



Dom Maklerski BDM S.A.

ELEKTROTIM

RAPORT ANALITYCZNY

Okres 1Q'23 był kolejnym kwartałem pozytywnego zaskoczenia wynikami ze strony Elektrotimu. Zarząd zasygnalizował bliski finał kontraktu na perymetrię na granicy z Białorusią (możliwe rozliczenie na przełomie 2/3Q'23). Na konferencji podkreślono także pozytywne perspektywy wynikowe na kolejne kwartały, które implikują poprawę wyników r/r w 2023. Obecnie spółka skupia się na budowie portfela na lata 2024+ (w tym momencie jego pokrycie szacujemy na ok 200 mln PLN). Zakończenie kontraktu na granicy z Białorusią powinno także poprawić perspektywę pozyskanie nowych zleceń z obszaru obronności (SG m.in. zapowiada w tym rozpoczęcie przetargu na perymetrię na Bugu). Skłania nas to do podniesienia prognoz wyników ujętych w modelu (nasza poprzednia prognoza EBITDA'23 była po 1Q'23 wykonana w 30%, a według zarządu kolejne kwartały powinny być ze względu na sezonowość lepsze). Obecną cenę docelową wyznaczamy na poziomie 15,8 PLN, co implikuje podtrzymanie zalecenie Kupuj.

W 3Q'22 spółce udało się przełamać negatywną serię raportowania rozczarowujących wyników a 4Q'22 i 1Q'23 były potwierdzeniem tego trendu. 1Q'23 Elektrotim odnotował 97 mln PLN przychodów oraz 5,8 mln PLN zysku netto, co jest najlepszym rozpoczęciem roku w historii spółki. Gotówka netto wyniosła 60 mln PLN (okres 2-3Q'23 może być pod tym względem bardziej wymagający ze względu na rozpoczęcie nowych kontraktów, które są bardziej wymagające pod względem profilu przepływów pieniężnych).

Po 1Q'23 backlog grupy wynosił 618 mln PLN (ok. 44 mln PLN kontrakt na granicy), z tego ok 60-70% przypada do realizacji jeszcze w 2023 roku (bieżący rok powinien być zbliżony przychodowo do poziomu z 2022 roku). Celem zarządu po 1Q'23 wydaje się także utrzymanie marż. Sezonowo zwracamy uwagę, że 1Q zwykle jest najslabszy w roku, zdaniem zarządu nie ma przesłanek, by tradycyjna sezonowość nie była w tym roku zachowana. Obecnie zakładamy, że spółka w 2023 roku wypracuje 500 mln PLN przychodów, 39 mln PLN EBIT oraz 33 mln PLN zysku netto. Do 2024 podchodzimy bardziej konserwatywnie (spółka głównie realizuje kontrakty o terminie <18 m-cy, otoczenie konkurencyjne w 2023 jest bardziej wymagające, a w przypadku odblokowania środków UE może odwrócić się sytuacja po stronie kosztowej).

Podtrzymujemy jednocześnie, że średnim/długim terminie spółka może być beneficjentem wzrostu nakładów na sieci energetyczne oraz obszar wojskowy (referencje i posiadane certyfikaty). W strategii na lata 2023-25 zarząd przedstawił, że spółka na poziomie jednostkowym celuje w minimum 350 mln PLN przychodów oraz 10 mln PLN zysku netto (50-75% ma być przeznaczane na dywidendę). W świetle wyników za 2022 i perspektyw na 2023 cele te nie wydają się wymagające. Jednocześnie w ostatnich latach spółka miała problemy z ustabilizowaniem wyników, co przekłada się na dyskonto w wycenie. W okresie 2017-21 trzykrotnie odnotowała stratę netto, a wynik wahał się od -15 do +17 mln PLN.

Po finalizacji sprzedaży Procomu w 4Q'22 obecnie prowadzone są prace nad ewentualnym zbyciem spółki zależnej Zeus (zarząd nie chciał komentować przebiegu tego procesu na ostatniej konferencji). Z jednej strony pozwoliłoby na dalsze uwolnienie kapitału z drugiej jednak strony spółka ta posiada certyfikaty i kompetencje pokrywające się z Elektrotimem, co mogłoby potencjalnie wytworzyć nową konkurencję.

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	276,8	277,2	505,6	499,9	469,0	473,7
EBITDA [mln PLN]	28,6	14,8	38,1	43,4	30,4	24,4
EBIT [mln PLN]	23,2	9,3	33,2	38,8	25,8	19,8
Wynik brutto [mln PLN]	21,6	7,6	30,4	40,9	29,0	20,9
Wynik netto [mln PLN]	16,6	6,6	22,0	32,5	23,5	16,9
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-10,9	-10,1	-50,5	-34,7	-40,5	-39,2
DPS [PLN/akcję]	0,00	0,00	0,00	1,50	2,15	1,76
P/BV	1,9	1,70	1,34	1,1	1,1	1,1
P/E	8,0	20,1	6,0	4,1	5,6	7,8
EV/EBITDA	4,2	8,3	2,1	2,3	3,0	3,8
EV/EBIT	5,2	13,2	2,5	2,5	3,6	4,7

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

KUPUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 15,8 PLN

13 CZERWIEC 2023, 08:30 CEST

Wycena DCF [PLN]	15,3
Wycena porównawcza [PLN]	16,8
Wycena końcowa [PLN]	15,8
Potencjał do wzrostu / spadku	19,0%
Koszt kapitału	13,8%
Cena rynkowa [PLN]	13,3
Kapitalizacja [mln PLN]	132,4
Ilość akcji [mln. szt.]	10,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	13,6
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	6,8
Stopa zwrotu za 3 mc	48,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	82,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	97,3%
Struktura akcjonariatu:	
Krzysztof i Ewa Folta	17,2%
Krzysztof Wieczorkowski	13,2%
OFE Allianz	9,8%
Mirosław Nowakowski	6,1%
NN OFE	5,9%
Pozostali	47,8%

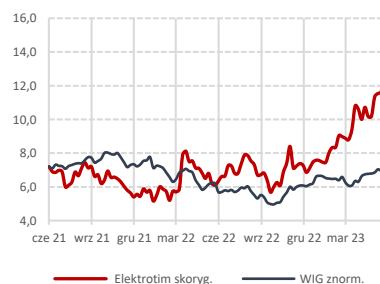
Krzysztof Pado

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	4
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
WYNIKI ZA OSTATNIE OKRESY	7
PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	9
DANE FINANSOWE	14

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E	---	8,0	20,1	6,0	4,1	5,6	7,8
P/BV	2,5	1,9	1,7	1,4	1,1	1,1	1,1
EV/EBITDA	---	4,2	8,3	2,1	2,3	3,0	3,8
EV/EBIT	---	5,2	13,2	2,5	2,5	3,6	4,7
EV/S	0,6	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
BVPS	5,3	7,0	7,6	9,8	11,6	11,8	11,7
EPS	-1,5	1,7	0,7	2,2	3,3	2,4	1,7
DPS (w danym roku)	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	2,1	1,8
Payout ratio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,7	0,8

Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	258,6	276,8	277,2	505,6	499,9	469,0	473,7
Instalacje	108,2	100,8	142,9	303,5	254,9	221,3	223,5
Sieci	101,3	135,6	99,8	158,9	245,1	247,8	250,2
Automatyka	48,9	40,3	34,5	42,3	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	9,1	38,7	32,5	67,5	67,3	52,8	47,3
Instalacje	-8,1	7,6	12,5	47,9	35,9	23,4	21,4
Sieci	8,9	22,5	13,7	13,5	31,4	29,3	25,9
Automatyka	8,3	8,6	6,3	6,1	0,0	0,0	0,0
SG&A	22,3	23,8	22,6	28,1	27,0	27,0	27,3
PPO/PKO	-2,9	8,3	-0,6	-6,2	-1,5	0,0	-0,2
EBITDA	-11,3	28,6	14,8	38,1	43,4	30,4	24,4
EBIT	-16,1	23,2	9,3	33,2	38,8	25,8	19,8
Zysk brutto	-18,1	21,6	7,6	30,4	40,9	29,0	20,9
Zysk netto	-14,5	16,6	6,6	22,0	32,5	23,5	16,9
Dług netto	21,8	-10,9	-10,1	-50,5	-34,7	-40,5	-39,2

