



Dom Maklerski BDM S.A.

## ELEKTROTIM

### RAPORT ANALITYCZNY

## KUPUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 17,1 PLN

10 PAŹDZIERNIK 2023, 11:20 CEST

Okres 2Q'23 był kolejnym kwartałem pozytywnego zaskoczenia wynikami ze strony Elektrotimu. Na konferencji wynikowej podkreślono także pozytywne perspektywy na kolejne kwartały, które implikują sezonową poprawę w 2H oraz wzrost wyników r/r w 2023. Sentyment do spółki popsuło złożenie wniosku o upadłość Zeusa. Zwracamy jednocześnie uwagę, że wartość tego podmiotu była już po 2Q'23 spisana do zera, a bieżąca ekspozycja finansowa Elektrotimu jest ograniczona do ok. 3-4 mln PLN. Okres okołowyborczy przekłada się na niską decyzyjność w rozstrzyganiu nowych przetargów publicznych, ale portfel spółki wypełnia obecnie już dużą część prognozowanych przychodów na 2024 roku. Z pozytywnych aspektów zwracamy uwagę na ogłoszenie we wrześniu przez SG przetargów na perymetrię na granicznych rzekach z Białorusią. Po wynikach 1H'23 podnosimy prognozy wyników ujęte w modelu (nasza poprzednia prognoza EBITDA'23 była po 1H'23 wykonana w 57%, a według zarządu kolejne kwartały powinny być ze względu na sezonowość lepsze). Obecną cenę docelową wyznaczamy na poziomie 17,1 PLN, co implikuje podtrzymanie zalecenie Kupuj.

Wyniki 2Q'23 podtrzymały trwający od roku pozytywny trend w wynikach spółki. W 2Q'23 Elektrotim odnotował 128 mln PLN przychodów oraz 11,2 mln PLN zysku netto, co jest najlepszym 2Q w historii spółki. Na koniec 2Q'23 spółka odnotowała jednocześnie (zgodnie z oczekiwaniami) wyraźne pogorszenie pozycji gotówkowej (istotny wzrost zapotrzebowanie na kapitał obrotowy, oczekujemy, że w 2H'23 sytuacja będzie stopniowo się poprawiać).

Po 2Q'23 backlog grupy wynosił 626 mln PLN, z tego ok połowa przypada wg nas do realizacji do realizacji jeszcze w 2023 roku. Celem zarządu po 1H'23 jest przynajmniej utrzymanie poziomu marż. Sezonowo zwracamy uwagę, że 2H zwykle jest mocniejszy niż początek roku, zdaniem zarządu nie ma przesłanek, by tradycyjna sezonowość nie była w tym roku zachowana. Obecnie zakładamy, że spółka w 2023 roku wypracuje 535 mln PLN przychodów, 50,5 mln PLN EBIT oraz 37,7 mln PLN zysku netto. Do 2024 podchodzimy bardziej konserwatywnie (spółka głównie realizuje kontrakty o terminie <18 m-cy, otoczenie konkurencyjne na przetargach 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.

Po finalizacji sprzedaży Procomu w 4Q'22 prowadzone były prace nad zbyciem spółki zależnej Zeus. Z ostatniego sprawozdania wynikało, że sytuacja jednostki jest trudna (jej wartość została spisana do 0,0 mln PLN). Finalnie zarząd Zeusa złożył wniosek o upadłość. Ekspozycja Elektrotimu to obecnie ok 3-4 mln PLN (udzielona pożyczka, gwarancje na kontraktach oraz zaliczka podwykonawcza). Elektrotim oczywiście nie pozyska też środków ze sprzedaży spółki (Zeus generował ok 30 mln PLN przychodów na zewnątrz, przy przyjęciu wyceny EV/Sales=0,2x, dawałoby to potencjalną wycenę spółki na ok. 5-7 mln PLN), ale odcina się od ryzyka dokładania środków do spółki w przyszłości (spółka od lat miała problem z rentownością, polegała też w ostatnim czasie w istotny sposób na zleceniach wewnątrz grupy). Nie dostrzegamy utraty większych kompetencji w ramach grupy. Elektrotim samodzielnie pozyskuje zlecenia bezpośrednio z sektora wojskowego.

