



Dom Maklerski BDM S.A.

ELEKTROTIM

RAPORT ANALITYCZNY

Wyniki Elektrotimu za 2Q'22 były poniżej naszych oczekiwań. Spółka odczuwała nadal znaczący wzrost kosztów na kontraktach pozyskanych w latach 2019-21. Umowa na budowę bariery elektronicznej na granicy z Białorusią nie dożyła się dotychczas w znaczący sposób do wyników. Outlook zarządu na 2H'22 po konferencji wynikowej był optymistyczny. Zwracamy jednocześnie uwagę, że w portfelu nadal znajdują się kontrakty na słabych marżach oraz ekspozycję spółki na kursy walut (część zakupów materiałów). Zakończenie kontraktu na granicy z Białorusią przesunie się 1Q'23 (przy podpisaniu umowy zakładano jego zamknięcie na początku 4Q'22). Biorąc te czynniki pod uwagę obniżyliśmy nasze założenia wynikowe na 2022 rok. Negatywny wpływ na wycenę ma także wzrost stopy wolnej od ryzyka oraz zmiany w wycenie porównawczej. Obecną cenę docelową wyznaczamy na poziomie 6,79 PLN, co implikuje zalecenie Trzymaj.

Wyniki spółki za 2Q'22 to kolejny z rzędu kwartał, w którym wypadły poniżej naszych założeń (1Q'22: aktualizacja marż na kontraktach, 4Q'21: odpisy, 3Q'21: słabe wyniki spółek zależnych). Zarząd zwraca uwagę na wzrost kosztów oraz głęboki spadek przychodów w cenach stałych. Ze względu na skalę kontraktu ze Strażą Graniczną, wyniki w 2H'22 będą zdeterminowane postępowaniem prac i rozpoznawaną na nim rentownością. Spółka zawarła kontrakt w marcu 2022, a w sierpniu 2022 podpisano aneks zwiększający jego wartość o 9 mln PLN do 279 mln PLN i wydłużający termin realizacji do 120 dni po zakończeniu robót budowlanych na barierze fizycznej (wcześniej: 90 dni). Segment Instalacji w 2Q'22, w którym ujmowany jest kontrakt, miał jedynie 2% marży brutto ze sprzedaży na poziomie jednostkowym (mimo, że w 2Q'22 przychody z granicy mogły stanowić już większość jego przychodów).

W 3Q'22 spółka nadal zwiększała backlog (szacujemy, że o przynajmniej 100 mln PLN netto). W większość są to umowy, których główny zakres prac przypadnie na 2023 rok. Podtrzymujemy, że średnim/długim terminie spółka może być beneficjentem wzrostu nakładów na sieci energetyczne oraz obszar wojskowy (referencje i posiadane certyfikaty). Bieżąca kapitalizacja Elektrotimu to 65 mln PLN. Gotówka netto na koniec 2Q'22 wynosiła 18 mln PLN (przy czym spółka otrzymała w tym okresie zaliczkę na kontrakt na granicy – 15% jego wartości). Jednocześnie spółka w ostatnich latach miała duże problemy z ustabilizowaniem wyników. W okresie 2017-21 trzykrotnie odnotowała stratę netto, a wynik wahał się od -15 do +17 mln PLN (średnia za ostatnie 5 lat: 0 mln PLN, za ostatnie 10 lat: 4 mln PLN). Sprawnej realizacji długoterminowej strategii nie sprzyja także dość rozdrobniona struktura akcjonariatu.

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	258,6	276,8	277,2	456,2	444,5	392,5
EBITDA [mln PLN]	-11,3	28,6	14,8	22,7	20,8	15,5
EBIT [mln PLN]	-16,1	23,2	9,3	17,3	15,3	9,9
Wynik brutto [mln PLN]	-18,1	21,6	7,6	17,3	13,7	10,7
Wynik netto [mln PLN]	-14,5	16,6	6,6	13,6	11,1	8,6
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	21,8	-10,9	-10,1	9,0	-10,2	-18,5
P/BV	1,2	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7
P/E	---	3,9	9,8	4,8	5,8	7,5
EV/EBITDA	---	1,9	3,7	3,2	2,6	3,0
EV/EBIT	---	2,3	5,9	4,3	3,6	4,6

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

TRZYMAJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 6,79 PLN

18 PAŹDZIERNIK 2022, 12:00 CEST

Wycena DCF [PLN]	6,81
Wycena porównawcza [PLN]	6,76
Wycena końcowa [PLN]	6,79
Potencjał do wzrostu / spadku	4,8%
Koszt kapitału	12,0%
Cena rynkowa [PLN]	6,48
Kapitalizacja [mln PLN]	64,7
Ilość akcji [mln. szt.]	10,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	7,98
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	5,58
Stopa zwrotu za 3 mc	-5,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	-14,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	-19,4%
Struktura akcjonariatu:	
Krzysztof i Ewa Folta	17,2%
Krzysztof Wieczorkowski	13,2%
Aviva OFE	9,8%
Mirosław Nowakowski	6,1%
NN OFE	5,9%
Pozostali	47,8%

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



Raport 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. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Raport 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.

SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
WYNIKI ZA OSTATNIE OKRESY	7
PROGNOZY NA 3Q'22 I KOLEJNE OKRESY	9
DANE FINANSOWE	13

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Elektrotim opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza na bazie krajowych spółek budowlanych powiązanych z branżą instalacyjną i energetyczną, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2022 – 2024 dała wartość 1 akcji na poziomie 6,76 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2022-2031 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 6,81 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej (brak spółki bliskiej w 100% porównywalności do Elektrotimu). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 6,79 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	6,81
Wycena metodą porównawczą, w tym:	30%	6,76
Wycena 1 akcji Elektrotim [PLN]		6,79

Źródło: Dom Maklerski 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 (8,0%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta = 1,0.

Główne założenia modelu:

- W 2022 roku spodziewamy się skonsolidowanych przychodów grupy na poziomie 450-460 mln PLN. Wpływ na duży wzrost w porównaniu do lat poprzednich ma kontrakt na granicy z Białorusią, którego wartość przekracza średnie roczne przychody grupy za ostatnie trzy lata. Kontrakt został pozyskany pod koniec 1Q'22, a jego zakończenie powinno przypaść na 1Q'23.
- W 2023 roku zakładamy utrzymanie podobnego poziomu przychodów r/r (1Q'23 będzie jeszcze mocny na bazie kontraktu na granicy, kolejne kwartały także zapowiadają się dobrze przychodowo, biorąc pod uwagę inne zlecenia pozyskane już w 2022 roku). W kolejnych latach zakładamy ustabilizowanie się sprzedaży w okolicy 400-450 mln PLN.
- Spółka posiada dość istotny udział materiałów i energii oraz wynagrodzeń w strukturze kosztowej (struktura bardziej typowa dla podwykonawcy lub małego wykonawcy niż typowego generalnego wykonawcy). Marża brutto ze sprzedaży w latach 2012-21 (ostatnie 10 lat) wahała się w przedziale 3,5%-14,4%. Dodatkowo była bardzo zróżnicowana ze względu na segmenty (zwykle najwyższe marże w automatyce a najniższe w instalacjach).
- W 1H'22 marża wyniosła 4% vs 12% w analogicznych okresach w ostatnich 2 latach (sezonowo marż jest zwykle wyższa w 2H). Nasze dalsze założenia w modelu są w tym zakresie raczej konserwatywne. Zakładamy, że rentowność brutto ze sprzedaży w 2022 roku wyniesie nieco ponad 9% i na podobnych poziomach utrzyma się w kolejnych latach. Zwracamy przy tym 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).
- Przyjmujemy CAPEX w horyzoncie szczegółowej prognozy na poziomie zbliżonym do amortyzacji.
- Efektywną stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 19,0% w długim terminie.
- Wzrost FCFW w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1,0%.
- Dług netto przyjęto na poziomie z końca 2021 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy liczbę akcji na poziomie 9,98 mln sztuk.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 68,0 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 6,81 PLN.

Model DCF

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	456,2	444,5	392,5	402,8	411,8	421,1	430,5	438,7	446,1	452,9
EBIT [mln PLN]	17,3	15,3	9,9	10,0	10,2	10,4	10,7	10,8	11,0	11,1
Stopa podatkowa	24,3%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	4,2	2,9	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1
NOPLAT [mln PLN]	13,1	12,4	8,1	8,1	8,3	8,4	8,6	8,8	8,9	9,0
Amortyzacja [mln PLN]	5,4	5,5	5,6	5,6	5,6	5,7	5,7	5,8	5,8	5,8
CAPEX [mln PLN]	-2,0	-5,5	-5,6	-5,7	-5,7	-5,8	-5,8	-5,8	-5,9	-5,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-37,4	15,1	5,8	-1,6	-1,4	-1,5	-1,5	-1,3	-1,2	-1,1
FCF [mln PLN]	-20,9	27,5	13,7	6,4	6,8	6,9	7,1	7,4	7,6	7,9
DFCF [mln PLN]	-20,4	23,8	10,5	4,3	4,1	3,7	3,3	3,1	2,8	2,6
Suma DFCF [mln PLN]	37,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	66,6									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	21,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	59,6									
Dług netto 2021 [mln PLN]	-10,1									
Udział mniejszości [mln PLN]	1,8									
Wartość kapitału [mln PLN]	68,0									
Ilość akcji [mln szt.]	10,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	6,81									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%

