Wejherowo, Rzucewo	15	2024-12
2023-04-05	RZI w Gdyni	Przebudowa budynków w Porcie Wojennym Gdynia	15	2025-10
2023-03-29	PKP Energetyka	Budowa podstacji trakcyjnej PT Knyszyn i RS Knyszyn	24	2024-06
2023-03-07	Tauron Dystrybucja	Projekt i roboty na stacji R-Uczniowska w Wałbrzychu	15	2024-11
2023-01-31	PKP Energetyka	Budowa podstacji trakcyjnej Lubinek i Zduniska Wola Karsznice	54	2023-07
2022				
2022-12-22	PGE EO	Wykonie linii kablowej 110 kV oraz stacji elektroenergetycznej GPO dla farmy PV Jeziórko	39	2023-12
2022-12-22	PGE EO	Wykonie stacji elektroenergetycznej GPO dla farmy PV Augustynka	14	2023-12
2022-11-29	PGE Dystrybucja	Budowa linii kablowej 110 kV RPZ Brzezińska – RPZ Radogoszcz	30	2023-09
2022-08-29	Nestlé Purina	Projekt i montaż instalacji w istniejącym oraz nowobudowanym budynku zakładu Purina	75	2024-05
2022-08-08	MON - RZI Wrocław	Modernizacja dowiązania energetycznego kompleksu wojskowego JW w Opolu	13	2023-11
2022-08-02	PGE Dystrybucja	Wykonanie robót budowlanych w zakresie budowy stacji 110 kV „Małopole” wraz z linią zasilającą	23	2023-10
2022-07-27	PGE Dystrybucja	Modernizacja rozdzielni 110kV GPZ Boryszew	9	2023-07
2022-07-15	Budimex	Wykonaniu instalacji i sieci branży elektrycznej i teletechnicznej w ramach zadań inwestycyjnych dla wojska	23	2024-12
2022-07-11	Kąty Wrocławskie	Rewitalizacja rynku w Kątach Wrocławskich	16	2023-12
2022-03-24	Podlaski Oddział SG	Zaprojektowanie i wybudowanie bariery elektronicznej na granicy polsko-białoruskiej (202 km)	279	2024-06

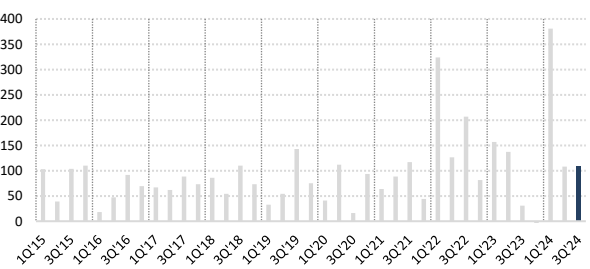
Źródło: BDM S.A., spółka

Portfel / przychody za ostatnie 4Q



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Podpisane nowe kontrakty w danym okresie – szacunkowo* [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka, *zmiana wartości portfela skorygowana o przychody w kwartale

Po 3Q'24 backlog grupy wynosił 590 mln PLN (+24% r/r, -8% q/q). W 1Q'24 wszedł do niego kontrakt na perymetrię na Bugu i kilku mniejszych zleceń. W 2Q'24 spółka informowała tylko o jednym kontrakcie za 30 mln PLN, udało się jednocześnie utrzymać zbliżoną wartość portfela q/q (na konferencji wynikowej poinformowano, że podpisano szereg mniejszych zleceń). Podobnie w 3Q'24 spółka także poinformowała jedynie o jednym istotnym zleceniu, sygnalizując jednocześnie ożywienie po stronie podaży kontraktów w interesujących ją obszarach. W 4Q'24 spółka poinformowała o trzech istotnych kontraktach (łącznie za ok. 91 mln PLN). Zakładamy, że na koniec 2024 roku portfel wynosił ok. 540-550 mln PLN. Spodziewamy się jego wzrostu q/q w 1Q'25 (spółka w I-II'25 podpisała już istotne umowy na ok. 134 mln PLN - gł. w dystrybucji, gdzie powinna być beneficjentem odblokowania środków unijnych na transformację energetyczną).

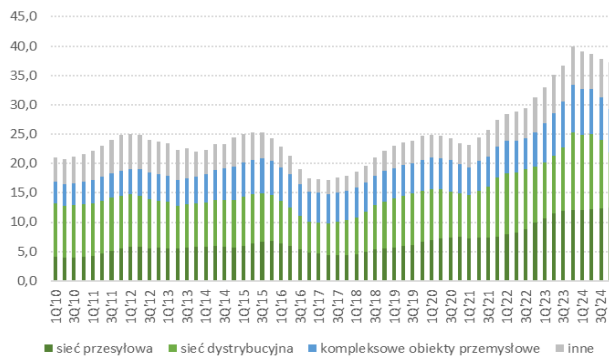
OTOCZENIE RYNKOWE I KOSZTOWE

Potencjał rynkowy

Koniunkturę w otoczeniu spółki według klasyfikacji GUS najlepiej oddają nakłady w obszarze pozostałych obiektów inżynieryjnych, gdzie zalicza się: 1) sieć przesyłowa (transport ropy, gazu, energii, wody, ścieków, sieć telco), 2) sieć dystrybucyjna (sieć rozdzielcza gazu, energii, wodociągi, oczyszczalnie ścieków, kanalizacja), 3) kompleksowe obiekty przemysłowe (obiekty budowlane, które nie mają formy budynku np. elektrownie, w tym wiatrowe, rafinerie, kopalnie, spalarnie śmieci itp.) oraz 4) inne (np. tereny sportowe, parki, inżynieria wojskowa, wysypiska śmieci).

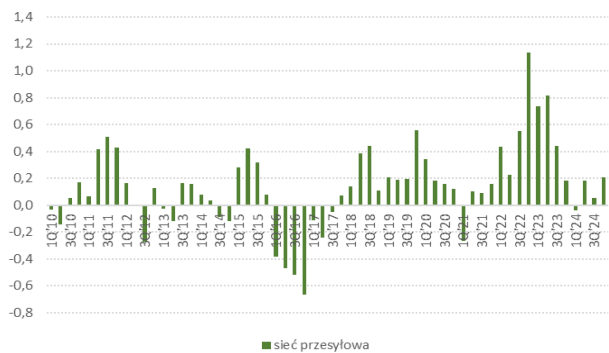
Inwestycje w obszarze pozostałych obiektów inżynieryjnych dynamicznie rosły w 2023 roku w ujęciu r/r. W 2024 roku dynamika realizowanych inwestycji była ujemna w obszarze sieci dystrybucyjnych oraz kompleksowych obiektów przemysłowych, natomiast wzrost r/r odnotowano w obrębie sieci przesyłowych oraz innych obiektów (zalicza się tu m.in. wojsko). Plany inwestorów na rynku dystrybucji i przesyłu energii na kolejne lata są bardzo ambitne (co prezentujemy na kolejnej stronie). Inwestycje w dużej mierze mają być także wspomagane środkami unijnymi. KPO zakłada m.in. 1,0 mld PLN na sieci dystrybucyjne na obszarach wiejskich i 0,6 mld PLN na rozwój sieci przesyłowych a FEnIKS uwzględni m.in. 1,1 mld EUR wsparcia na Inteligentne systemy energ. oraz magazynowanie. Są to inwestycje bezpośrednie w obszarach stanowiących źródło zainteresowania Elektrotimu. Wielokrotnie większe środki w KPO przewidziane są w obszarze inwestycji, które będą miały pośredni wpływ na podaż kontraktów jak budowa morskich FW, tzw fundusz wsparcia energetyki czy zielona transformacja miast.