Wskaźniki	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	-17%	7%	0%	82%	-1%	-6%	1%
EBITDA zmiana r/r	---	---	-48%	158%	14%	-30%	-19%
Zysk netto zmiana r/r	---	---	-60%	233%	48%	-28%	-28%
Marża brutto na sprzedaży	3,5%	14,0%	11,7%	13,3%	13,5%	11,2%	10,0%
Marża EBITDA	-4,4%	10,3%	5,3%	7,5%	8,7%	6,5%	5,2%
Marża netto	-5,6%	6,0%	2,4%	4,3%	6,5%	5,0%	3,6%
ROE	-	23,9%	8,7%	22,4%	28,1%	20,0%	14,5%
ROA	-9,3%	9,1%	3,6%	8,2%	11,9%	8,8%	6,4%

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	48,7	44,5	39,2	57,1	57,6	57,6	57,6
WNiP	10,2	10,7	10,0	6,5	6,5	6,5	6,5
Rzeczowe aktywa trwałe	19,0	21,6	18,8	12,4	12,9	13,0	13,0
Pozostałe aktywa trwałe	19,5	12,3	10,3	38,1	38,1	38,1	38,1
Aktywa obrotowe	108,4	138,0	141,7	211,2	215,1	208,6	207,5
Zapasy	2,8	4,3	3,7	3,4	3,3	3,1	3,1
Należności krótkoterminowe	100,7	110,4	119,3	151,2	171,9	161,2	162,8
Środki pieniężne	4,9	23,3	18,7	56,7	39,9	44,3	41,5
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	157,1	182,5	180,8	268,3	272,6	266,2	265,1
Kapitał własny	53,0	69,5	76,2	98,1	115,6	117,6	116,9
Udziały mniejszości	1,5	1,8	1,8	1,1	1,1	1,1	1,1
Zobowiązania i rezerwy	102,7	111,3	102,9	169,2	155,9	147,5	147,1
Rezerwy na zobowiązania	11,2	17,1	13,6	21,6	16,5	16,5	16,5
Oprocentowane zobowiązania	26,7	12,4	8,6	6,2	5,2	3,7	2,2
Zobowiązania pozostałe	64,7	81,8	80,6	141,4	134,2	127,2	128,3
Pasywa razem	157,1	182,5	180,8	268,3	272,6	266,2	265,1
Dług netto	21,8	-10,9	-10,1	-50,5	-34,7	-40,5	-39,2
Dług netto / Kapitał własny	0,4	-0,2	-0,1	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3
Dług netto / EBITDA	-1,9	-0,4	-0,7	-1,3	-0,8	-1,3	-1,6

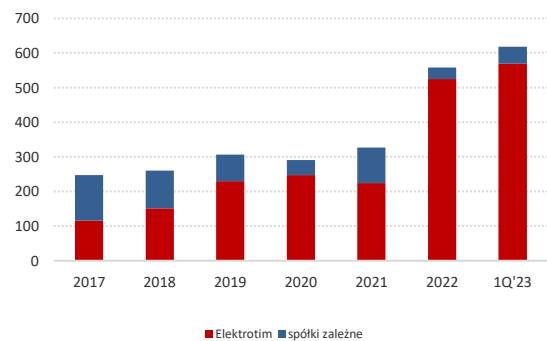
Rachunek przepływu [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
CFO	5,7	34,4	1,8	37,5	3,8	32,0	19,6
CFI	-2,3	6,6	-0,2	5,5	-4,7	-4,6	-3,2
CF	-1,6	-22,6	-6,2	-5,0	-16,0	-22,9	-19,3
- w tym dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	15,0	21,4	17,6
Przepływy pieniężne netto	1,8	18,4	-4,6	38,0	-16,8	4,4	-2,8
CAPEX / Amortyzacja	6%	14%	20%	34%	111%	101%	101%

ELEKTROTIM

Rekomendacja	Kupuj	www:	www.elektrotim.pl
Wycena końcowa [PLN]	15,8		
Potencjał	19,0%	daty najbliższych raportów:	
Cena rynkowa [PLN]	13,26	2Q'23:	27 wrz
Ilość akcji [mln. szt.]	10,0	3Q'23:	22 lis
Kapitalizacja [mln PLN]	132,4		

Wyniki Q [mln PLN]	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23
Przychody	90,5	52,4	76,5	143,0	233,7	97,5
Instalacje	46,2	21,8	30,4	80,9	170,3	59,9
Sieci	30,4	19,8	33,8	48,9	56,4	37,6
Automatyka	14,0	10,8	12,3	13,1	6,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	9,8	0,7	4,8	21,5	40,5	14,7
Instalacje	4,6	-0,9	0,6	13,2	35,0	9,5
Sieci	2,6	0,1	3,2	6,2	3,9	5,2
Automatyka	2,5	1,5	0,9	2,1	1,6	0,0
SG&A	6,0	5,6	6,6	6,1	9,8	5,7
PPO/PKO	-0,8	0,5	1,2	-2,5	-5,4	-1,5
EBITDA	4,4	-3,1	0,8	13,9	26,6	8,6
EBIT	3,0	-4,4	-0,6	12,9	25,3	7,5
Zysk brutto	2,2	-4,8	-0,3	13,5	22,0	7,9
Zysk netto	3,1	-5,4	0,7	11,1	15,6	5,8
Dług netto	-10,1	-4,6	-18,4	-26,6	-50,5	-59,7

Wskaźniki	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23
Przychody zmiana r/r	-12,7%	0,3%	-1,6%	152,2%	158,2%	86,1%
EBITDA zmiana r/r	-62,3%	---	-86,2%	239,3%	499,0%	---
Zysk netto zmiana r/r	-59,7%	---	-77,9%	490,5%	402,0%	---
Marża brutto na sprzedaży	10,8%	1,3%	6,3%	15,1%	17,3%	15,1%
Marża EBITDA	4,9%	-5,9%	1,0%	9,7%	11,4%	8,9%
Marża netto	3,4%	-10,3%	0,9%	7,8%	6,7%	5,9%

Portfel zleceń [mln PLN]

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 znaczącej umowy na granicy białoruskiej o wartości 279 mln PLN wynikające z wartości kontraktu i b. napiętych terminów
- ryzyko braku wykwalifikowanych pracowników (istotny spadek zatrudnienia w 2020-2021 po odejściu poprzedniego CEO);
- potencjalna podaż akcji ze strony poprzednich członków Zarządu/RN;
- zatory płatnicze i upadłości w branży budowlanej
- problemy z pozyskaniem finansowania i gwarancji bankowych;
- ryzyko braku pozyskiwania nowych zleceń i wysokiej konkurencji;
- ryzyko problemów i upadłości spółek zależnych

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 2023–2025 dała wartość 1 akcji na poziomie 16,8 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2023-2032 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 15,3 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 15,8 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	15,3
Wycena metodą porównawczą, w tym:	30%	16,8
Wycena 1 akcji Elektrotim [PLN]		15,8

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 (6,0%), premii za ryzyko rynkowe (6,5%) oraz współczynnika beta = 1,0.

Główne założenia modelu:

- W 2023 roku spodziewamy się skonsolidowanych przychodów grupy na poziomie ok 500 mln PLN (podobnie jak w poprzednim modelu). W kolejnych latach zakładamy ustabilizowanie się sprzedaży w okolicy 470-500 mln PLN, a więc powyżej poziomu zakładanego przez zarząd w strategii na lata 2023-25.
- Spółka posiadała dotychczas dość istotny udział materiałów oraz wynagrodzeń w strukturze kosztowej (struktura bardziej typowa dla podwykonawcy lub małego wykonawcy niż typowego generalnego wykonawcy). Marża brutto ze sprzedaży w latach 2013-22 (ostatnie 10 lat) wahała się w przedziale 3,5%-14% (średnia ważona 10,7%). Dodatkowo była bardzo zróżnicowana ze względu na segmenty (zwykle najwyższe marże w automatyce a najniższe w instalacjach, segment automatyki od 2023 jest zmarginalizowany – w 4Q'22 sprzedano spółkę zależną Procom System).
- W 2022 roku marża wyniosła nieco ponad 13%. Zakładamy, że rentowność brutto ze sprzedaży w 2023 roku będzie podobna r/. Konserwatywnie zakładamy, że w 2024 roku spadnie do ok 11%, do 10% w 2025 i 9% średnim/długim terminie (długi termin zakładamy podobnie jak w poprzedniej rekomendacji). 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.
- Zakładamy, że 2023 rok będzie bardziej wymagający pod względem kapitału obrotowego, m.in. ze na większe wymagania finansowe ze strony kontraktów w obszarze trakcji/samorządów.
- Nie zakładamy akwizycji, ani sprzedaży podmiotów zależnych.
- Efektywną stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 19,0% w długim terminie.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1,0%.
- Dług netto przyjęto na poziomie z końca 2022 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy liczbę akcji na poziomie 9,98 mln sztuk.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 153 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 15,3 PLN.