Przychody zmiana r/r	64,6%	-2,6%	-11,7%	2,6%	2,2%	2,2%	2,2%	1,9%	1,7%	1,5%
EBIT zmiana r/r	87,1%	-11,8%	-34,9%	0,5%	2,1%	2,1%	2,1%	1,7%	1,4%	1,2%
FCF zmiana r/r	---	---	-50,0%	-53,4%	5,8%	2,1%	2,1%	5,1%	3,1%	2,8%
Marża EBITDA	5,0%	4,7%	3,9%	3,9%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,7%
Marża EBIT	3,8%	3,4%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Marża NOPLAT	2,9%	2,8%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
CAPEX / Przychody	0,4%	1,2%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
CAPEX / Amortyzacja	36,8%	100,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%
Zmiana KO / Przychody	8,2%	-3,4%	-1,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	20,9%	128,8%	11,1%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
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	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Udział kapitału własnego	95,6%	95,9%	96,3%	97,1%	97,8%	98,4%	99,1%	99,7%	100,4%	100,4%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	7,2%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Udział kapitału obcego	4,4%	4,1%	3,7%	2,9%	2,2%	1,6%	0,9%	0,3%	-0,4%	-0,4%
WACC	12,7%	12,8%	12,8%	12,8%	12,9%	12,9%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				Beta			
	0,00%	1,00%	2,00%		0,00%	1,00%	2,00%		0,9	1,0	1,1	
beta	0,8	7,13	7,37	7,66	3%	7,74	8,05	8,42	3%	8,28	8,05	7,83
	0,9	6,87	7,08	7,33	4%	7,13	7,37	7,66	4%	7,63	7,37	7,13
	1,0	6,62	6,81	7,03	5%	6,62	6,81	7,03	5%	7,08	6,81	6,56
	1,1	6,39	6,56	6,75	6%	6,18	6,33	6,50	6%	6,61	6,33	6,07
	1,2	6,18	6,33	6,50	7%	5,79	5,91	6,05	7%	6,20	5,91	5,66

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

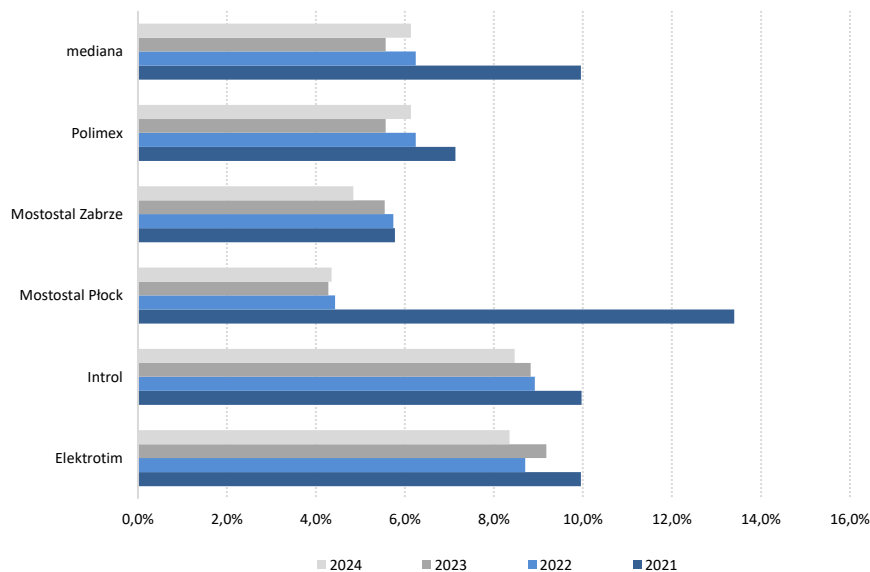
Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych operujących w segmencie instalacyjnym i energetycznym. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 30% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (20% wagi dla roku 2022 i po 40% dla kolejnych lat). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie czyli 6,76 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Introl	5,4	4,5	4,8	3,4	3,1	3,1
Mostostal Płock	9,3	13,2	12,5	3,2	3,4	3,1
Mostostal Zabrze	5,6	6,6	7,8	2,0	2,2	2,3
Polimex	5,1	8,7	8,6	0,8	2,1	1,5
Mediana	5,5	7,6	8,2	2,6	2,6	2,7
Elektrotim	4,8	5,8	8,0	3,2	2,6	3,1
Premia/dyskonto do spółki	-13,5%	-23,7%	-2,5%	24,9%	-1,2%	15,0%
Wycena wg wskaźnika	7,49	8,49	6,65	5,01	6,55	5,88
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		7,55			5,97	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		6,76				