Nakłady na pozostałe obiekty infrastruktury (4Qn)* [mld PLN]



Źródło: DM BDM S.A., GUS

Nakłady na sieci przesyłowe zmiana r/r [mld PLN]



Źródło: DM BDM S.A., GUS, transport ropy, gazu, energii, wody, ścieków, sieć telco

Nakłady na kompleksowe obiekty przemysłowe zmiana r/r [mld PLN]



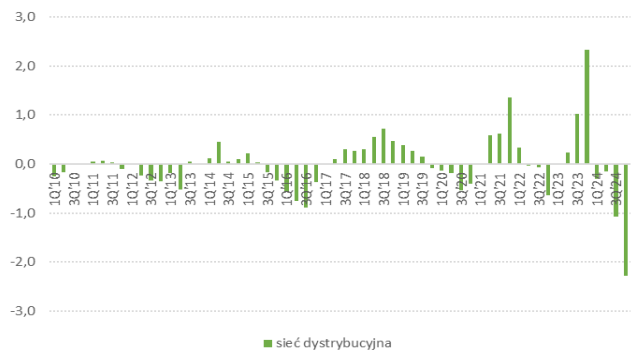
Źródło: DM BDM S.A., GUS, m.in. elektrownie, obiekty przemysłowe niebędące budynkami

Nakłady na pozostałe obiekty infrastruktury zmiana r/r [mld PLN]



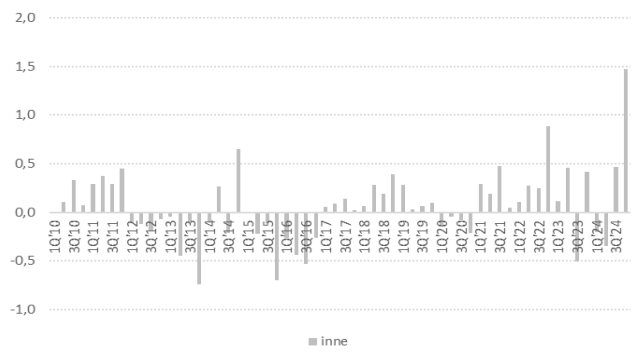
Źródło: DM BDM S.A., GUS

Nakłady na sieci dystrybucyjne zmiana r/r [mld PLN]



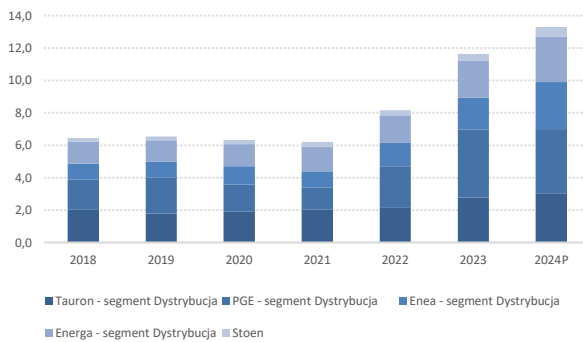
Źródło: DM BDM S.A., GUS, sieć rozdzielcza gazu, energii, wodociągi, oczyszcz. ścieków, kanalizacja

Nakłady inne w ramach pozostałych obiektów infrastruktury zmiana r/r [mld PLN]

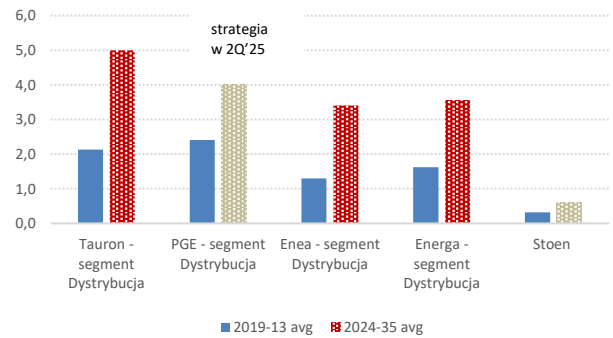


Źródło: DM BDM S.A., GUS, m.in. wojsko, sport, wysypiska śmieci

Nakłady spółek dystrybucji energii [mld PLN]



Nakłady spółek dystrybucji energii – strategia [mld PLN]



Źródło: DM BDM S.A., raporty roczne spółek

Dystrybucja energii – inwestycje OSD

Przedstawione publicznie plany spółek mówią o wzroście nakładów w obszarze dystrybucji energii do ok 13 mld PLN w 2024 roku (vs 11,6 mld PLN w 2023 roku). Według opublikowanych w ostatnich miesiącach strategii w latach 2024-35 roczne nakłady w tym obszarze Tauronu mają być o 135% wyższe niż średnia w okresie 2019-23, dla Enei ma to być 162% więcej a dla Energi (Orlen) 120% więcej. PGE zapowiada strategię na 2Q'25. W ostatnich miesiącach BGK podpisał umowy z Tauronem i Energa na finansowanie dłużne z KPO inwestycji sieciowych na odpowiednio 11 mld PLN i 8 mld PLN.

Energetyka Jądrowa

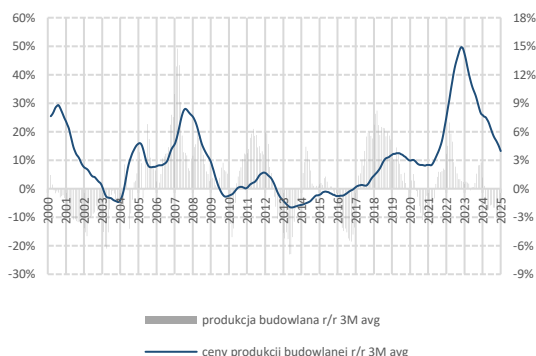
Elektrotim ma status aktywnego, kwalifikowanego wykonawcy i usługodawcy w Bechtel, co pozwala na udział w działaniach przygotowawczych do realizacji inwestycji w budowę pierwszej w Polsce elektrowni jądrowej. W lutym'25 sejm przyjął ustawę o przekazaniu z budżetu kwoty do 60,2 mld PLN na budowę elektrowni w latach 2025-30 (cały projekt może kosztować ok 200 mld PLN). Warunkiem dokapitalizowania spółki PEJ jest zgoda Komisji Europejskiej na pomoc publiczną ([link](#), [link2](#)).

Strona kosztowa - aktualna sytuacja

Istotną (ale już nie największą) pozycję w strukturze kosztów spółki stanowią koszty zużycia materiałów i energii (38% w 2023). Spółka wskazuje na ekspozycję na miedź (obecnie wyżej r/r w PLN), aluminium (obecnie wyżej r/r w PLN) i stal (obecnie niżej r/r ceny w PLN). Kategoria „elektryka i oświetlenie” w danych PSB wskazywała na kilku procentowe spadki cen r/r w okresie 4Q'23 -1Q'25. Głównymi dostawcami dla spółki są hurtownie elektrotechniczne (np. Elektro-Invest) oraz producenci jak Tele-Fonika czy Schneider.

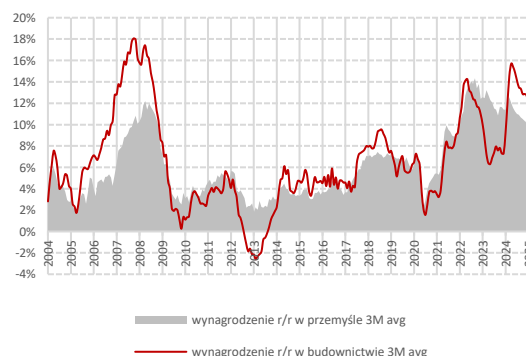
Główną pozycją kosztową w 2023 roku były usługi obce na poziomie 47% (podwykonawcy), Istotne są także wynagrodzenia z 13% udziałem (wg sprawozdania finansowego grupa w 2023 zatrudniała średnio 334 osoby - według sprawozdania zarządu jest to liczba na koniec 2023 roku).