Model DCF

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	499,9	469,0	473,7	478,4	483,2	488,0	492,9	497,9	502,8	507,9
EBIT [mln PLN]	38,8	25,8	19,8	16,3	16,2	16,0	15,8	15,6	15,4	15,1
Stopa podatkowa	20,4%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	7,9	4,9	3,8	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	2,9	2,9
NOPLAT [mln PLN]	30,9	20,9	16,0	13,2	13,1	13,0	12,8	12,6	12,5	12,3
Amortyzacja [mln PLN]	4,5	4,6	4,7	4,7	4,8	4,8	4,9	4,9	5,0	5,0
CAPEX [mln PLN]	-5,0	-4,6	-4,7	-4,7	-4,8	-4,9	-4,9	-5,0	-5,0	-5,1
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-32,9	4,2	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
FCF [mln PLN]	-2,5	25,0	15,4	12,5	12,4	12,3	12,1	11,9	11,7	11,5
DFCF [mln PLN]	-2,3	20,9	11,4	8,3	7,3	6,4	5,6	4,9	4,3	3,8
Suma DFCF [mln PLN]	70,5									
Wartość rezydualna [mln PLN]	101,7									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	33,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]	103,5									
Dług netto 2022 [mln PLN]	-50,5									
Udział mniejszości [mln PLN]	1,1									
Wartość kapitału [mln PLN]	153,0									
Ilość akcji [mln szt.]	10,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	15,3									

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

Przychody zmiana r/r	-1,1%	-6,2%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	17,0%	-33,7%	-23,2%	-17,5%	-0,9%	-0,9%	-1,3%	-1,4%	-1,5%	-1,5%
FCF zmiana r/r	---	---	-38,7%	-18,3%	-1,0%	-1,0%	-1,5%	-1,5%	-1,6%	-1,7%
Marża EBITDA	8,7%	6,5%	5,2%	4,4%	4,3%	4,3%	4,2%	4,1%	4,0%	4,0%
Marża EBIT	7,8%	5,5%	4,2%	3,4%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%	3,1%	3,0%
Marża NOPLAT	6,2%	4,4%	3,4%	2,8%	2,7%	2,7%	2,6%	2,5%	2,5%	2,4%
CAPEX / Przychody	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
CAPEX / Amortyzacja	110,5%	100,8%	100,8%	100,8%	100,8%	100,8%	100,8%	100,8%	100,8%	100,8%
Zmiana KO / Przychody	6,6%	-0,9%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-580,7%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Stopa wolna od ryzyka	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Premia za ryzyko	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
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	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Udział kapitału własnego	98,1%	98,6%	99,2%	99,6%	99,8%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Udział kapitału obcego	1,9%	1,4%	0,8%	0,4%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	12,4%	12,4%	12,4%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%

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		
	0,8	16,1	16,5	17,0	5,5%	15,9	16,2	16,7	5,5%	16,8	16,2
0,9	15,6	15,9	16,3	6,0%	15,4	15,8	16,2	6,0%	16,3	15,8	15,2
1,0	15,0	15,3	15,7	6,5%	15,0	15,3	15,7	6,5%	15,9	15,3	14,8
1,1	14,6	14,8	15,1	7,0%	14,7	14,9	15,2	7,0%	15,5	14,9	14,4
1,2	14,1	14,3	14,6	7,5%	14,3	14,5	14,8	7,5%	15,1	14,5	14,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

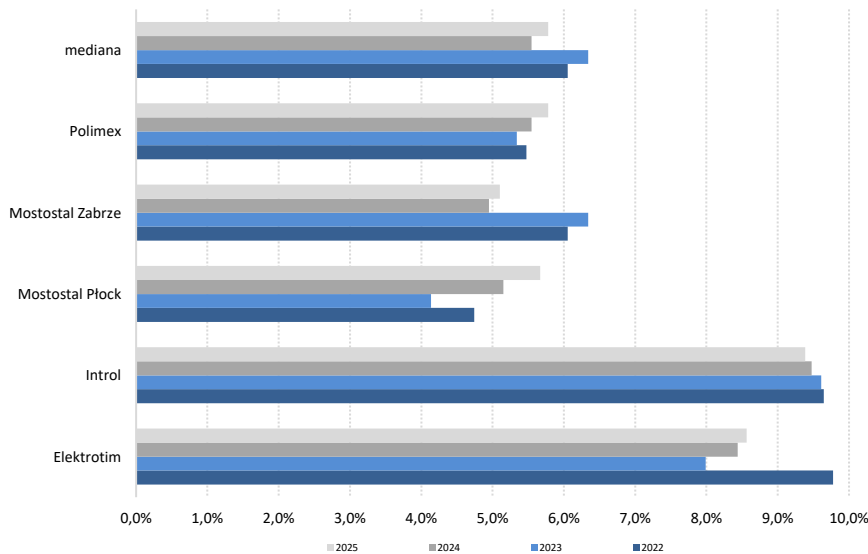
Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych operujących w segmencie instalacyjnym i energetycznym. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 30% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (33% wagi dla poszczególnych lat 2023-25). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie czyli 15,8 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Introl	5,0	4,9	4,9	3,4	3,2	3,0
Mostostal Płock	18,4	11,6	9,8	4,8	3,4	2,7
Mostostal Zabrze	7,0	12,2	12,1	2,3	3,6	3,3
Polimex	7,6	7,2	7,0	2,3	2,1	1,4
Mediana	7,3	9,4	8,4	2,9	3,3	2,9
Elektrotim	4,1	5,6	7,8	2,3	3,0	3,8
Premia/dyskonto do spółki	-44,3%	-40,0%	-7,1%	-21,0%	-8,1%	33,2%
Wycena wg wskaźnika	23,81	22,12	14,27	15,86	14,07	10,93
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		20,1			13,6	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	15,8					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

Porównanie rentowność EBITDA



Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

WYNIKI ZA OSTATNIE OKRESY

Wyniki za 1Q'2023 [mln PLN]

	1Q'22	1Q'23	zmiana r/r	1Q'23P BDM	odchyl.
Przychody	52,4	97,5	86,1%	88,0	10,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	0,7	14,7	2064,3%	7,8	87,4%
Zysk na sprzedaży	-4,9	9,0	---	2,1	322,8%
PPO/PKO	0,5	-1,5	---	0,0	---
EBITDA	-3,1	8,6	---	3,5	146,2%
EBIT	-4,4	7,5	---	2,1	254,2%
Zysk brutto	-4,8	7,9	---	2,3	241,4%
Zysk netto	-5,4	5,8	---	1,9	205,0%
Marża brutto ze sprzedaży	1,3%	15,1%		8,9%	
Marża EBITDA	-5,9%	8,9%		4,0%	
Marża EBIT	-8,4%	7,7%		2,4%	
Marża zysku netto	-10,3%	5,9%		2,1%	

Źródło: BDM S.A., spółka

- Przychody w 1Q'23 wyniosły 97,5 mln PLN (+86% r/r), nieco powyżej naszych oczekiwań.
- Segment Instalacje na poziomie jednostkowym (tu ujmowany jest kontrakt na granicy z Białorusią) miał 54 mln PLN przychodów (vs 157 mln PLN w 4Q'22 i 14 mln PLN w 1Q'22). Po 4Q'22 pozostawało jeszcze ok 103 mln PLN przychodów z kontraktu na granicy do rozpoznania w 2023. Po 1Q'23 pozostało jeszcze 44 mln PLN. Obecnie przewidywany termin zakończenia realizacji umowy to czerwiec 2023 (więcej poniżej w podsumowaniu telekonferencji wynikowej po 1Q'23).
- Rentowność brutto ze sprzedaży (15,1%) była wyraźnie wyższa r/r i powyżej naszych założeń.
- Koszty SG&A były o 2% wyższe r/r (należy pamiętać, że nie jest już konsolidowany Procom System).
- Wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej był lekko negatywny w 1Q'23 (-1,5 mln PLN).
- EBITDA w 1Q'23 wyniosła 8,6 mln PLN (vs -3,1 mln PLN rok temu). Wynik wyraźnie lepszy od naszych założeń (spodziewaliśmy się 3,5 mln PLN).
- Saldo finansowe z lekko dodatnim wpływem na poziomie +0,3 mln PLN.
- Zysk netto w 1Q'23 na poziomie 5,8 mln PLN (efektywna stopa podatku na poziomie 26%), zakładaliśmy 1,9 mln PLN.
- Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły +9 mln PLN w 1Q'23. Zaliczki na dostawy na poziomie 16 mln PLN (wyraźny spadek vs 4Q'22 – rozliczenie zaliczek na kontrakcie na granicy). Na koniec okresu spółka miała 60 mln PLN gotówki netto.
- Backlog skonsolidowany po 1Q'23 wynosił 618 mln PLN (vs 558 mln PLN po 4Q'22 i 598 mln PLN rok temu).