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

Porównanie rentowność EBITDA



Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

WYNIKI ZA OSTATNIE OKRESY

Wyniki za 2Q'2022 [mln PLN]

	2Q'21	2Q'22	zmiana r/r	2Q'22P BDM	odchyl.	1H'21	1H'22	zmiana r/r
Przychody	77,7	76,5	-1,6%	67,1	14,0%	129,9	128,9	-0,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	11,2	4,8	-57,2%	6,6	-27,32%	15,6	5,5	-65,0%
Zysk na sprzedaży	4,9	-1,8	---	0,6	---	4,1	-6,7	---
PPO/PKO	-0,7	1,2	---	0,0	---	-0,6	1,7	---
EBITDA	5,5	0,8	-86,2%	2,0	-62,20%	6,2	-2,3	---
EBIT	4,1	-0,6	---	0,6	---	3,5	-5,0	---
Zysk brutto	4,0	-0,3	---	0,3	---	3,0	-5,1	---
Zysk netto	3,1	0,7	-77,9%	0,3	127,67%	1,6	-4,7	---
Marża brutto ze sprzedaży	14,4%	6,3%		9,8%		12,0%	4,2%	
Marża EBITDA	7,1%	1,0%		3,0%		4,8%	-1,8%	
Marża EBIT	5,3%	-0,8%		0,9%		2,7%	-3,9%	
Marża zysku netto	4,0%	0,9%		0,4%		1,2%	-3,7%	

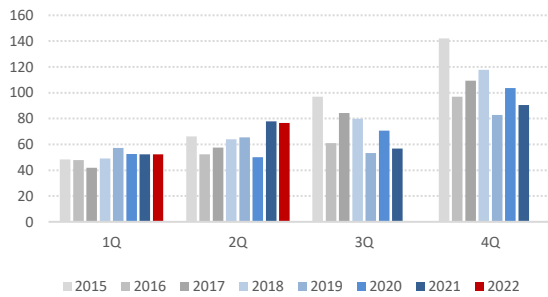
Źródło: BDM S.A., spółka

- Przychody w 2Q'22 wyniosły 76,5 mln PLN (-2% r/r), powyżej naszych oczekiwań.
- Rentowność brutto ze sprzedaży (6,3%) była wyraźnie niższa r/r i poniżej naszych założeń.
- Spółka zwraca uwagę na wzrost kosztów oraz głęboki spadek przychodów w cenach stałych biorąc pod uwagę CPI/PPI. Spółka prowadzi działania w celu rewaloryzacji kontraktów, ale nie przyniosły one na koniec czerwca finalnych rezultatów. Spółka znacząco ograniczyła liczbę mniejszych kontraktów w 1H'22, w związku z mobilizacją zasobów do kontraktu na barierę elektroniczną na granicy z Białorusią.
- Znaczący spadek rentowności r/r nastąpił w każdym segmencie.
- Na poziomie jednostkowym segment Instalacji miał w 2Q'22 24,4 mln PLN przychodów i 2,2% marży brutto ze sprzedaży (w 1Q'22 -8% przy 14 mln PLN). Wracamy na niego uwagę, ponieważ księgowany jest tu kontrakt na granicy z Białorusią. Od 24 marca spółka miała 60 dni na wykonanie projektu (13,5 mln PLN). Jak wynika z informacji prasowych w czerwcu były też już prowadzone prace budowlane, więc spółka zaksięgowała co najmniej kilkanaście mln PLN w 2Q'22 z kontraktu w tym segmencie.
- Koszty SG&A były minimalnie wyższe r/r.
- Wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej był lekko pozytywny w 2Q'22 (+1,2 mln PLN).
- EBITDA w 2Q'22 wyniosła 0,8 mln PLN (vs 5,5 mln PLN rok temu). Wynik był słabszy od naszych założeń (spodziewaliśmy się 2,0 mln PLN i nie zakładaliśmy dodatniego wpływu salda pozostałej działalności operacyjnej).
- Saldo finansowe z lekko dodatnim wpływem na poziomie +0,3 mln PLN.
- Zysk netto w 2Q'22 ukształtował się na poziomie 0,7 mln PLN (słabiej r/r, powyżej naszych założeń tylko dzięki ujęciu „ujemnego” podatku dochodowego).
- Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły +11,8 mln PLN w 2Q'22. Zwracamy uwagę m.in. na wzrost pozycji zaliczki na dostawy do poziomu 34,6 mln PLN (vs 8,3 mln PLN po 1Q'22). W 2Q'22 spółka otrzymała zaliczkę na kontrakt na granicy (15% wartości brutto od czego musiał zostać odprowadzony VAT).
- Na koniec okresu spółka miała 18 mln PLN gotówki netto.
- Backlog: 648 mln PLN (vs 598 mln PLN po 1Q'22 oraz 313 mln PLN po 2Q'21).