Produkcja budowlana w Polsce vs ceny r/r (średnia 3M)



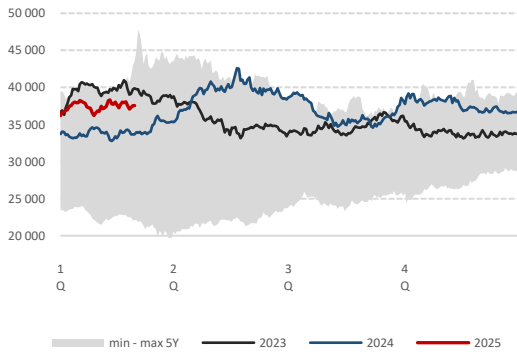
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce

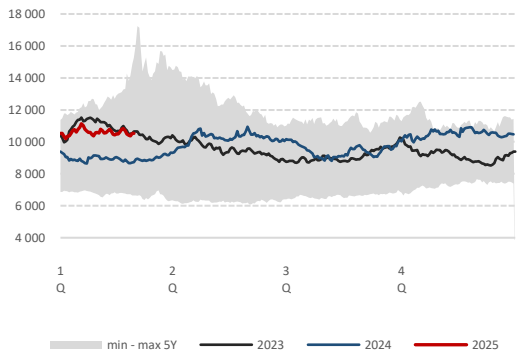


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

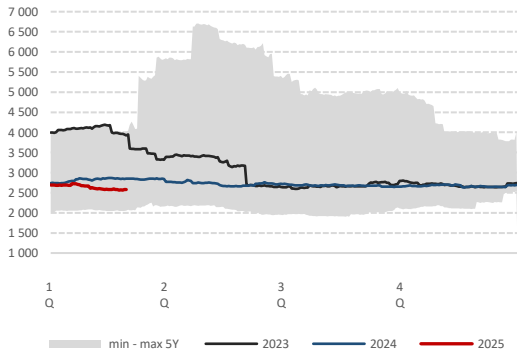
Cena miedzi [PLN/t]



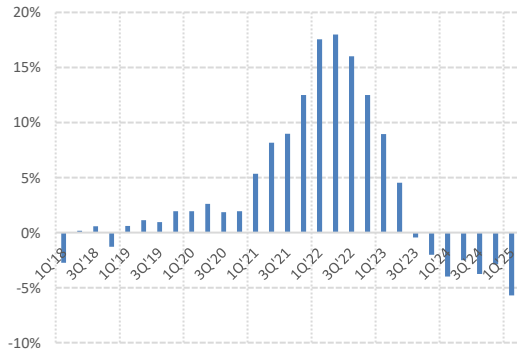
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Cena aluminium [PLN/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Cena stali – Europa [PLN/t]

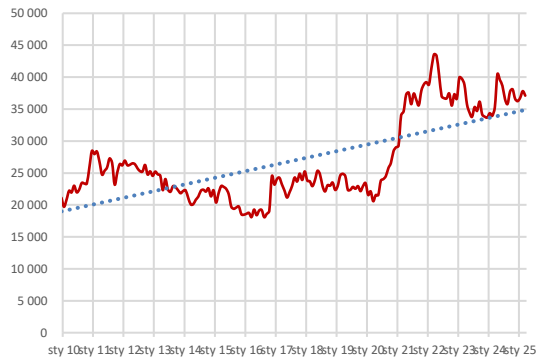


Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Dynamika r/r cen indeksu PSB w kategorii elektryka i oświetlenie

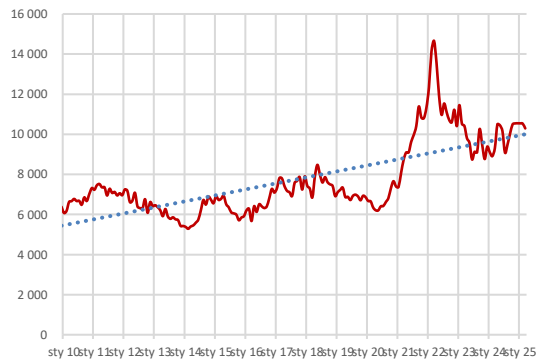


Źródło: BDM S.A., PSB

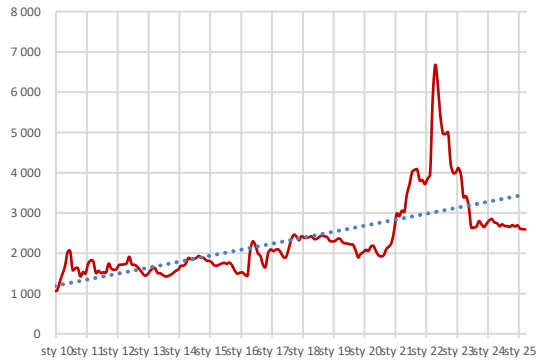
Cena miedzi [PLN/t]



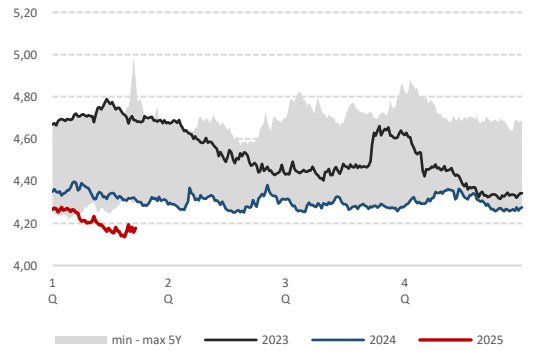
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Cena aluminium [PLN/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Cena stali – Europa [PLN/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg
EUR/PLN



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki za 3Q'2024 [mln PLN]

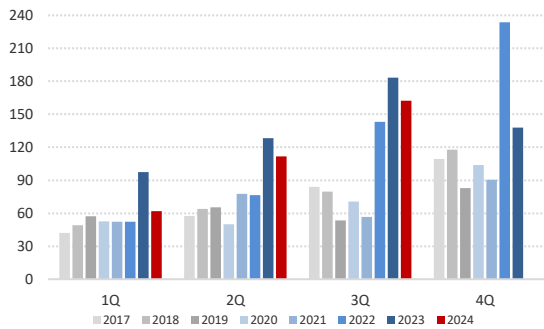
	3Q'23	3Q'24	zmiana r/r	3Q'24P BDM	odchyl.	1-3Q'23	1-3Q'24	zmiana r/r
Przychody	183,2	162,5	-11,3%	182,5	-11,0%	409,0	336,0	-17,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	27,5	30,4	10,6%	25,6	19,0%	62,4	56,5	-9,5%
Zysk na sprzedaży	22,3	23,3	4,8%	17,1	36,9%	46,0	34,3	-25,5%
PPO/PKO	-7,5	-0,3	---	0,0	---	-8,9	5,4	---
EBITDA	15,8	24,2	52,8%	18,2	33,3%	40,4	42,9	6,2%
EBIT	14,8	23,1	56,0%	17,1	35,3%	37,1	39,7	7,0%
Zysk brutto	14,1	20,7	47,1%	15,6	32,8%	36,2	52,4	44,8%
Zysk netto	9,7	16,4	68,0%	12,6	29,4%	26,7	45,5	70,4%
Marża brutto ze sprzedaży	15,0%	18,7%		14,0%		15,3%	16,8%	
Marża EBITDA	8,6%	14,9%		9,9%		9,9%	12,8%	
Marża EBIT	8,1%	14,2%		9,3%		9,1%	11,8%	
Marża zysku netto	5,3%	10,1%		6,9%		6,5%	13,5%	

Źródło: BDM S.A., spółka

- Przychody w 3Q'24 wyniosły 162,5 mln PLN (-11% r/r), Spodziewaliśmy się płaskich r/r przychodów.
- Wzrost r/r odnotowano w segmentach: Przemysł, Resorty Obronne oraz Samorządy. Istotny spadek nastąpił natomiast w Energetyce oraz w Trakcji.
- Rentowność brutto ze sprzedaży (18,7%) zaskoczyła pozytywnie – była wyższa r/r i q/q oraz powyżej naszych założeń (zakładaliśmy 14,0% vs 15,0% rok temu i 15,0% w 1H'24). Pozytywnie zaskoczyła przede wszystkim (podobnie jak 2Q'24) marża w segmencie Przemysłu. Wyższa niż w 2Q'24 była marża w Resortach Obrony (gdzie istotny przerób pochodził z kontraktu na perymetrię na rzece Bug).
- Koszty SG&A w 3Q'24 wyższe r/r (7,1 mln PLN vs 5,2 mln PLN).
- Minimalnie ujemny wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej w 3Q'24 (-0,3 mln PLN vs -7,5 mln PLN rok temu).
- EBITDA w 3Q'24 wyniosła 24,2 mln PLN (vs 15,8 mln PLN rok temu i 18,2 mln PLN nasze oczekiwania).
- Saldo finansowe z ujemnym wpływem na poziomie -2,3 mln PLN.
- Skonsolidowany zysk netto w 3Q'24 ukształtował się na poziomie 16,4 mln PLN (spodziewaliśmy się 12,6 mln PLN).
- Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły +0,3 mln PLN w 3Q'24 (rok temu +29,8 mln PLN). Na koniec okresu spółka miała 31 mln PLN długu netto (w 3Q'24 wypłacono dywidendę).
- Backlog: 590 mln PLN (vs 644 mln PLN po 2Q'24 i 474 mln PLN rok temu).