Podsumowując wyniki spółki za 1Q'23 były powyżej naszych prognoz. Główna w tym zasługa bardzo wysokiej jak na 1Q rentowności brutto ze sprzedaży. Na koniec 1Q'23 spółka odnotowała bardzo dobrą pozycję gotówkową, która wzrosła nawet w porównaniu do 4Q'22 (na telekonferencji wynikowej zarząd zasygnalizował wyższe zapotrzebowanie na kapitał obrotowy w 2Q'23).

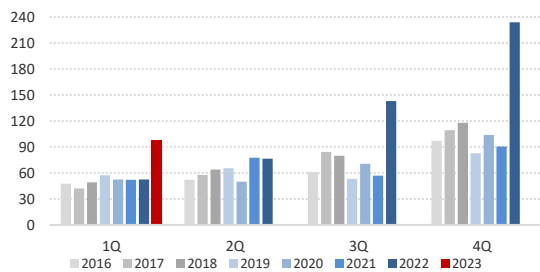
Podsumowanie konferencji wynikowej po 1Q'23 (1/06/2023)

- 1Q'23:** wszystkie pionki w jednostce dominującej miały wyraźne wzrosty sprzedaży w 1Q'23 poza pionem Trakcji (który posiada znaczący portfel na kolejne kwartały), wyniki 1Q'23 zdaniem zarządu dobrze rokują na cały rok; spółka nie rozwiązała żadnych istotnych rezerw z 2022 roku, zawiązała niewielkie w 1Q'23;
- 2023:** spółka realizuje obecnie kontakty z 2022 z peak'u cenowego (efekt ten będzie powoli wygasał); widać pozytywny wpływ skali/dźwigni operacyjnej; pomnożenie wyników z 1Q'23 x4 to podejście konserwatywne, nie widać przesłanek do spłaszczenia sezonowości; jeśli nie będzie perturbacji kosztowych to w 2023 spółka może utrzymać marżę brutto ze sprzedaży z 1Q'23
- 2024:** spółka chciałaby kontynuować pozytywne trendy z 2022-23, założenia ze strategii są minimalnym poziomem, cele zarządu mogą być wyższe
- Perymetria:** w portfelu pozostało ok 44 mln PLN kontraktu; pozostało 2 mln PLN nierozliczonej zaliczki; kontrakt jest na średnich marżach z 2022 roku a spółka raczej broniła zakładanej początkowo marży; SG potwierdziła już zakończenie wykonywania prac na ostatnim odcinku a w ciągu kilka dni spółka planowała zgłosić odcinek do odbioru, zamawiający będzie miał 14 dni na odbiór; następnie planowane jest w połowie czerwca zgłoszenie całego kontraktu do odbioru; jeśli wszystko pójdzie optymistycznie to spółka mogłaby uzyskać wpływ gotówki w czerwcu (bardziej prawdopodobny scenariusz to wpływ gotówki w pierwszej połowie lipca); w negatywnym scenariuszu (prawdopodobieństwo <10%) w przypadku opóźnień odbioru lub prac dodatkowych, spółka nie wystawiłaby FV w czerwcu, wtedy musiałaby też ponieść koszty utrzymania gotowości (od kilkaset tys PLN do paru mln PLN)
- Pozycja gotówkowa:** około połowy z 40 mln PLN wpływów z perymetrii będzie rozliczona z podwykonawcami; aktywa z tytułu umów to głównie kontrakt na granicy; pod koniec marca spółka wchodziła w realizację nowych dużych kontraktów, które absorbują gotówkę (m.in. w kontraktach z PKP

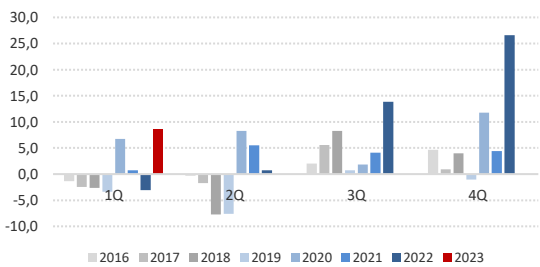
Energetyka wystawiana jest jedna FV na koniec); w 2Q'23 spółka musi korzystać z limitów kredytowych; od lipca wpływy powinny przeważać nad wydatkami (w ciągu 3Q'23 spółka powinna przestać korzystać z finansowania zewnętrznego)

- **Portfel:** ok 60-70% portfela przypada na 2-4Q'23; portfel jest zrównoważony pomiędzy 5 pionów, z lekką przewagą dystrybucji; do jesieni spółka daje sobie czas oceny obszaru trakcji; spółka nie jest pod presją zdobywania nowych kontraktów; spółkę interesują energetyka, obronność, samorządy; backlog ma korzystne marże, umowy są także dobrze przygotowane od strony zapisów waloryzacyjnych; wyższe marże można negocjować na mniejszych kontraktach
- **Perspektywy rynku:** spółka widzi wzrost podaży kontraktów z infrastruktury krytycznej, bezpieczeństwa, obronnej, pozytywnie ocenia planowane inwestycje w obszarze energetycznym; spółka widzi poprawę nastrojów w budownictwie, widać względną stabilizację strony kosztowej; wybory mogą przełożyć się na okresowe zawieszenie zawierania nowych kontraktów publicznych, dlatego spółka już obecnie skupia się na budowie portfela na 2024; większą konkurencję widać obecnie w przetargach samorządowych (niskie oferty); w pozostałych obszarach jest dużo nowych tematów, są raczej prośby o konsorcja z innych podmiotów; spółka ostrożnie podchodzi do tematów konsorcjów oraz kontraktów >100 mln PLN
- **Zeus:** toczy się program naprawczy; zarząd podtrzymuje, że to aktywo do przeznaczone do sprzedaży

Przychody [mln PLN]

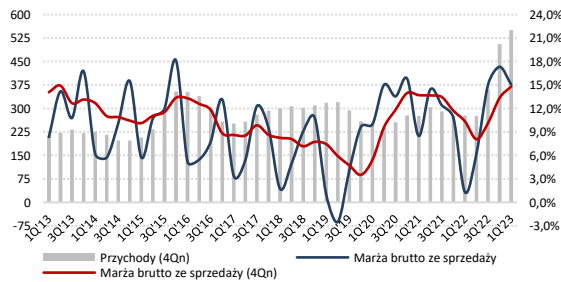


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka
EBITDA [mln PLN]



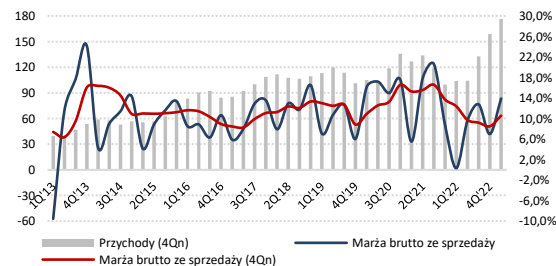
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody oraz marża brutto ze sprzedaży (narastająco 4Q)



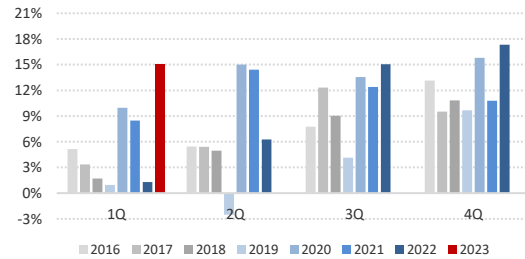
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



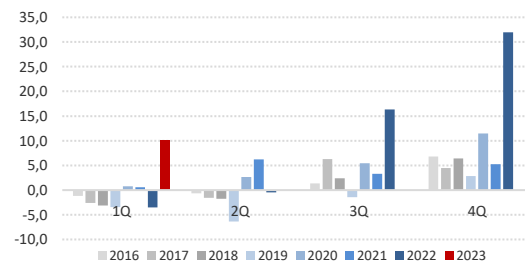
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży



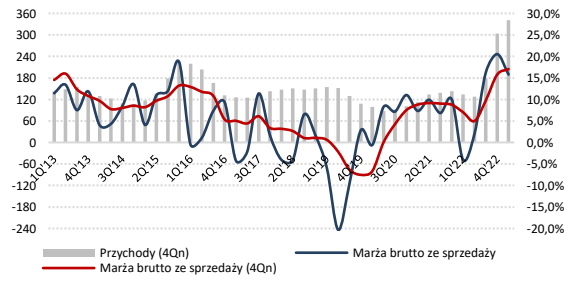
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

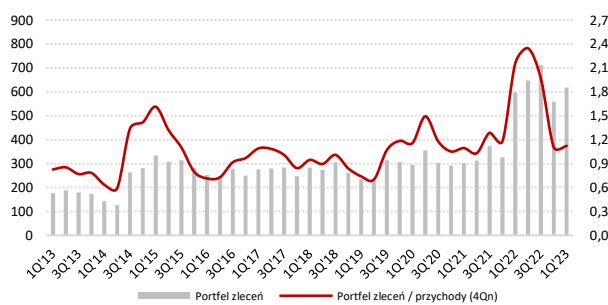
Portfel zleceń spółki

Istotne kontrakty podpisane od początku 2019 roku

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]	Koniec
2022				
2023-06-05	PGE Dystrybucja	Budowy stacji 110 kV Krasnosielc wraz z linią zasilającą 110 kV	22	2024-12
2023-05-19	Cent. Zas. Cyberprzes. 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 Zduńska Wola Karsznice	54	2023-07
2023				
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	2023-06*
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 Zelechowo – 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

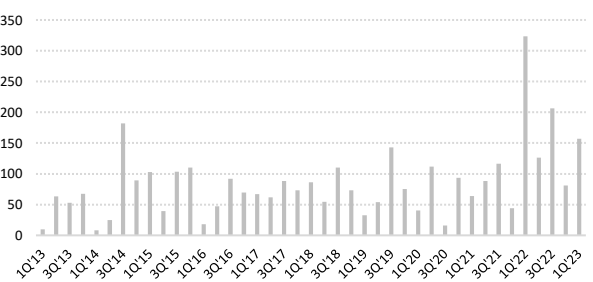
Źródło: BDM S.A., spółka, pierwotnie *120 dni od zakończenia robót budowlanych (wrzesień 2022) – kontrakt nadal w realizacji

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

Wartość portfela zleceń grupy Elektrotim po 1Q'23 wynosiła 618 mln PLN. Backlog wzrósł o ok 60 mln PLN q/q. Na konferencji wynikowej po 4Q'22 spółka podała, że na koniec 1Q'23 portfel grupy przekraczał 600 mln PLN (z tego 569 mln PLN przypadało na jednostkę dominującą, a z tego ok 44 mln PLN dotyczyło perymetrii).

Kontrakt na perymetrię 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 (oraz aneks z sierpnia).

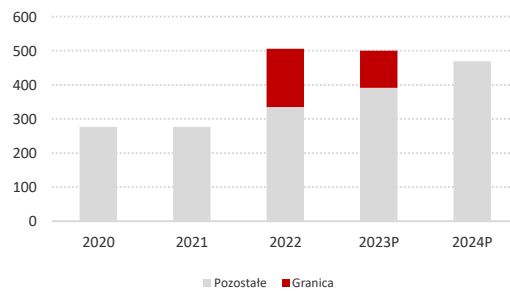
Według pierwotnej wersji bariera elektroniczna miała zostać ukończona w ciągu 90 dni po ukończeniu bariery fizycznej (60 dni na budowę + 30 dni na kalibrację), ale aneks z połowy sierpnia wydłużył czas prac Elektrotimu na 120 dni (90 dni na budowę). Jeżeli liczyć od końca września (jak wynika z oświadczenia przedstawiciela rządu, z końcem września - [link](#) - zakończono formalnie budowę bariery fizycznej) to prace zakończyć miały się według harmonogramu z końcem stycznia'23. Według informacji przekazywanych przez Elektrotim na ostatniej konferencji wynikowej, SG potwierdziła już zakończenie wykonywanie prac na ostatnim odcinku a w połowie czerwca planowane jest zgłoszenie całego kontraktu do odbioru. Według informacji z [6 czerwca](#) przez wiceministra MSWiA zaporą perymetryczną działa na całej granicy polsko-białoruskiej. W ostatnich tygodniach rzeczniczka SG informowała także, że w bieżącym roku planowane jest rozpoczęcie przetargu na rzecznych odcinkach granicy ([głównie Bug](#)).

Wartość etapów kontraktu na granicy z Białorusią [mln PLN netto]

	mln PLN
projekt	14
realizacja projektu	164
Centrum nadzoru	1
przyłącza elektroenerg.	14
przyłącza telco.	14
uruchomienie	56
integracja	14
dokumentacja	3
suma	279

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., <https://www.gov.pl/web/mswia/straz-graniczna-podpisala-umowe-na-budowe-perymetrii-na-granicy-z-bialorusia>

Przychody skonsolidowane Elektrotimu [mln PLN]

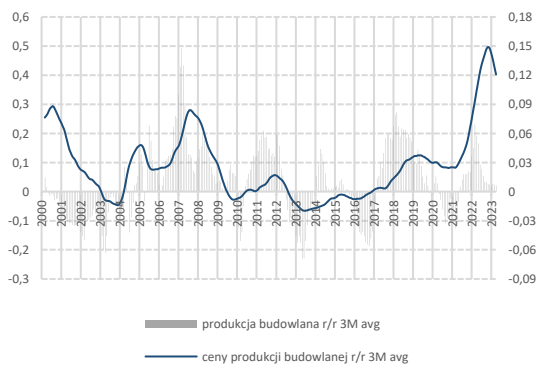


Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki i prognozy DM BDM

Strona kosztowa - aktualna sytuacja

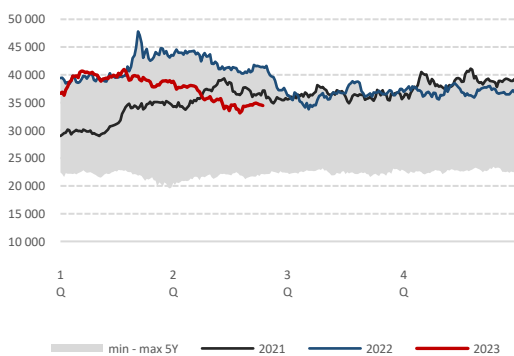
Największą pozycję w strukturze kosztów spółki stanowią koszty zużycia materiałów i energii (46% w 2022). Spółka w sprawozdaniu wskazuje na ekspozycję na miedź, aluminium i stal. Głównymi dostawcami dla spółki są hurtownie elektrotechniczne (Elektro-Invest i TIM) oraz producenci jak Siemens i Schneider. Kolejne pozycje kosztowe to usługi obce na poziomie 38% (głównie podwykonawcy) oraz wynagrodzenia z 14% udziałem (grupa w 2022 zatrudniała 395 osób).

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



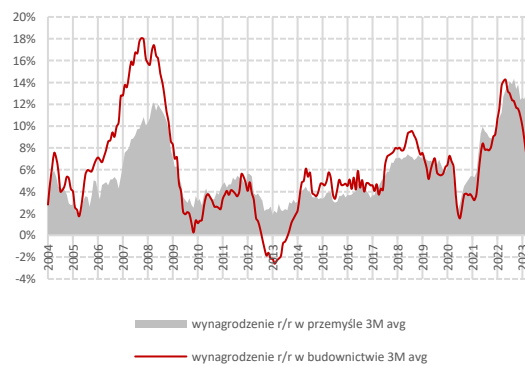
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Cena miedzi [PLN/t]



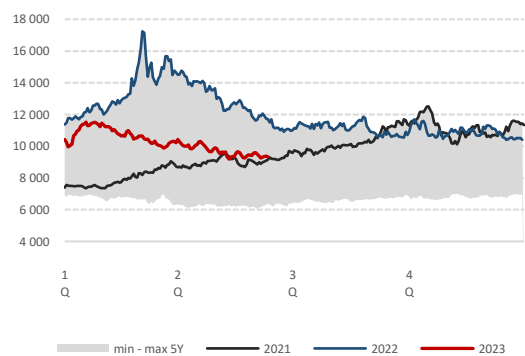
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce



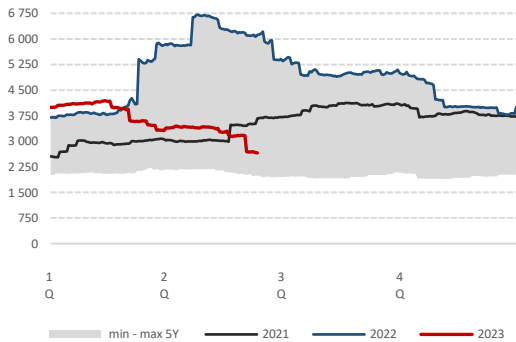
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Cena aluminium [PLN/t]



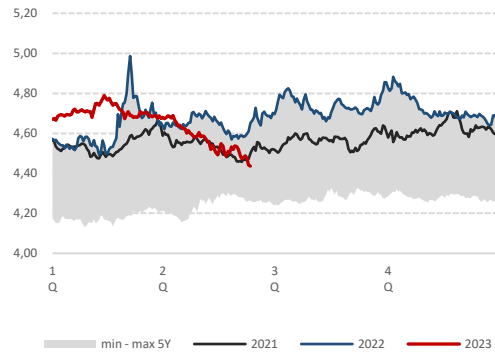
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena stali – Europa [PLN/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EUR/PLN



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Prognozy wyników kwartalne i roczne

Prognozy wyników kwartalnych [mln PLN]

	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P
Przychody ze sprzedaży	52,6	49,9	70,6	103,7	52,2	77,7	56,7	90,5	52,4	76,5	143,0	233,7	97,5	115,0	132,5	155,0
Instalacje	18,6	15,2	25,4	41,7	30,3	36,9	29,5	46,2	21,8	30,4	80,9	170,3	59,9	60,0	60,0	75,0
Sieci	24,8	26,5	35,1	49,3	15,7	33,6	20,2	30,4	19,8	33,8	48,9	56,4	37,6	55,0	72,5	80,0
Automatyka	9,3	8,3	10,1	12,6	6,3	7,3	7,0	14,0	10,8	12,3	13,1	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	5,3	7,5	9,6	16,4	4,4	11,2	7,0	9,8	0,7	4,8	21,5	40,5	14,7	16,0	17,3	19,4
Instalacje	-0,1	1,3	1,8	4,6	2,2	3,7	2,0	4,6	-0,9	0,6	13,2	35,0	9,5	8,8	7,9	9,8
Sieci	4,0	4,6	5,2	8,7	0,9	6,0	4,2	2,6	0,1	3,2	6,2	3,9	5,2	7,2	9,4	9,6
Automatyka	1,4	1,7	2,5	3,1	1,4	1,6	0,8	2,5	1,5	0,9	2,1	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0
SG&A	5,7	6,3	5,6	6,3	5,2	6,3	5,1	6,0	5,6	6,6	6,1	9,8	5,7	6,5	6,3	8,6
Zysk na sprzedaży	-0,4	1,3	4,0	10,1	-0,8	4,9	1,9	3,8	-4,9	-1,8	15,4	30,7	9,0	9,5	11,0	10,8
Saldo PPO/PKO	5,9	2,4	-0,4	0,3	0,2	-0,7	0,8	-0,8	0,5	1,2	-2,5	-5,4	-1,5	0,0	0,0	0,0
EBITDA	6,7	8,3	1,8	11,8	0,7	5,5	4,1	4,4	-3,1	0,8	13,9	26,6	8,6	10,6	12,2	11,9
EBIT	5,5	6,9	0,4	10,4	-0,6	4,1	2,7	3,0	-4,4	-0,6	12,9	25,3	7,5	9,5	11,0	10,8
Saldo finansowe	-0,2	-0,2	-0,5	-0,7	-0,4	-0,2	-0,3	-0,9	-0,3	0,3	0,6	-3,3	0,3	0,9	0,3	0,6
Zysk (strata) brutto	5,4	6,7	-0,2	9,7	-1,0	4,0	2,5	2,2	-4,8	-0,3	13,5	22,0	7,9	10,4	11,3	11,3
Zysk (strata) netto	4,2	5,9	-1,3	7,7	-1,5	3,1	1,9	3,1	-5,4	0,7	11,1	15,6	5,8	8,4	9,2	9,2
CFO	11,0	22,9	-16,8	17,3	-6,7	21,5	-21,2	8,2	-2,4	11,8	10,5	17,6	9,2	-40,0	20,0	14,6
Dług (gotówka) netto	10,1	-10,5	5,5	-10,9	-3,9	4,6	-2,6	-10,1	-4,6	-18,4	-26,6	-50,5	-59,7	-18,6	-22,5	-34,7
Przychody zmiana r/r	-7,9%	-23,5%	32,3%	25,2%	-0,8%	55,6%	-19,6%	-12,7%	0,3%	-1,6%	152,2%	158,2%	86,1%	50,3%	-7,3%	-33,7%
Instalacje	-31,9%	-43,2%	18,6%	27,2%	63,2%	142,5%	16,3%	10,8%	-28,1%	-17,5%	174,1%	268,7%	175,1%	97,3%	-25,9%	-56,0%
Sieci	17,2%	-4,6%	77,8%	51,1%	-36,8%	26,8%	-42,4%	-38,4%	26,3%	0,5%	142,2%	85,7%	89,9%	62,9%	48,2%	41,9%
Automatyka	7,9%	-22,6%	-17,1%	-27,2%	-32,4%	-12,0%	-31,0%	10,4%	71,9%	69,6%	88,3%	-57,0%	---	---	---	---
Marża brutto ze sprzedaży	10,0%	15,0%	13,5%	15,8%	8,5%	14,4%	12,4%	10,8%	1,3%	6,3%	15,1%	17,3%	15,1%	13,9%	13,0%	12,5%
Instalacje	-0,6%	8,3%	7,2%	11,0%	7,3%	9,9%	6,8%	10,0%	-4,1%	2,0%	16,3%	20,5%	15,8%	14,7%	13,1%	13,0%
Sieci	16,2%	17,2%	15,0%	17,6%	5,5%	17,9%	20,6%	8,7%	0,3%	9,6%	12,8%	7,0%	13,9%	13,0%	13,0%	12,0%
Automatyka	14,6%	20,4%	24,6%	24,5%	21,5%	21,4%	12,2%	18,0%	13,9%	7,6%	15,8%	26,1%	---	---	---	---
SG&A/przychody	10,7%	12,5%	7,9%	6,1%	10,0%	8,2%	9,0%	6,6%	10,6%	8,6%	4,3%	4,2%	5,8%	5,7%	4,7%	5,5%
Marża na sprzedaży	-0,8%	2,5%	5,7%	9,7%	-1,5%	6,3%	3,4%	4,2%	-9,3%	-2,4%	10,8%	13,1%	9,2%	8,3%	8,3%	6,9%
Marża EBITDA	12,8%	16,5%	2,6%	11,3%	1,4%	7,1%	7,2%	4,9%	-5,9%	1,0%	9,7%	11,4%	8,9%	9,3%	9,2%	7,7%
Marża EBIT	10,5%	13,8%	0,6%	10,0%	-1,2%	5,3%	4,8%	3,3%	-8,4%	-0,8%	9,0%	10,8%	7,7%	8,3%	8,3%	6,9%
Marża zysku netto	8,0%	11,8%	-1,8%	7,5%	-2,9%	4,0%	3,3%	3,4%	-10,3%	0,9%	7,8%	6,7%	5,9%	7,3%	6,9%	5,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Skorygowane prognozy wyników na lata 2023-2025 rok [mln PLN]

	2023P			2024P			2025P		
	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	498,0	499,9	0,4%	469,0	469,0	0,0%	473,7	473,7	0,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	50,1	67,3	34,3%	44,2	52,8	19,4%	44,3	47,3	6,8%
EBITDA	29,0	43,4	49,6%	23,1	30,4	31,4%	22,8	24,4	7,2%
EBIT	23,4	38,8	65,9%	17,6	25,8	46,3%	17,2	19,8	15,0%
Zysk (strata) netto	21,7	32,5	49,8%	15,9	23,5	47,7%	14,6	16,9	15,9%
Dług (gotówka) netto	-25,0	-34,7	---	-30,3	-40,5	---	-32,3	-39,2	---
Marża zysku brutto ze sprzedaży	10,1%	13,5%		9,4%	11,2%		9,4%	10,0%	
Marża EBITDA	5,8%	8,7%		4,9%	6,5%		4,8%	5,2%	
Marża EBIT	4,7%	7,8%		3,8%	5,5%		3,6%	4,2%	
Marża zysku netto	4,4%	6,5%		3,4%	5,0%		3,1%	3,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja z 09.12.2022 (prognoza były sporządzane przed sprzedażą Procom System)

Biorąc pod uwagę pozytywny wydzźwięk wyników za 1Q'23 oraz zapowiedzi spółki z ostatniej konferencji wynikowej podnosimy nasze założenia dotyczące rentowności w porównaniu do poprzedniej rekomendacji. W 1Q'23 spółka miała 15,1% marży brutto ze sprzedaży. W naszych prognozach zakładamy obecnie 13,5% (vs 10,1% poprzednio) w całym roku, co daje nam jeszcze pewien margines bezpieczeństwa względem oczekiwań zarządu, który uważa za możliwe jej utrzymanie w całym 2023 przy braku zawirowań po stronie kosztowej (przy czym sygnalizuje jednocześnie, że efekt bardzo dobrych kontraktów z 2022 będzie powoli wygasał).