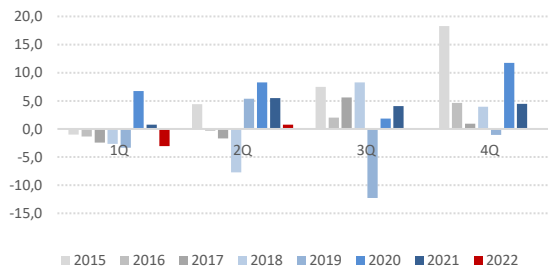
Podsumowując wyniki spółki za 2Q'22 były poniżej naszych oczekiwań na poziomie EBITDA, natomiast wynik netto został wsparty przez „ujemny” podatek dochodowy. To kolejny kwartał (czwarty z rzędu), w którym spółka zaprezentowała wyniki poniżej naszych założeń. Zarząd zwraca uwagę na wzrost kosztów oraz głęboki spadek przychodów w cenach stałych biorąc pod uwagę CPI/PPI. Spółka znacząco ograniczyła liczbę mniejszych kontraktów w 1H'22, w związku z mobilizacją zasobów do największego kontraktu w historii, który jest realizowany głównie w 2H'22 (bariera elektroniczna na granicy z Białorusią za 279 mln PLN). Poprawę pozycji gotówkowej w 2Q'22 wiążemy głównie z otrzymaną zaliczką na wspomniany kontrakt. Ze względu na skalę kontraktu wyniki w 2H'22 będą zdeterminowane postępowaniem prac na nim i rozpoznawaną rentownością (wyniki 2Q'22 w segmencie Instalacji były nadal słabe).



Przychody [mln PLN]

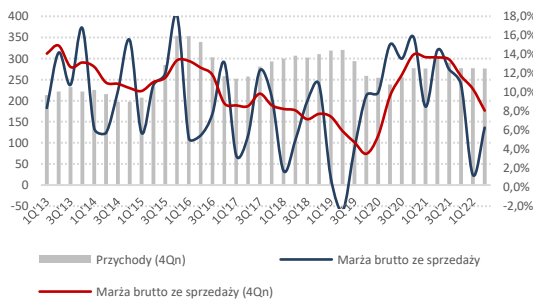


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka
EBITDA [mln PLN]



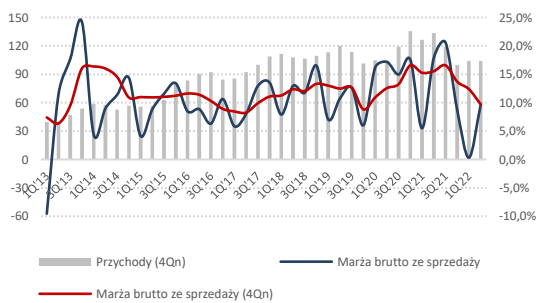
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody oraz marża brutto ze sprzedaży (narastająco 4Q)



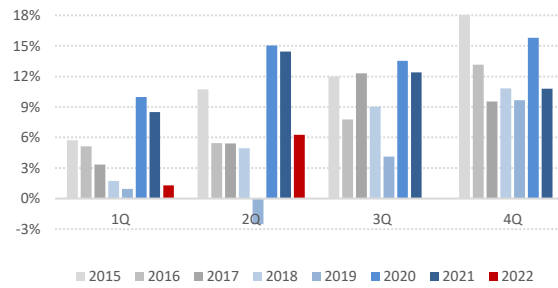
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Segment Sieci: przychody oraz marża brutto ze sprzedaży (narastająco 4Q)