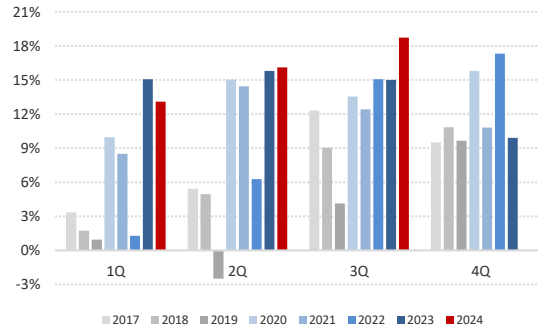
Podsumowując, wyniki spółki za 3Q'24, poza przychodami, były lepsze r/r i powyżej naszych założeń. Pozytywnie zaskoczyła kolejny raz marża w segmencie Przemysłu (wyższa nawet niż w 2Q'24). Istotnie do marży kontrybuował także segment Resortów Obrony (w fazę realizacji wszedł kontrakt na rzece Bug), który w 2Q'24 miał marżę wyraźnie poniżej średniej dla spółki, a w 3Q'24 uległa ona poprawie (do >16%).

Przychody [mln PLN]



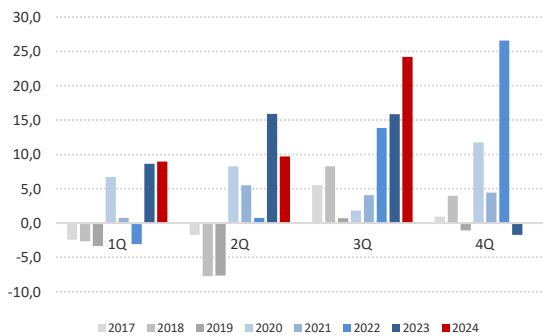
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży



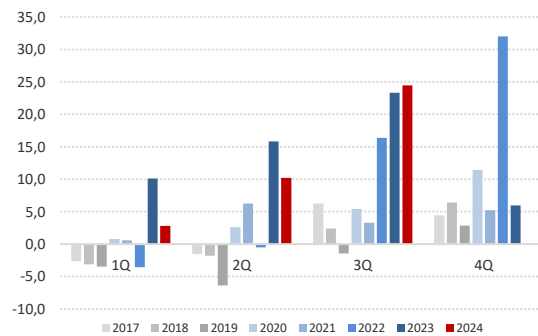
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA [mln PLN]



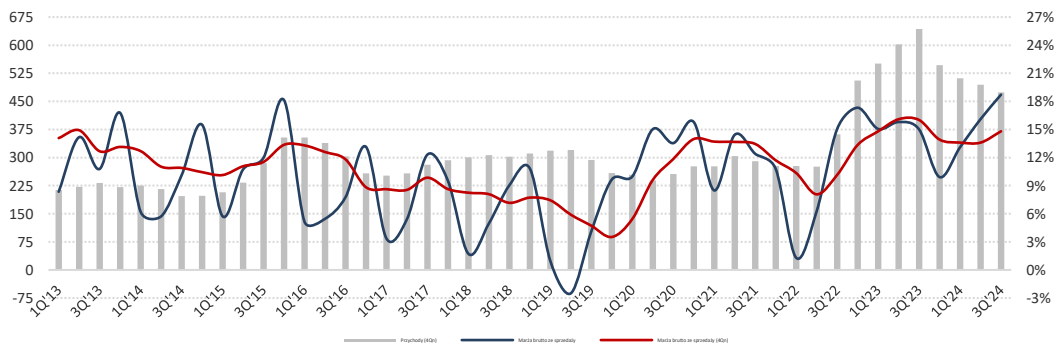
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA skoryg.* [mln PLN]



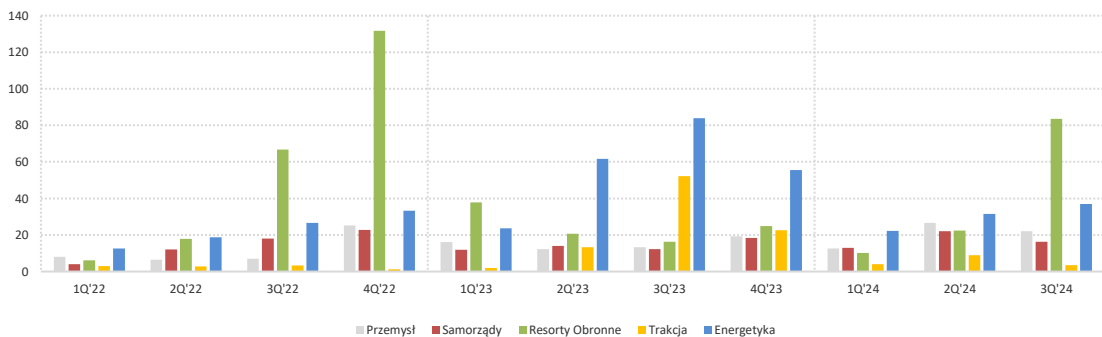
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, bez salda PPO/PKO

Przychody oraz marża brutto ze sprzedaży (narastająco 4Q)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody kwartalnie głównych pionów spółki [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Podsumowanie konferencji wynikowej po 3Q'24 (24/11/2024)**1-3Q'24/3Q'24**

- spółka bardzo zadowolona z wyników
- sprzyjający rynek materiałów i podwykonawców, co pozytywnie wpływa na marżę (koszty poniżej budżetu)
- spółka ma jeden bardzo dobry kontrakt (segment Przemysłu), gdzie zoptymalizowano dostawy (pozytywny wpływ na kilka mln PLN w 1-3Q'24) – w kolejnych okresach powrót do wartości historycznych w tym segmencie

Pozycja gotówkowa

- pozycja na koniec roku zależy m.in. od tempa realizacji kontraktu na granicy, obecny harmonogram raczej wskazuje, że spółka będzie potrzebowała zaangażowania kredytowego (30% płatności dopiero po kalibracji perymetrii)
- spółka zakłada utrzymanie istotnych aktywów z tytułu umów w 4Q'24 (zakładany wysoki przerób w 4Q'24, m.in. na kontrakcie na Bugu)

Perymetria na Bugu

- realizacja jest przesunięta o 1Q (na początku kontraktki wysokie stany wody na Bugu)
- w 1H'24 tylko projektowanie (10 mln PLN), w 3Q'24 ok 50 mln PLN
- ok. 60% realizacji powinno nastąpić w 2024 roku (w zależności od warunków pogodowych w XII'24), kalibracja systemu w 2025 roku

Dystrybucja

- do 1H'24 było opóźnienie w przetargach, co przełożyło się na spadek przychodów w 1-3Q'24
- perspektywy są zdaniem spółki bardzo dobre, spółka widzi wzrost w 4Q'24 i 2025 roku
- obserwowane ożywienie w przetargach

PSE

- przetargi są w toku
- spółkę interesują przetargi 15-50 mln PLN

Trakcja

- spółka czeka na większy ruch w obszarze przetargów kolejowych
- 2025 powinien być rokiem przełomowym na kolei (dużo lepszym niż ostatnie 2 lata)
- spółka spodziewa się także ożywienia w trakcji miejskiej (KPO)
- spółka chce brać udział w przetargach PKP PLK (w zakresie elektroenergetyki)

Tarcza Wschód

- MON wypracował się ścieżkę kontraktacji, są pierwsze postępowanie (spółka w części bierze udział, aczkolwiek więcej jest przetargów inżynierskich, które nie są w kręgu zainteresowania spółki)

Resorty Obronne

- Straż Graniczna ogłosiła jako priorytet wzmocnienie granicy z Ukrainą

Samorządy

- wdać ożywienie po wyborach

Powódź

- pojedyncze mln PLN w realizacji (prace serwisowe)

Koszty

- spółka nadal widzi lekki spadek cen materiałów

Portfel

- większość portfela przypada na 4Q'24 i 2025, tylko pojedyncze kontrakty na 2025 rok
- spółka nie odnotowała w 3Q'24 kontraktów, które istotnie zmieniły zakładaną rentowność
- do wiosny'25 pojawią się jeszcze tematu do realizacji w 2025 roku

2025

- spółka nie zmieniła zakładanych marż w ofertowaniu, spółka ma wysoki backlog
- spółka nie widzi perspektywy dramatycznej zmiany marży