Nasza prognoza przychodów pozostaje bez zmian. Backlog spółki po 1Q'23 wynosił 618 mln PLN, z tego ok. 60-70% ma przypadać jeszcze na 2023 rok, co implikuje ok. 370-430 mln PLN przychodów do wypracowania w 2-4Q'23. Po 1Q'23 spółka miała 97 mln PLN, dodając do tego środek przedziału z backlogu na 2-4Q'23 otrzymujemy ok. 500 mln PLN w całym roku.

Podsumowując obecnie oczekujemy wypracowania w 2023 roku 499,9 mln PLN przychodów, 43,4 mln PLN EBITDA oraz 32,5 mln PLN zysku netto w 2023 roku.

Zarząd w strategii określił oczekiwany poziom jednostkowych przychodów na 350-450 mln PLN. Spodziewamy się, że spółka w średnim/długim terminie ma potencjał realizować skonsolidowaną sprzedaż na poziomie górnego poziomu tych widełek.

Konserwatywnie zakładamy, że rentowność brutto ze sprzedaży w 2024 roku spadnie do ok 11%, do 10% w 2025 i 9% średnim/długim terminie (długi termin zakładamy podobnie jak w poprzedniej rekomendacji). Zwracamy przy tym uwagę, że w przypadku spółek budowlanych/instalacyjnych im wyższe przychody tym trudniej generalnie utrzymywać wysokie marże (konieczność wyjścia poza nisze, wyższe ryzyka na większych kontraktach).

Zakładana przez nas marża EBIT w 2023 roku kształtuje się na poziomie 7,8%, a w kolejnym roku na poziomie 5,5%. W długim terminie przyjmujemy 3,0-3,5% (implikowane marża wg strategii to 4,3%, przy średniej ważonej za ostatnie 10 lat na poziomie 3,0%).

W przypadku pozycji gotówkowej uważamy, że 2023 rok będzie bardziej wymagający niż 2022 pod względem kapitału obrotowego (bardziej kapitałochłonne kontrakty w obszarze trakcji i samorządów). Zakładamy, że w 2023 roku spółka wypłaci dywidendę na poziomie rekomendowanym przez zarząd (1,5 PLN/akcję). W kolejnych latach przyjmujemy 66% zysku netto za 2023 i 75% w kolejnych okresach.

Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży	293,1	310,5	258,6	276,8	277,2	505,6	499,9	469,0	473,7	478,4	483,2	488,0	492,9	497,9	502,8	507,9
Instalacje	142,8	150,6	108,2	100,8	142,9	303,5	254,9	221,3	223,5	225,7	228,0	230,2	232,5	234,9	237,2	239,6
Sieci	108,9	109,7	101,3	135,6	99,8	158,9	245,1	247,8	250,2	252,7	255,3	257,8	260,4	263,0	265,6	268,3
Automatyka	41,3	49,0	48,9	40,3	34,5	42,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	25,3	24,0	9,1	38,7	32,5	67,5	67,3	52,8	47,3	44,1	44,3	44,4	44,5	44,5	44,6	44,6
Instalacje	4,8	1,6	-8,1	7,6	12,5	47,9	35,9	23,4	21,4	20,5	20,6	20,7	20,8	20,9	21,0	21,1
Sieci	12,1	14,6	8,9	22,5	13,7	13,5	31,4	29,3	25,9	23,6	23,6	23,7	23,7	23,6	23,6	23,6
Automatyka	8,5	7,6	8,3	8,6	6,3	6,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SG&A	22,1	23,2	22,3	23,8	22,6	28,1	27,0	27,0	27,3	27,5	27,8	28,1	28,4	28,7	29,0	29,2
Zysk na sprzedaży	3,2	0,8	-13,2	14,9	9,8	39,4	40,3	25,8	20,0	16,6	16,4	16,3	16,1	15,9	15,6	15,4
Saldo PPO/PKO	-4,2	-2,1	-2,9	8,3	-0,6	-6,2	-1,5	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
EBITDA	2,4	1,8	-11,3	28,6	14,8	38,1	43,4	30,4	24,4	21,0	20,9	20,9	20,7	20,5	20,4	20,2
EBIT	-1,0	-1,3	-16,1	23,2	9,3	33,2	38,8	25,8	19,8	16,3	16,2	16,0	15,8	15,6	15,4	15,1
Saldo finansowe	-1,6	-1,3	-2,0	-1,7	-1,6	-2,8	2,1	3,2	1,1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,7	1,8
Zysk (strata) brutto	-2,6	-2,6	-18,1	21,6	7,6	30,4	40,9	29,0	20,9	17,5	17,4	17,4	17,3	17,2	17,0	16,9
Zysk (strata) netto	-4,5	-3,9	-14,5	16,6	6,6	22,0	32,5	23,5	16,9	14,1	14,1	14,1	14,0	13,9	13,8	13,7
CFO	0,0	-31,3	5,7	34,4	1,8	37,5	3,8	32,0	19,6	16,9	18,5	16,7	16,5	16,4	16,2	16,1
Dług (gotówka) netto	-15,7	14,8	21,8	-10,9	-10,1	-50,5	-34,7	-40,5	-39,2	-40,0	-42,9	-45,7	-48,5	-51,2	-53,9	-56,6
Przychody zmiana r/r	13,6%	5,9%	-16,7%	7,0%	0,1%	82,4%	-1,1%	-6,2%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Instalacje	8,5%	5,5%	-28,1%	-6,8%	41,7%	112,4%	-16,0%	-13,2%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Sieci	29,1%	0,7%	-7,7%	34,0%	-26,4%	59,2%	54,3%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Automatyka	-1,5%	18,6%	-0,2%	-17,5%	-14,5%	22,6%	-100,0%	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Marża brutto ze sprzedaży	8,6%	7,7%	3,5%	14,0%	11,7%	13,3%	13,5%	11,2%	10,0%	9,2%	9,2%	9,1%	9,0%	8,9%	8,9%	8,8%
Instalacje	3,4%	1,1%	-7,5%	7,5%	8,8%	15,8%	14,1%	10,6%	9,6%	9,1%	9,0%	9,0%	8,9%	8,9%	8,8%	8,8%
Sieci	11,1%	13,3%	8,8%	16,6%	13,7%	8,5%	12,8%	11,8%	10,3%	9,3%	9,3%	9,2%	9,1%	9,0%	8,9%	8,8%
Automatyka	20,6%	15,5%	17,0%	21,4%	18,2%	14,4%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
SG&A/przychody	7,5%	7,5%	8,6%	8,6%	8,2%	5,6%	5,4%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Marża na sprzedaży	1,1%	0,3%	-5,1%	5,4%	3,5%	7,8%	8,1%	5,5%	4,2%	3,5%	3,4%	3,3%	3,3%	3,2%	3,1%	3,0%
Marża EBITDA	0,8%	0,6%	-4,4%	10,3%	5,3%	7,5%	8,7%	6,5%	5,2%	4,4%	4,3%	4,3%	4,2%	4,1%	4,0%	4,0%
Marża EBIT	-0,3%	-0,4%	-6,2%	8,4%	3,3%	6,6%	7,8%	5,5%	4,2%	3,4%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%	3,1%	3,0%
Marża zysku netto	-1,5%	-1,3%	-5,6%	6,0%	2,4%	4,3%	6,5%	5,0%	3,6%	3,0%	2,9%	2,9%	2,8%	2,8%	2,7%	2,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Bilans [mln PLN]												
Aktywa trwałe	39,2	57,1	57,6	57,6	57,6	57,7	57,7	57,8	57,8	57,8	57,9	57,9
Wartości niematerialne i prawne	10,0	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
Rzeczowe aktywa trwałe	18,8	12,4	12,9	13,0	13,0	13,0	13,1	13,1	13,2	13,2	13,2	13,3
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	10,3	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1
Aktywa obrotowe	141,7	211,2	215,1	208,6	207,5	208,8	212,8	216,9	221,2	225,7	230,2	234,6
Zapasy	3,7	3,4	3,3	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2	3,3	3,3	3,3	3,4
Należności krótkoterminowe	119,3	151,2	171,9	161,2	162,8	164,5	166,1	167,8	169,5	171,1	172,9	174,6
Inwestycje krótkoterminowe	18,7	56,7	39,9	44,3	41,5	41,1	43,5	45,8	48,5	51,2	53,9	56,6
- w tym środki pieniężne	18,7	56,7	39,9	44,3	41,5	41,1	43,5	45,8	48,5	51,2	53,9	56,6
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	180,8	268,3	272,6	266,2	265,1	266,5	270,5	274,6	279,0	283,5	288,0	292,5
Kapitał (fundusz) własny	76,2	98,1	115,6	117,6	116,9	118,4	121,9	125,4	128,8	132,2	135,6	138,9
Kapitał mniejszości	1,8	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	102,9	169,2	155,9	147,5	147,1	147,0	147,6	148,1	149,1	150,2	151,4	152,5
Rezerwy na zobowiązania	13,6	21,6	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5
Zobowiązania długoterminowe	5,6	3,6	2,6	1,6	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	5,1	3,6	2,6	1,6	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	83,7	144,0	136,8	129,3	129,9	130,5	131,0	131,6	132,6	133,7	134,8	135,9
- w tym zobowiązania oprocentowane	3,6	2,6	2,6	2,1	1,6	1,1	0,6	0,1	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	180,8	268,3	272,6	266,2	265,1	266,5	270,5	274,6	279,0	283,5	288,0	292,5
Rachunek zysków i strat [mln PLN]												
Przychody netto ze sprzedaży	277,2	505,6	499,9	469,0	473,7	478,4	483,2	488,0	492,9	497,9	502,8	507,9
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	32,5	67,5	67,3	52,8	47,3	44,1	44,3	44,4	44,5	44,5	44,6	44,6
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	22,6	28,1	27,0	27,0	27,3	27,5	27,8	28,1	28,4	28,7	29,0	29,2
Zysk (strata) na sprzedaży	9,8	39,4	40,3	25,8	20,0	16,6	16,4	16,3	16,1	15,9	15,6	15,4
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-0,6	-6,2	-1,5	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
EBITDA	14,8	38,1	43,4	30,4	24,4	21,0	20,9	20,9	20,7	20,5	20,4	20,2
EBIT	9,3	33,2	38,8	25,8	19,8	16,3	16,2	16,0	15,8	15,6	15,4	15,1
Saldo działalności finansowej	-1,6	-2,8	2,1	3,2	1,1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,7	1,8
Zysk (strata) brutto	7,6	30,4	40,9	29,0	20,9	17,5	17,4	17,4	17,3	17,2	17,0	16,9
Zysk (strata) netto mniejszości	-0,1	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) netto**	6,6	22,0	32,5	23,5	16,9	14,1	14,1	14,1	14,0	13,9	13,8	13,7
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
CF [mln PLN]												
Przepływy z działalności operacyjnej	1,8	37,5	3,8	32,0	19,6	16,9	18,5	16,7	16,5	16,4	16,2	16,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0,2	5,5	-4,7	-4,6	-3,2	-3,3	-5,0	-3,3	-3,2	-3,2	-3,1	-3,1
Przepływy z działalności finansowej	-6,2	-5,0	-16,0	-22,9	-19,3	-13,9	-11,2	-11,1	-10,7	-10,5	-10,4	-10,3
Przepływy pieniężne netto	-4,6	38,0	-16,8	4,4	-2,8	-0,3	2,3	2,4	2,7	2,7	2,7	2,7
Środki pieniężne na początek okresu	23,3	18,7	56,7	39,9	44,3	41,5	41,1	43,5	45,8	48,5	51,2	53,9
Środki pieniężne na koniec okresu	18,7	56,7	39,9	44,3	41,5	41,1	43,5	45,8	48,5	51,2	53,9	56,6
Wskaźniki												
Przychody zmiana r/r	0%	82%	-1%	-6%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	-48%	158%	14%	-30%	-19%	-14%	0%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%
Zysk netto zmiana r/r	-60%	233%	48%	-28%	-28%	-16%	0%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%
Marża brutto na sprzedaży	11,7%	13,3%	13,5%	11,2%	10,0%	9,2%	9,2%	9,1%	9,0%	8,9%	8,9%	8,8%
Marża EBITDA	5,3%	7,5%	8,7%	6,5%	5,2%	4,4%	4,3%	4,3%	4,2%	4,1%	4,0%	4,0%
Marża EBIT	3,3%	6,6%	7,8%	5,5%	4,2%	3,4%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%	3,1%	3,0%
Marża netto	2,4%	4,3%	6,5%	5,0%	3,6%	3,0%	2,9%	2,8%	2,8%	2,8%	2,7%	2,7%
SG&A / przychody	8,2%	5,6%	5,4%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
ROE	8,7%	22,4%	28,1%	20,0%	14,5%	11,9%	11,6%	11,2%	10,9%	10,5%	10,2%	9,9%
ROA	3,6%	8,2%	11,9%	8,8%	6,4%	5,3%	5,2%	5,1%	5,0%	4,9%	4,8%	4,7%
Dług	8,6	6,2	5,2	3,7	2,2	1,1	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	10,2%	6,0%	4,3%	3,1%	1,9%	0,9%	0,5%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	11,3%	6,4%	4,5%	3,2%	1,9%	0,9%	0,5%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	11,3%	6,4%	4,5%	3,2%	1,9%	0,9%	0,5%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-10,1	-50,5	-34,7	-40,5	-39,2	-40,0	-42,9	-45,7	-48,5	-51,2	-53,9	-56,6
Dług netto / kapitał własny	-0,13	-0,52	-0,30	-0,34	-0,34	-0,34	-0,35	-0,36	-0,38	-0,39	-0,40	-0,41
Dług netto / EBITDA	-0,7	-1,3	-0,8	-1,3	-1,6	-1,9	-2,0	-2,2	-2,3	-2,5	-2,7	-2,8
EV	122,3	81,9	97,7	91,8	93,1	92,3	89,5	86,6	83,9	81,1	78,4	75,8
Dług / EV	7,1%	7,6%	5,4%	4,1%	2,4%	1,2%	0,7%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,4%	0,3%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
CAPEX / Amortyzacja	19,6%	33,8%	110,5%	100,8%	100,8%	100,8%	100,8%	100,8%	100,8%	100,8%	100,8%	100,8%
Zmiana KO / Przychody	4,5%	-2,6%	6,6%	-0,9%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	3701,6%	-5,8%	-580,7%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%
P/E*	20,1	6,0	4,1	5,6	7,8	9,4	9,4	9,4	9,5	9,5	9,6	9,7
P/BV*	1,7	1,4	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
EV/EBITDA*	8,3	2,1	2,3	3,0	3,8	4,4	4,3	4,2	4,1	4,0	3,9	3,8
EV/EBIT*	13,2	2,5	2,5	3,6	4,7	5,7	5,5	5,4	5,3	5,2	5,1	5,0
EV/S*	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
DPS	0,00	0,00	1,50	2,15	1,76	1,27	1,06	1,06	1,06	1,05	1,04	1,04
Payout ratio	0,0%	0,0%	68,1%	66,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 13,26 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](#)

Krzysztof Tkocz

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

Anna Tobiasz

Młodszy analityk rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: anna.tobiasz@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
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

*Material został opracowany przez Dom Maklerski BDM na zlecenie GPW w ramach Gieldowego 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 2Q'23*:

	Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'23*:		, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	10	63%	0	0%
Akumuluj	2	13%	0	0%
Trzymaj	4	25%	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: 2023-06-13

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-06-13 (08:30 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-06-13 (08:30 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 jakichkolwiek 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 portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową 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 cyklicznym 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 WPŁYWAĆ 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 2023-06-13:

- 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 *
- Nie 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.

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 zajść 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.