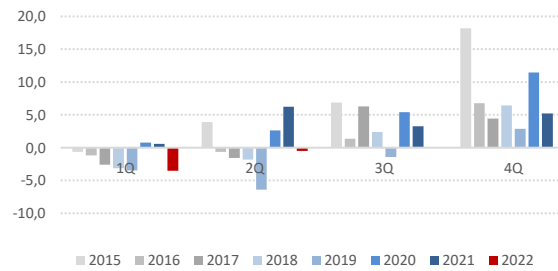
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży



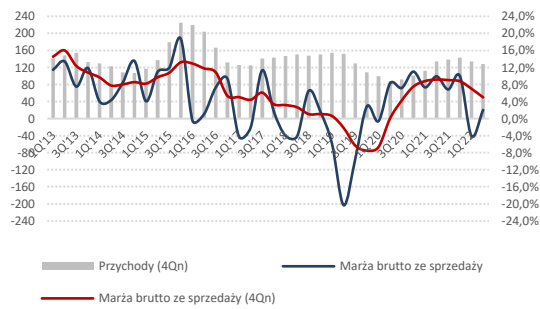
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA skoryg. [mln PLN]



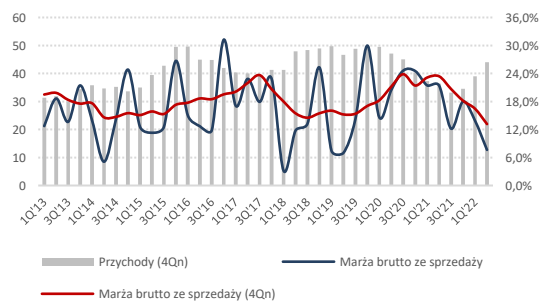
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Segment Instalacje: przychody oraz marża brutto ze sprzedaży (narastająco 4Q)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Segment Automatyka: przychody oraz marża brutto ze sprzedaży (narastająco 4Q)

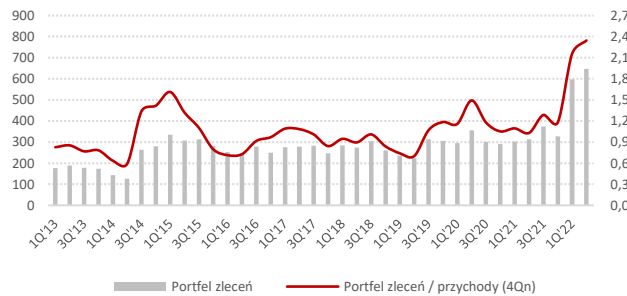


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

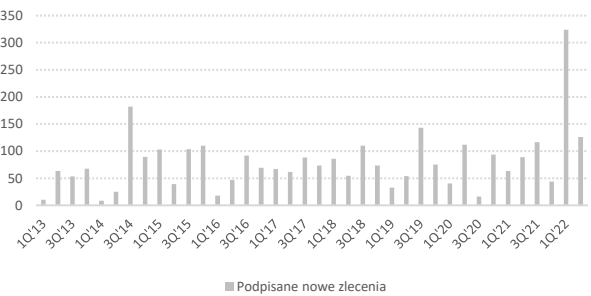
PROGNOZY NA 3Q'22 I KOLEJNE OKRESY

Portfel zleceń spółki

Portfel / przychody za ostatnie 4Q



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



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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

Wartość portfela zleceń grupy Elektrotim po 2Q'22 wynosiła 648 mln PLN, co jest rekordową wartością w historii. Backlog wzrósł o ok 50 mln PLN q/q i ponad 2x w stosunku do 2Q'21. Po 3Q'22 portfel powinien być jeszcze wyższy, biorąc pod uwagę, że wartość samym istotnych zleceń, o których spółka komunikowała raportami wynosi blisko 200 mln PLN.