Strategia

- publikacja późną jesienią 2025
- horyzont 5-letni
- spółka widzi nadal duży potencjał w obecnych obszarach
- potencjalnie nowe elementy: elektromobilność (stacje ładowania), magazyny energii, elektrownie jądrowe
- spółka szykuje się na podwojenie backlogu w perspektywie kilku lat (ale nie w 2025 roku) a później przychodów

Konkurencja

- spółka ocenia swój udział w rynku jako umiarkowany, konsolidacja wśród konkurencji (SPIE) nie powinna mieć wpływu na spółkę
- przy kontraktach na 50 mln PLN konkurencja to duże podmioty (obecne na GPW, ale nie jest to dla tych spółek kluczowy obszar)
- konkurencja małych firm – przewagą Elektrotimu są referencje czy finansowanie

Inne

- wzrost środków trwałych i leasingu pochodną zawarcia przedłużenia umowy najmu siedziby

Prognoza na 4Q'24
Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P*	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	137,9	179,0	29,8%	546,9	515,0	-5,8%	550,5	6,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	13,7	25,6	87,0%	76,1	82,1	7,8%	79,3	-3,3%
Zysk na sprzedaży	4,8	15,1	215,2%	50,8	49,4	-2,8%	44,1	-10,6%
EBITDA	-1,7	15,7	---	38,7	58,6	51,4%	48,7	-16,8%
EBIT	-2,9	14,6	---	34,2	54,3	58,6%	44,1	-18,7%
Zysk brutto	-3,9	12,1	---	32,3	64,4	99,7%	42,6	-33,9%
Zysk netto	-4,3	9,8	---	22,4	55,2	146,9%	34,5	-37,6%
Marża brutto ze sprzedaży	9,9%	14,3%		13,9%	15,9%		14,4%	
Marża na sprzedaży	3,5%	8,4%		9,3%	9,6%		8,0%	
marża EBITDA	-1,2%	8,8%		7,1%	11,4%		8,9%	
marża EBIT	-2,1%	8,1%		6,3%	10,5%		8,0%	
marża netto	-3,1%	5,5%		4,1%	10,7%		6,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *w 1Q'24 ujęta dekonsolidacja spółki Zeus z wpływem na wyniku brutto na poziomie +18,2 mln PLN (w tym +2,5 mln PLN na linii EBIT)

- Po 3Q'24 portfel wynosił 590 mln PLN (+24% r/r, -8% q/q).
- Spółka jest w zaawansowanej fazie budowlanej kontraktu na perymetrię na rzece Bug, co wpłynie na istotną poprawę przychodów r/r. Zakładamy wyższy r/r poziom rentowności (baza z ubiegłego roku jest zaniżona przez zawiązanie ok. 10 mln PLN rezerwy gwarancyjnej na perymetrii lądowej na granicy z Białorusią).
- Na EBIT widoczny może być w ujęciu q/q wpływ wyższych kosztów SG&A.
- Należy pamiętać, że dane z 4Q'23 od poziomu EBIT w dół nie są porównywalne - skonsolidowany wtedy straty spółki zależnej Zeus.
- Spodziewamy się 14,6 mln PLN EBIT vs -2,9 mln PLN rok temu. Zakładamy wzrost wyniku netto do +9,8 mln PLN (vs -4,3 mln PLN straty rok temu).
- Spółka na koniec 3Q'24 miała 31 mln PLN długu netto. Spodziewamy się sezonowego spadku zaangażowania w kapitał obrotowy w końcówce roku i wykazania na koniec roku istotnej gotówki netto.

Wyniki i prognozy wyników kwartalne [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24P	1Q'25P	2Q'25P	3Q'25P	4Q'25P
Przychody ze sprzedaży	52,4	76,5	143,0	233,7	97,5	128,3	183,2	137,9	62,0	111,6	162,5	179,0	98,0	141,0	137,0	174,5
Przemysł	8,1	6,5	7,0	25,2	16,3	12,1	13,3	19,3	12,6	26,5	22,1	30,0	15,0	20,0	30,0	37,0
Energetyka	12,7	18,7	26,6	33,3	29,4	68,1	83,7	55,6	22,2	31,6	36,9	52,5	25,0	35,0	50,0	62,5
Samorządy	4,0	12,1	18,0	22,7	11,9	14,0	12,3	18,4	12,9	22,0	16,4	21,5	13,0	25,0	25,0	32,5
Resorty Obronne	6,2	17,8	66,7	131,8	37,8	20,8	21,7	24,9	10,2	22,5	83,5	70,0	40,0	51,0	22,0	25,0
Trakcja	3,1	2,9	3,4	1,3	2,0	13,3	52,2	22,6	4,0	8,9	3,6	5,0	5,0	10,0	10,0	17,5
Inne / korekty	18,2	18,4	21,3	19,5	0,0	0,0	0,0	-2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	0,7	4,8	21,5	40,5	14,7	20,3	27,5	13,7	8,1	18,0	30,4	25,6	13,2	20,5	20,6	25,1
Przemysł	---	---	---	---	3,4	0,5	2,8	---	1,7	6,6	8,2	3,9	2,1	3,2	4,8	5,4
Energetyka	---	---	---	---	2,7	9,9	14,1	---	1,2	4,7	6,6	8,9	3,0	5,3	8,0	10,0
Samorządy	---	---	---	---	2,3	2,4	1,8	---	1,2	3,1	1,8	2,6	1,6	3,3	3,3	4,2
Resorty Obronne	---	---	---	---	6,2	5,6	0,7	---	4,0	2,5	13,6	9,8	6,0	7,6	3,3	3,8
Trakcja	---	---	---	---	0,1	1,8	8,1	---	0,0	1,0	0,2	0,4	0,5	1,2	1,2	1,8
SG&A	5,6	6,6	6,1	9,8	5,7	5,5	5,2	8,9	6,3	8,8	7,1	10,5	6,8	9,5	8,3	10,7
Zysk na sprzedaży	-4,9	-1,8	15,4	30,7	9,0	14,7	22,3	4,8	1,8	9,2	23,3	15,1	6,4	11,0	12,3	14,4
Saldo PPO/PKO	0,5	1,2	-2,5	-5,4	-1,5	0,0	-7,5	-7,7	6,2	-0,5	-0,3	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-3,1	0,8	13,9	26,6	8,6	15,9	15,8	-1,7	9,0	9,7	24,2	15,7	7,6	12,2	13,4	15,5
EBIT	-4,4	-0,6	12,9	25,3	7,5	14,8	14,8	-2,9	7,9	8,7	23,1	14,6	6,4	11,0	12,3	14,4
Saldo finansowe	-0,3	0,3	0,6	-3,3	0,3	-0,6	-0,7	-1,0	14,3	0,7	-2,3	-2,5	-0,1	-0,3	-0,7	-0,3
Zysk (strata) brutto	-4,8	-0,3	13,5	22,0	7,9	14,2	14,1	-3,9	22,3	9,3	20,7	12,1	6,3	10,7	11,5	14,1
Zysk (strata) netto	-5,4	0,7	11,1	15,6	5,8	11,2	9,7	-4,3	21,1	8,0	16,4	9,8	5,1	8,7	9,3	11,4
CFO	-2,4	11,8	10,5	17,6	9,2	-75,7	29,8	32,8	18,1	-39,5	0,3	57,0	0,0	-20,0	20,0	63,2
Dług (gotówka) netto	-4,6	-18,4	-26,6	-50,5	-59,7	16,7	5,2	-27,1	-39,8	4,2	31,0	-33,6	-32,4	-11,3	43,5	-64,7
Przychody zmiana r/r	0%	-2%	>100%	>100%	86%	68%	28%	-41%	-36%	-13%	-11%	30%	58%	26%	-16%	-3%
Przemysł	---	---	---	---	>100%	85%	89%	-23%	-23%	>100%	66%	56%	19%	-25%	36%	23%
Energetyka	---	---	---	---	>100%	>100%	>100%	67%	-24%	-54%	-56%	-5%	12%	11%	35%	19%
Samorządy	---	---	---	---	>100%	15%	-32%	-19%	8%	57%	33%	17%	1%	14%	53%	51%
Resorty Obronne	---	---	---	---	>100%	17%	-67%	-81%	-73%	8%	>100%	>100%	>100%	>100%	-74%	-64%
Trakcja	---	---	---	---	-35%	>100%	>100%	>100%	>100%	-33%	-93%	-78%	26%	12%	>100%	>100%
Marża brutto ze sprzedaży	1,3%	6,3%	15,1%	17,3%	15,1%	15,8%	15,0%	9,9%	13,1%	16,1%	18,7%	14,3%	13,4%	14,6%	15,0%	14,4%
Przemysł	---	---	---	---	20,8%	4,2%	---	---	13,4%	24,9%	36,9%	13,0%	14,0%	16,0%	16,0%	14,5%
Energetyka	---	---	---	---	9,3%	14,6%	---	---	5,5%	14,9%	17,8%	17,0%	12,0%	15,0%	16,0%	16,0%
Samorządy	---	---	---	---	19,1%	17,1%	---	---	9,2%	13,9%	11,3%	12,0%	12,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Resorty Obronne	---	---	---	---	16,3%	27,1%	---	---	39,1%	11,3%	16,3%	14,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Trakcja	---	---	---	---	5,5%	13,4%	---	---	0,6%	11,7%	5,2%	7,5%	10,0%	12,0%	12,0%	10,0%
SG&A/przychody	10,6%	8,6%	4,3%	4,2%	5,8%	4,3%	2,8%	6,4%	10,2%	7,9%	4,3%	5,9%	6,9%	6,7%	6,0%	6,1%
Marża na sprzedaży	-9,3%	-2,4%	10,8%	13,1%	9,2%	11,5%	12,2%	3,5%	2,9%	8,2%	14,4%	8,4%	6,5%	7,8%	9,0%	8,2%
Marża EBITDA	-5,9%	1,0%	9,7%	11,4%	8,9%	12,4%	8,6%	-1,2%	14,5%	8,7%	14,9%	8,8%	7,7%	8,7%	9,8%	8,9%
Marża EBIT	-8,4%	-0,8%	9,0%	10,8%	7,7%	11,5%	8,1%	-2,1%	12,8%	7,8%	14,2%	8,1%	6,5%	7,8%	9,0%	8,2%
Marża zysku netto	-10%	0,9%	7,8%	6,7%	5,9%	8,7%	5,3%	-3,1%	34,0%	7,2%	10,1%	5,5%	5,2%	6,1%	6,8%	6,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *dane segmentowe z okresu 2022 i 2H'23 na bazie prezentacji