Istotne kontrakty podpisane od początku 2017 roku

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]	Koniec
2022				
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
2022-07-07	PGE Dystrybucja	Modernizacja rozdzielni 110kV oraz dobudowa pola liniowego na stacji energetycznej 110/15kV GZP Boryszew	9	---
2022-07-04	PGE Dystrybucja	Budowa stacji 110 kV „Małopole” gm. Dąbrówka wraz z linią zasilającą 110 kV	23	---
2022-03-24	Podlaski Oddział SG	Zaprojektowanie i wybudowanie bariery elektronicznej na granicy polsko-białoruskiej (202 km)	279	2023-01*
2021				
2021-08-25	SK	Budowa linii kablowej 110kV oraz stacji GPO dla zakładu produkcji separatorów baterii litowo-jonowych w Dąbrowie G.	25	2023-02
2021-05-06	E&W	Wybudowanie GPO Żółkiewka 110 kV (GPZ).	8	2022-04
2021-04-30	PGE GIEK	Połączenie EC Pomorzany z polami nowej rozdzielni 110 kV Pomorzany	10	2022-10
2021-03-12	Enea	Modernizacja stacji WN/SN Pyrzyce	12	2022-01
2020				
2020-07-29	Enea Operator (Szczecin)	Modernizacja stacji 110/SN kV Reclaw, Gryfice i Gumieńce	27	2022-07
2019				
2019-12-19	Bieszczadzki oddział SG	Rozbudowa systemów ochrony technicznej granicy zewnętrznej UE w zakresie urzędzeń nadzoru	18	2021-09
2019-12-13	PSE	ZKO Poznań etap II	16	2023-12
2019-12-04	PSE	ZKO Bydgoszcz	13	2023-12
2019-11-14	Tauron Dystrybucja	Rozbudowa infrastruktury technicznej Systemu Łączności Dyspozytorskiej	11	2020-11
2019-09-12	Enea Operator	Przebudowa stacji elektroenergetycznej 110/15kV GPZ Żelechowo – etap I – Przebudowa rozdzielni 15kV	11	---
2019-09-11	Tauron Dystrybucja	Budowa stacji 110/20 kV Jawor Strefa	22	2021-05
2019-08-16	Tauron Dystrybucja	Rozbudowa infrastruktury technicznej Systemu Łączności Dyspozytorskiej	10	2020-11
2019-08-12	Tauron Dystrybucja	Rozbudowa infrastruktury technicznej Systemu Łączności Dyspozytorskiej	9	2020-11
2019-08-08	Tauron Dystrybucja	Rozbudowa infrastruktury technicznej Systemu Łączności Dyspozytorskiej	13	2020-11
2019-08-07	SK	Budowa linii kablowej 110kV oraz stacji GPO dla zakładu produkcji separatorów do akumulatorów w Dąbrowie G.	23	2020-12
2018				
2018-07-31	PGK w Wiszni Małej	Budowa sieci kanalizacji sanitarnej wraz z przepompowniami ścieków w miejscowości Psary gmina Wisznia Mała	20	2019-10
2017				
2017-08-18	Nestle Polska	Przebudowa wewnętrznych instalacji dla zakładu produkcyjnego - II etap	7	---
2017-05-08	Nestle Polska	Przebudowa wewnętrznych instalacji dla zakładu produkcyjnego - I etap	5	2017-05
2017-04-10	12. TOL w Warszawie	Modernizacja drogi startowej wraz z przebudową urzędzeń pomocniczych na lotnisku Łask	21	2018-04
2017-03-07	Lokum Deweloper	Skablowanie trzech dwutorowych linii napowietrznych 110kV przy ul. Gnieźnieńskiej we Wrocławiu	12	2018-01

Źródło: BDM S.A., spółka, *120 dni od zakończenia robót budowlanych (wrzesień 2022)

Kluczowy kontrakt na granicy z Białorusią

Kluczowy kontrakt to obecnie pozyskana w marcu'22 umowa na zaprojektowanie i wybudowanie bariery elektronicznej na granicy polsko-białoruskiej (202 km) o wartości 279 mln PLN (pierwotnie 270 mln PLN, wartość wzrosła po aneksie z września). Bariera elektroniczna to m.in. kamery, czujniki ruchu, kable detekcyjne, transmisyjne i zasilające oraz centrum nadzoru. Na stronie gov.pl dostępna jest szeroka wersja umowy.

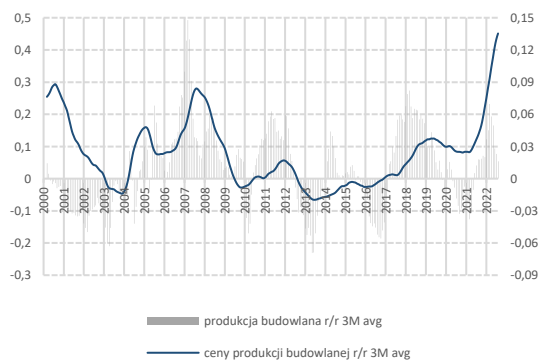
W 2Q'22 na kontrakcie toczyły się przede wszystkim prace projektowe (spółka miała 60 dni na sporządzenia projektu, który wyceniono na 5% umowy, czyli 13,5 mln PLN). Pierwotnie prace na barierze fizycznej miały zakończyć się z końcem lipca (150 dni od podpisania umów przez Budimex i Unibep, które nastąpiło na początku stycznia), ale formalnie zostały ukończone, jak wynika z oświadczenia przedstawiciela rządu, z końcem września ([link](#)). Według pierwotnej wersji bariera elektroniczna miała zostać ukończona w ciągu 90 dni po ukończeniu bariery fizycznej (60 dni na budowę + 30 dni na kalibrację), ale aneks z połowy sierpnia wydłużył czas prac Elektrotimu na 120 dni (90 dni na budowę). Jeżeli liczyć więc od końca września to prace zakończą się według harmonogramu z końcem stycznia'23 (nie wykluczamy, że ostatecznie potwierdzą jeszcze dłużej, biorąc pod uwagę, że sam proces jest bardziej skomplikowany niż budowa bariery fizycznej).