Prognozy roczne
Zmiana prognoz w stosunku do poprzedniego raportu analitycznego* [mln PLN]

	2024		zmiana	2025		zmiana	2026		zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	551,1	515,0	-6,5%	555,5	550,5	-0,9%	621,3	664,7	7,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	78,9	82,1	4,0%	79,9	79,3	-0,7%	88,1	91,6	3,9%
EBITDA	55,2	58,6	6,1%	48,5	48,7	0,5%	51,7	53,8	4,1%
EBIT	50,9	54,3	6,6%	43,9	44,1	0,5%	47,3	49,4	4,4%
Zysk (strata) netto	55,1	55,2	0,3%	33,7	34,5	2,3%	39,0	40,2	3,1%
Dług (gotówka) netto	-13,1	-33,6	---	-47,8	-64,7	---	-56,1	-71,5	---
Marża brutto ze sprzedaży	14,3%	15,9%		14,4%	14,4%		14,2%	13,8%	
Marża EBITDA	10,0%	11,4%		8,7%	8,9%		8,3%	8,1%	
Marża EBIT	9,2%	10,5%		7,9%	8,0%		7,6%	7,4%	
Marża zysku netto	10,0%	10,7%		6,1%	6,3%		6,3%	6,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *poprzednia rekomendacja z 28.10.2024

- Zakładamy, że spółka w 2024 roku wypracuje 515 mln PLN przychodów (niżej w stosunku do naszej ostatniej rekomendacji z X'24, ze względu na słabszy przychodowo 2H'24) oraz 55,2 mln PLN zysku netto (bez zmian – lepsza marżowość). W 2024 roku wpływ ma księgowy zysk na poziomie 18,2 mln PLN z utraty kontroli nad Zeusem (ujęty w 1Q'24).
- Zakładamy wzrost r/r przychodów w 2025 roku przy niższych marżach (m.in. zwracamy uwagę, że w 2024 dodatkowe, jednorazowe duże kilka mln PLN wygenerował jeden z kontraktów w segmencie przemysłu, a na poziomie EBIT po 1-3Q'24 spółka miała ponad 5 mln PLN dodatniego salda pozostałej działalności). Nasze prognozy na 2025 rok są zbliżone do założeń z poprzednich rekomendacji. W 2025 estymujemy obecnie ok. 551 mln PLN przychodów oraz 34,5 mln PLN zysku netto.
- Jednocześnie podnosimy nasze prognozy przychodów w dłuższym terminie, biorąc pod uwagę klarowanie się perspektyw rynkowych w segmentach energetyki i obronności.
- Według opublikowanych na przestrzeni ostatnich miesięcy strategii w latach 2024-35 roczne nakłady w obszarze OSD dla Tauronu, Enei i Energi mają być 2-3x wyższe niż średnia w okresie 2019-23 (czekamy jeszcze na aktualizację strategii PGE).
- Pod koniec 2024 roku Straż Graniczna potwierdziła plany dalszej rozbudowy systemu nadzoru ochrony granicy państwowej (zapowiedziano postępowanie na odcinek ukraiński o wartości do 0,4 mld PLN). Ostatni wzrost napięć geopolitycznych powinien także wpłynąć na intensyfikację nakładów na wojsko, w tym infrastrukturę. W planach MON zwracamy uwagę m.in. na zapowiedzi modernizacji lotnisk dla celów wojskowych. Spółka historycznie była dobrze zakorzeniona w obszarze inwestycji obronnych, ale dopiero kontrakty na perymetrię pozwoliły zbudować istotną skalę i przewagi konkurencyjne związane np. z referencjami.
- Zwracamy uwagę także porozumienie PKP PLK i PGE Energetyka Kolejowa w ramach, którego do końca 2029 wybudowanych lub zmodernizowanych zostanie blisko 90 podstacji trakcyjnych i kabin sekcyjnych o wartości ponad 2 mld PLN. Planowane jest też podjęcie decyzji w sprawie budowy lub modernizacji kolejnych 170 obiektów w następnych 5 latach. Elektrotim realizował kilka tego typu kontraktów w 2023 roku.
- Spodziewamy się, że podaż kontraktów w obszarach, w których działa spółka na tyle istotnie wrosła (OSD) lub wzrosła (obronność, PSE), że ich pozyskanie nie będzie się wiązało z aż tak dużym ryzykiem dla marż. W kolejnych latach przyjmujemy jednocześnie stopniowy, powolny spadek rentowności. Zwracamy uwagę, że w przypadku spółek budowlanych/installacyjnych, im wyższe przychody, tym trudniej generalnie utrzymywać wysokie marże (konieczność wyjścia poza nisze, wyższe ryzyka na większych kontraktach).
- Zakładana przez nas skorygowana marża EBIT (marża wyniku na sprzedaży) w 2024 roku kształtuje się na poziomie 9,6%, a w kolejnym roku na poziomie 8,0%. W długim terminie przyjmujemy 7-8% marży (poprzednio: >7%).
- W przypadku pozycji gotówkowej zakładamy, że na koniec 2024 roku będzie ona podobna do tej z końca 2023 roku. Zakładamy, że spółka będzie regularnie wypłacać dywidendę w kolejnych latach. Zakładamy też normalizację cyklu konwersji gotówki, po nieco bardziej wymagającym 2024 roku.

Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży	258,6	276,8	277,2	505,6	546,9	515,0	550,5	664,7	794,2	863,5	906,6	931,5	955,0	975,9	993,9	1 010,2
Przemysł	---	---	---	46,9	61,0	91,2	102,0	109,7	117,9	123,8	127,5	130,7	133,9	137,3	140,0	142,8
Energetyka	---	---	---	91,4	224,7	143,3	172,5	225,0	266,0	300,0	319,2	329,4	337,8	344,7	350,3	354,9
Samorządy	---	---	---	56,9	56,7	72,8	95,5	105,1	110,3	114,7	118,2	120,5	122,9	125,4	127,9	130,5
Resorty Obronne	---	---	---	222,5	99,7	186,2	138,0	175,0	200,0	225,0	231,8	238,7	245,9	251,8	256,6	260,5
Trakcja	---	---	---	10,6	90,2	21,5	42,5	50,0	100,0	100,0	110,0	112,2	114,4	116,7	119,1	121,4
Inne / korekty	0,0	0,0	0,0	77,4	14,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	9,1	38,7	32,5	67,5	76,1	82,1	79,3	91,6	108,8	118,6	124,5	128,0	131,2	134,1	136,5	138,8
Przemysł	---	---	---	---	9,7	20,3	15,5	16,4	17,7	18,6	19,1	19,6	20,1	20,6	21,0	21,4
Energetyka	---	---	---	---	42,8	21,4	26,3	33,8	39,9	45,0	47,9	49,4	50,7	51,7	52,6	53,2
Samorządy	---	---	---	---	8,5	8,7	12,3	12,6	13,2	13,8	14,2	14,5	14,8	15,0	15,3	15,7
Resorty Obronne	---	---	---	---	-0,9	30,0	20,7	22,8	26,0	29,3	30,1	31,0	32,0	32,7	33,4	33,9
Trakcja	---	---	---	---	16,0	1,6	4,7	6,0	12,0	12,0	13,2	13,5	13,7	14,0	14,3	14,6
SG&A	22,3	23,8	22,6	28,1	25,3	32,7	35,2	42,2	50,0	54,0	56,2	57,3	58,2	59,0	59,6	60,1
Zysk na sprzedaży	-13,2	14,9	9,8	39,4	50,8	49,4	44,1	49,4	58,8	64,6	68,3	70,7	73,0	75,1	76,9	78,7
Saldo PPO/PKO	-2,9	8,3	-0,6	-6,2	-16,6	4,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-11,3	28,6	14,8	38,1	38,7	58,6	48,7	53,8	63,3	69,1	72,8	75,2	77,5	79,6	81,5	83,2
EBIT	-16,1	23,2	9,3	33,2	34,2	54,3	44,1	49,4	58,8	64,6	68,3	70,7	73,0	75,1	76,9	78,7
Saldo finansowe	-2,0	-1,7	-1,6	-2,8	-2,0	10,2	-1,6	0,3	0,3	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9
Zysk (strata) brutto	-18,1	21,6	7,6	30,4	32,3	64,4	42,6	49,6	59,1	65,2	69,1	71,5	73,8	75,9	77,8	79,6
Zysk (strata) netto	-14,5	16,6	6,6	22,0	22,4	55,2	34,5	40,2	47,9	52,8	56,0	57,9	59,8	61,5	63,0	64,5
CFO	5,7	34,4	1,8	37,5	-3,9	35,9	63,2	35,6	42,5	52,1	57,2	59,9	61,9	63,8	65,5	67,0
Dług (gotówka) netto	21,8	-10,9	-10,1	-50,5	-27,1	-33,6	-64,7	-71,5	-81,2	-95,2	-97,6	-99,6	-101,7	-103,9	-106,3	-108,6
Przychody zmiana r/r	-16,7%	7,0%	0,1%	82,4%	8,2%	-5,8%	6,9%	20,8%	19,5%	8,7%	5,0%	2,7%	2,5%	2,2%	1,9%	1,6%
Przemysł	---	---	---	---	30,0%	49,7%	11,8%	7,5%	7,5%	5,0%	3,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,0%	2,0%
Energetyka	---	---	---	---	>100%	-36,3%	20,4%	30,4%	18,2%	12,8%	6,4%	3,2%	2,6%	2,0%	1,6%	1,3%
Samorządy	---	---	---	---	-0,4%	28,5%	31,2%	10,0%	5,0%	4,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Resorty Obronne	---	---	---	---	-55,2%	86,8%	-25,9%	26,8%	14,3%	12,5%	3,0%	3,0%	3,0%	2,4%	1,9%	1,5%
Trakcja	---	---	---	---	>100%	-76,2%	97,9%	17,6%	100,0%	0,0%	10,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Marża brutto ze sprzedaży	3,5%	14,0%	11,7%	13,3%	13,9%	15,9%	14,4%	13,8%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%
Przemysł	---	---	---	---	15,9%	22,3%	15,2%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Energetyka	---	---	---	---	19,0%	15,0%	15,2%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Samorządy	---	---	---	---	15,0%	11,9%	12,9%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Resorty Obronne	---	---	---	---	-0,9%	16,1%	15,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Trakcja	---	---	---	---	17,8%	7,6%	10,9%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
SG&A/przychody	8,6%	8,6%	8,2%	5,6%	4,6%	6,4%	6,4%	6,3%	6,3%	6,2%	6,2%	6,1%	6,1%	6,0%	6,0%	5,9%
Marża na sprzedaży	-5,1%	5,4%	3,5%	7,8%	9,3%	9,6%	8,0%	7,4%	7,4%	7,5%	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%	7,7%	7,8%
Marża EBITDA	-4,4%	10,3%	5,3%	7,5%	7,1%	11,4%	8,9%	8,1%	8,0%	8,0%	8,0%	8,1%	8,1%	8,2%	8,2%	8,2%
Marża EBIT	-6,2%	8,4%	3,3%	6,6%	6,3%	10,5%	8,0%	7,4%	7,4%	7,5%	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%	7,7%	7,8%
Marża zysku netto	-5,6%	6,0%	2,4%	4,3%	4,1%	10,7%	6,3%	6,0%	6,0%	6,1%	6,2%	6,2%	6,3%	6,3%	6,3%	6,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *dane segmentowe z okresu 2022 i 2H'23 na bazie prezentacji