Według informacji przekazywanych przez Straż Graniczną prace fizyczne na barierze elektronicznej toczą się od czerwca (część odcinków bariery fizycznej wtedy już odebrana). Ustawiane były m.in. słupy pod kamery oraz kładzione były kable. Według wersji końca sierpnia (a więc już po aneksie) na przełomie września/października miały być uruchamiane pierwsze kilometry bariery ([link](#)). Natomiast na początku października podano, że „pierwsze kilometry mają być uruchomione prawdopodobnie w październiku” ([link](#)).

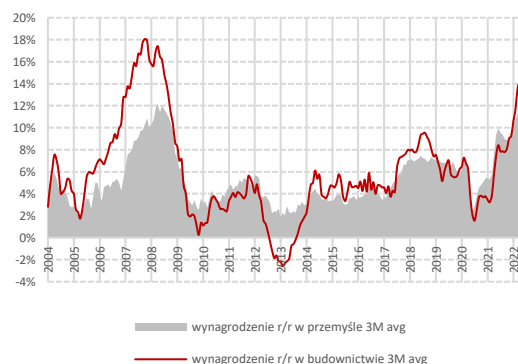
Strona kosztowa - aktualna sytuacja

Największą pozycję w strukturze kosztów spółki stanowią koszty zużycia materiałów i energii (43% w 2021). Spółka w sprawozdaniu wskazuje na ekspozycję na miedź, aluminium i stal. Głównymi dostawcami dla spółki są hurtownie elektrotechniczne (Elektro-Invest i TIM) oraz producenci jak Siemens i Schneider. Kolejne pozycje kosztowe to usługi obce na poziomie 30% (głównie podwykonawcy) oraz wynagrodzenia z 23% udziałem (spółka w 2021 zatrudniała 454 osoby).

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

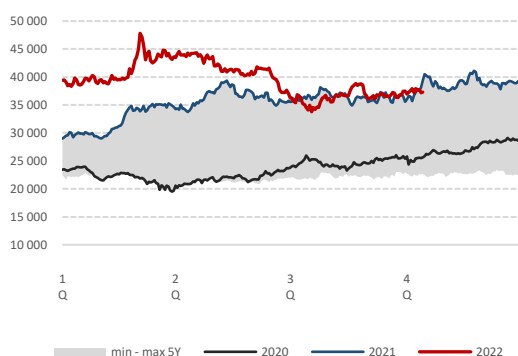


Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

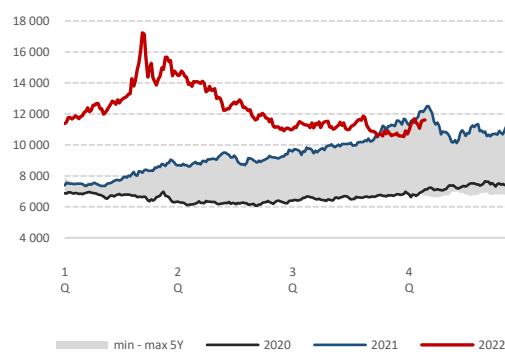
Cena miedzi [PLN/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Cena aluminium [PLN/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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](#)

Krzysztof Tkocz

Analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 38
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
[gry komputerowe](#)

Anna Madziar

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 35
e-mail: anna.madziar@bdm.pl

Kajetan Sroczyński

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 38
e-mail: kajetan.sroczynski@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Tomasz Ilczyszyn

tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.ilczyszyn@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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
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. Elektrotimu 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

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).

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.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'22*:

	Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'22*:		, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	4	50%	1	100%
Akumuluj	2	25%	0	0%
Trzymaj	1	13%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	1	13%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl