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Aktywa trwałe	43,6	31,9	31,6	31,7	31,8	31,8	31,9	31,9	32,0	32,0	32,0	32,0
Wartości niematerialne i prawne	6,6	6,7	6,9	7,0	7,3	7,5	7,6	7,7	7,8	7,8	7,9	7,9
Rzeczowe aktywa trwałe	13,1	13,0	12,6	12,6	12,4	12,3	12,2	12,2	12,1	12,1	12,1	12,1
Nieruchomości inwestycyjne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa trwałe	24,0	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1
Aktywa obrotowe	225,0	232,2	246,6	287,2	335,0	367,3	380,1	388,0	395,5	402,3	408,1	413,5
Zapasy	2,9	2,7	2,9	3,5	4,2	4,5	4,8	4,9	5,0	5,1	5,2	5,3
Należności krótkoterminowe	189,0	190,4	174,7	209,1	247,6	266,9	277,8	283,5	288,8	293,2	296,7	299,5
Inwestycje krótkoterminowe	33,2	39,1	69,0	74,6	83,2	95,9	97,6	99,6	101,7	103,9	106,3	108,6
- w tym środki pieniężne	33,2	39,1	69,0	74,6	83,2	95,9	97,6	99,6	101,7	103,9	106,3	108,6
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	268,6	264,1	278,2	318,9	366,7	399,1	412,0	420,0	427,5	434,2	440,1	445,5
Kapitał (fundusz) własny	105,3	135,6	142,3	156,6	174,4	191,3	194,4	196,4	198,2	199,9	201,5	202,9
Kapitał mniejszości	-2,1	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	165,4	130,7	138,0	164,4	194,5	210,0	219,7	225,7	231,4	236,5	240,8	244,8
Rezerwy na zobowiązania	33,2	31,3	33,4	40,2	47,9	52,1	54,6	56,1	57,5	58,7	59,8	60,8
Zobowiązania długoterminowe	2,8	2,8	2,1	1,4	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	2,8	2,8	2,1	1,4	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	129,4	96,5	102,5	122,8	145,8	158,0	165,1	169,6	173,9	177,7	181,0	184,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	3,2	2,7	2,2	1,7	1,2	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	268,6	264,1	278,2	318,9	366,7	399,1	412,0	420,0	427,5	434,2	440,1	445,5
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody netto ze sprzedaży	546,9	515,0	550,5	664,7	794,2	863,5	906,6	931,5	955,0	975,9	993,9	1 010,2
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	76,1	82,1	79,3	91,6	108,8	118,6	124,5	128,0	131,2	134,1	136,5	138,8
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	25,3	32,7	35,2	42,2	50,0	54,0	56,2	57,3	58,2	59,0	59,6	60,1
Zysk (strata) na sprzedaży	50,8	49,4	44,1	49,4	58,8	64,6	68,3	70,7	73,0	75,1	76,9	78,7
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-16,6	4,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	38,7	58,6	48,7	53,8	63,3	69,1	72,8	75,2	77,5	79,6	81,5	83,2
EBIT	34,2	54,3	44,1	49,4	58,8	64,6	68,3	70,7	73,0	75,1	76,9	78,7
Saldo działalności finansowej	-2,0	10,2	-1,6	0,3	0,3	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9
Zysk (strata) brutto	32,3	64,4	42,6	49,6	59,1	65,2	69,1	71,5	73,8	75,9	77,8	79,6
Zysk (strata) netto mniejszości	-2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) netto**	22,4	55,2	34,5	40,2	47,9	52,8	56,0	57,9	59,8	61,5	63,0	64,5
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
CF [mln PLN]	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przepływy z działalności operacyjnej	-3,9	35,9	63,2	35,6	42,5	52,1	57,2	59,9	61,9	63,8	65,5	67,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	2,5	-4,4	-4,3	-2,6	-2,4	-2,1	-2,0	-1,9	-1,8	-1,8	-1,7	-1,7
Przepływy z działalności finansowej	-22,2	-25,5	-29,0	-27,4	-31,6	-37,3	-53,6	-56,0	-57,9	-59,8	-61,5	-63,0
Przepływy pieniężne netto	-23,6	6,0	29,9	5,6	8,5	12,7	1,7	2,0	2,1	2,2	2,3	2,4
Środki pieniężne na początek okresu	56,7	33,2	39,1	69,0	74,6	83,2	95,9	97,6	99,6	101,7	103,9	106,3
Środki pieniężne na koniec okresu	33,2	39,1	69,0	74,6	83,2	95,9	97,6	99,6	101,7	103,9	106,3	108,6
Wskaźniki	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody zmiana r/r	8%	-6%	7%	21%	9%	5%	3%	2%	3%	3%	2%	2%
EBITDA zmiana r/r	1%	51%	-17%	10%	18%	9%	5%	3%	3%	3%	2%	2%
Zysk netto zmiana r/r	2%	147%	-38%	17%	19%	10%	6%	3%	3%	3%	3%	2%
Marża brutto na sprzedaży	13,9%	15,9%	14,4%	13,8%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%
Marża EBITDA	7,1%	11,4%	8,9%	8,1%	8,0%	8,0%	8,1%	8,1%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
Marża EBIT	6,3%	10,5%	8,0%	7,4%	7,4%	7,5%	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%	7,7%	7,8%
Marża netto	4,1%	10,7%	6,3%	6,0%	6,0%	6,1%	6,2%	6,2%	6,3%	6,3%	6,3%	6,4%
SG&A / przychody	4,6%	6,4%	6,4%	6,3%	6,0%	6,2%	6,2%	6,1%	6,1%	6,0%	6,0%	5,9%
ROE	21,2%	40,7%	24,2%	25,7%	27,5%	27,6%	28,8%	29,5%	30,2%	30,8%	31,3%	31,8%
ROA	8,3%	20,9%	12,4%	12,6%	13,1%	13,2%	13,6%	13,8%	14,0%	14,2%	14,3%	14,5%
Dług	6,1	5,6	4,4	3,2	2,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	5,4%	3,9%	3,0%	2,0%	1,1%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	5,7%	4,1%	3,1%	2,0%	1,1%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	5,7%	4,1%	3,1%	2,0%	1,1%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-27,1	-33,6	-64,7	-71,5	-81,2	-95,2	-97,6	-99,6	-101,7	-103,9	-106,3	-108,6
Dług netto / kapitał własny	-0,26	-0,25	-0,45	-0,46	-0,47	-0,50	-0,50	-0,51	-0,51	-0,52	-0,53	-0,54
Dług netto / EBITDA	-0,7	-0,6	-1,3	-1,3	-1,3	-1,4	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3
EV	402,2	395,7	364,6	357,8	348,1	334,1	331,7	329,7	327,6	325,3	323,0	320,6
Dług / EV	1,5%	1,4%	1,2%	0,9%	0,6%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,3%	0,9%	0,8%	0,7%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
CAPEX / Amortyzacja	40,8%	103,7%	93,3%	103,3%	101,3%	101,6%	101,5%	100,7%	100,8%	100,3%	100,4%	100,4%
Zmiana KO / Przychody	8,4%	1,7%	-4,3%	1,3%	1,2%	0,4%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	110,9%	-27,1%	-66,9%	7,5%	7,1%	5,2%	2,6%	0,5%	-0,3%	-1,6%	-3,4%	-4,8%
P/E*	19,2	7,8	12,4	10,7	9,0	8,1	7,7	7,4	7,2	7,0	6,8	6,7
P/BV*	4,1	3,2	3,0	2,7	2,5	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1	2,1
EV/EBITDA*	10,4	6,8	7,5	6,6	5,5	4,8	4,6	4,4	4,2	4,1	4,0	3,9
EV/EBIT*	11,8	7,3	8,3	7,2	5,9	5,2	4,9	4,7	4,5	4,3	4,2	4,1
EV/S*	0,7	0,8	0,7	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
DPS	1,55	2,50	2,78	2,59	3,02	3,60	5,29	5,61	5,80	5,99	6,16	6,31
Payout ratio	70,2%	111,6%	50,3%	75,0%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 43,0 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału

tel. (032) 208 14 12

 e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)
Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 35

 e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)
Anna Tobiasz

Młodszy analityk rynku akcji

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 35

 e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl
Andrzej Wodecki

Młodszy analityk rynku akcji

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 39

 e-mail: andrzej.wodecki@bdm.pl
WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału

tel. (022) 62-20-848

 e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl
Piotr Dedecjus

tel. (022) 62-20-100

 e-mail: piotr.dedecjus@bdm.pl
Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855

 e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl
Piotr Komorowski

tel. (022) 62-20-851

 e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl
Tomasz Grzeszczyk

tel. (022) 62-20-854

 e-mail: tomasz.grzeszczyk@bdm.pl
Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Akumuluj	47,7	Akumuluj	36,7	06.03.2025*	12:30 CET	43,00	92 242
Akumuluj	36,7	Akumuluj	31,0	28.10.2024*	08:15 CEST	33,00	80 756
Akumuluj	31,0	Akumuluj	19,1	20.05.2024*	08:00 CEST	27,85	88 735
Akumuluj	19,1	Kupuj	17,1	04.01.2024*	09:55 CEST	17,48	77 054
Kupuj	17,1	Kupuj	15,8	10.10.2023*	11:20 CEST	14,70	66 149
Kupuj	15,8	Kupuj	13,0	13.06.2023*	08:30 CEST	13,26	66 298
Kupuj	13,0	Akumuluj	8,17	10.05.2023*	09:22 CEST	10,60	63 285
Akumuluj	8,17	Trzymaj	6,79	09.12.2022*	16:00 CEST	7,16	55 651
Trzymaj	6,79	Kupuj	11,0	18.10.2022*	12:00 CEST	6,48	47 309
Kupuj	11,0	Kupuj	10,2	15.06.2022*	07:00 CEST	6,50	53 247
Kupuj	10,2	---	---	23.08.2021*	07:00 CEST	6,54	67 966

*Materiał został opracowany przez Dom Maklerski BDM na zlecenie GPW w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.

- autorem raportów nt. Elektrotim w okresie 2021-06'2022 był Krystian Brymora

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'25*:

, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:

	liczba	%	liczba	%
Kupuj	5	50%	0	0%
Akumuluj	3	30%	0	0%
Trzymaj	2	20%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwadzieścia miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Materiał analityczny został przygotowany przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>). BDM jest stroną „Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych” zawartej z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), na podstawie której świadczy usługę pokrycia analitycznego Emitenta przez okres obowiązywania umowy. Z tytułu usług świadczonych w ramach umowy BDM otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane przez BDM w ramach współpracy dostępne są pod adresem: <https://www.bdm.pl/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM. Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

Data sporządzenia materiału: 2025-03-06

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-03-06 (12:30 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-03-06 (12:30 CEST).

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakiegokolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatkowej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. Tym samym w opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w splicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwa miesiące” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPLYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.". BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”

Na dzień 2025-03-06:

- BDM oświadcza i zapewnia, że jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane *
- Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych**
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

*BDM jest stroną „UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUG PRZYGOTOWANIA RAPORTÓW ANALITYCZNYCH” zawartej z GPW.

**BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki ELEKTROTIM

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zająć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.