Wycena DCF [PLN]	15,8
Wycena porównawcza [PLN]	20,2
Wycena końcowa [PLN]	17,1
Potencjał do wzrostu / spadku	16,2%
Koszt kapitału	15,4%

Cena rynkowa [PLN]	14,7
Kapitalizacja [mln PLN]	146,8
Ilość akcji [mln. szt.]	10,0

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	17,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	9,0

Stopa zwrotu za 3 mc	6,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	54,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	114,3%

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%

stopa zwrotu po uwzględnieniu dywidend

Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	276,8	277,2	505,6	535,0	501,3	486,2
EBITDA [mln PLN]	28,6	14,8	38,1	55,0	44,3	35,3
EBIT [mln PLN]	23,2	9,3	33,2	50,5	39,7	30,9
Wynik brutto [mln PLN]	21,6	7,6	30,4	47,7	41,1	31,6
Wynik netto [mln PLN]	16,6	6,6	22,0	37,7	33,3	25,6
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-10,9	-10,1	-50,5	-23,4	-36,9	-39,6
DPS [PLN/akcję]	0,00	0,00	0,00	1,50	2,49	2,50
P/BV	2,1	1,88	1,48	1,2	1,1	1,1
P/E	8,8	22,3	6,7	3,9	4,4	5,7
EV/EBITDA	4,7	9,3	2,5	2,2	2,5	3,0
EV/EBIT	5,9	14,8	2,9	2,4	2,8	3,5



**SPIS TREŚCI:**

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE .....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE .....	4
WYCENA DCF .....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA .....	6
WYNIKI ZA OSTATNIE OKRESY .....	7
WNIOSEK O UPADŁOŚĆ ZEUSA .....	9
PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY.....	10
DANE FINANSOWE .....	15

**WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE**

Wskaźniki rynkowe	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
P/E	8,8	22,3	6,7	3,9	4,4	5,7	6,6
P/BV	2,1	1,9	1,5	1,2	1,1	1,1	1,1
EV/EBITDA	4,7	9,3	2,5	2,2	2,5	3,0	3,4
EV/EBIT	5,9	14,8	2,9	2,4	2,8	3,5	4,0
EV/S	0,5	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
BVPS	7,0	7,6	9,8	12,1	12,9	13,0	13,3
EPS	1,7	0,7	2,2	3,8	3,3	2,6	2,2
DPS (w danym roku)	0,0	0,0	0,0	1,5	2,5	2,5	1,9
Payout ratio	0,0	0,0	0,0	0,7	0,7	0,8	0,8

Wyniki roczne [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody</b>	<b>276,8</b>	<b>277,2</b>	<b>505,6</b>	<b>535,0</b>	<b>501,3</b>	<b>486,2</b>	<b>500,8</b>
Instalacje	100,8	142,9	303,5	230,0	206,3	200,1	206,1
Sieci	135,6	99,8	158,9	305,0	295,0	286,2	294,7
Automatyka	40,3	34,5	42,3	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>38,7</b>	<b>32,5</b>	<b>67,5</b>	<b>81,6</b>	<b>66,9</b>	<b>57,6</b>	<b>54,3</b>
Instalacje	7,6	12,5	47,9	34,1	26,8	23,0	21,6
Sieci	22,5	13,7	13,5	47,5	40,1	34,6	32,7
Automatyka	8,6	6,3	6,1	0,0	0,0	0,0	0,0
SG&A	23,8	22,6	28,1	27,1	27,2	26,4	27,2
PPO/PKO	8,3	-0,6	-6,2	-3,9	0,0	-0,2	-0,3
<b>EBITDA</b>	<b>28,6</b>	<b>14,8</b>	<b>38,1</b>	<b>55,0</b>	<b>44,3</b>	<b>35,3</b>	<b>31,4</b>
EBIT	23,2	9,3	33,2	50,5	39,7	30,9	26,9
Zysk brutto	21,6	7,6	30,4	47,7	41,1	31,6	27,6
<b>Zysk netto</b>	<b>16,6</b>	<b>6,6</b>	<b>22,0</b>	<b>37,7</b>	<b>33,3</b>	<b>25,6</b>	<b>22,4</b>
<b>Dług netto</b>	<b>-10,9</b>	<b>-10,1</b>	<b>-50,5</b>	<b>-23,4</b>	<b>-36,9</b>	<b>-39,6</b>	<b>-40,2</b>

Wskaźniki	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	7%	0%	82%	6%	-6%	-3%	3%
EBITDA zmiana r/r	---	-48%	158%	44%	-20%	-20%	-11%
Zysk netto zmiana r/r	---	-60%	233%	71%	-12%	-23%	-13%
Marża brutto na sprzedaży	14,0%	11,7%	13,3%	15,2%	13,3%	11,8%	10,8%
Marża EBITDA	10,3%	5,3%	7,5%	10,3%	8,8%	7,3%	6,3%
Marża netto	6,0%	2,4%	4,3%	7,0%	6,6%	5,3%	4,5%
ROE	23,9%	8,7%	22,4%	31,2%	25,8%	19,7%	16,8%
ROA	9,1%	3,6%	8,2%	15,2%	13,4%	10,4%	8,9%

Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>44,5</b>	<b>39,2</b>	<b>57,1</b>	<b>28,7</b>	<b>29,0</b>	<b>29,3</b>	<b>29,6</b>
WNiP	10,7	10,0	6,5	6,6	6,7	7,0	7,2
Rzeczowe aktywa trwałe	21,6	18,8	12,4	12,9	13,2	13,2	13,2
Pozostałe aktywa trwałe	12,3	10,3	38,1	9,1	9,1	9,1	9,1
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>138,0</b>	<b>141,7</b>	<b>211,2</b>	<b>219,8</b>	<b>219,7</b>	<b>215,6</b>	<b>220,3</b>
Zapasy	4,3	3,7	3,4	3,6	3,3	3,2	3,3
Należności krótkoterminowe	110,4	119,3	151,2	187,6	175,8	170,5	175,6
Środki pieniężne	23,3	18,7	56,7	28,7	40,6	41,8	41,3
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Aktywa razem</b>	<b>182,5</b>	<b>180,8</b>	<b>268,3</b>	<b>248,5</b>	<b>248,8</b>	<b>244,9</b>	<b>249,8</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>69,5</b>	<b>76,2</b>	<b>98,1</b>	<b>120,8</b>	<b>129,2</b>	<b>129,8</b>	<b>133,0</b>
Udziały mniejszości	1,8	1,8	1,1	0,8	0,8	0,8	0,8
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>111,3</b>	<b>102,9</b>	<b>169,2</b>	<b>126,9</b>	<b>118,8</b>	<b>114,3</b>	<b>116,1</b>
Rezerwy na zobowiązania	17,1	13,6	21,6	16,5	16,5	16,5	16,5
Oprocentowane zobowiązania	12,4	8,6	6,2	5,2	3,7	2,2	1,1
Zobowiązania pozostałe	81,8	80,6	141,4	105,2	98,5	95,6	98,4
<b>Pasywa razem</b>	<b>182,5</b>	<b>180,8</b>	<b>268,3</b>	<b>248,5</b>	<b>248,8</b>	<b>244,9</b>	<b>249,8</b>
<b>Dług netto</b>	<b>-10,9</b>	<b>-10,1</b>	<b>-50,5</b>	<b>-23,4</b>	<b>-36,9</b>	<b>-39,6</b>	<b>-40,2</b>
Dług netto / Kapitał własny	-0,2	-0,1	-0,5	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Dług netto / EBITDA	-0,4	-0,7	-1,3	-0,4	-0,8	-1,1	-1,3

Rachunek przepływu [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
CFO	34,4	1,8	37,5	-7,4	43,1	31,5	23,5
CFI	6,6	-0,2	5,5	-4,7	-4,8	-3,4	-3,4
CCF	-22,6	-6,2	-5,0	-16,0	-26,4	-26,7	-20,4
- w tym dywidenda	0,0	0,0	0,0	15,0	24,9	24,9	19,2
Przepływy pieniężne netto	18,4	-4,6	38,0	-28,1	11,9	1,4	-0,3
CAPEX / Amortyzacja	14%	20%	34%	113%	108%	103%	100%

**ELEKTROTIM**

<b>Rekomendacja</b>	<b>Kupuj</b>	<b>www:</b>	<a href="http://www.elektrotim.pl">www.elektrotim.pl</a>
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>17,1</b>		
<b>Potencjał</b>	<b>16,2%</b>	<b>daty najbliższych raportów:</b>	
Cena rynkowa [PLN]	14,70	3Q'23:	22 lis
Ilość akcji [mln. szt.]	10,0	4Q'23:	b.d.
Kapitalizacja [mln PLN]	146,8		

Wyniki Q [mln PLN]	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23P
<b>Przychody</b>	<b>76,5</b>	<b>143,0</b>	<b>233,7</b>	<b>97,5</b>	<b>128,3</b>	<b>145,0</b>
Instalacje	30,4	80,9	170,3	59,9	39,4	50,0
Sieci	33,8	48,9	56,4	37,6	89,0	95,0
Automatyka	12,3	13,1	6,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>4,8</b>	<b>21,5</b>	<b>40,5</b>	<b>14,7</b>	<b>20,3</b>	<b>23,7</b>
Instalacje	0,6	13,2	35,0	9,5	5,0	7,5
Sieci	3,2	6,2	3,9	5,2	15,3	16,2
Automatyka	0,9	2,1	1,6	0,0	0,0	0,0
SG&A	6,6	6,1	9,8	5,7	5,5	6,0
PPO/PKO	1,2	-2,5	-5,4	-1,5	0,0	-2,5
<b>EBITDA</b>	<b>0,8</b>	<b>13,9</b>	<b>26,6</b>	<b>8,6</b>	<b>15,9</b>	<b>16,3</b>
EBIT	-0,6	12,9	25,3	7,5	14,8	15,2
Zysk brutto	-0,3	13,5	22,0	7,9	14,2	13,4
<b>Zysk netto</b>	<b>0,7</b>	<b>11,1</b>	<b>15,6</b>	<b>5,8</b>	<b>11,2</b>	<b>10,9</b>
<b>Dług netto</b>	<b>-18,4</b>	<b>-26,6</b>	<b>-50,5</b>	<b>-59,7</b>	<b>16,7</b>	<b>17,8</b>

Wskaźniki	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23P
Przychody zmiana r/r	-1,6%	152,2%	158,2%	86,1%	67,8%	1,4%
EBITDA zmiana r/r	-86,2%	239,3%	499,0%	---	2002,8%	18,0%
Zysk netto zmiana r/r	-77,9%	490,5%	402,0%	---	1537,5%	-2,1%
Marża brutto na sprzedaży	6,3%	15,1%	17,3%	15,1%	15,8%	16,3%
Marża EBITDA	1,0%	9,7%	11,4%	8,9%	12,4%	11,3%
Marża netto	0,9%	7,8%	6,7%	5,9%	8,7%	7,5%

Wskaźniki II	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
EPS, Adj+	0,66	2,20	3,77	3,33	2,56	2,24
Revenue	277,2	505,6	535,0	501,3	486,2	500,8
Gross Margin %	11,7%	13,3%	15,2%	13,3%	11,8%	10,8%
EBIT	9,3	33,2	50,5	39,7	30,9	26,9
EBITDA	14,8	38,1	55,0	44,3	35,3	31,4
Net Income Adj+	6,6	22,0	37,7	33,3	25,6	22,4
Net Debt	-10,1	-50,5	-23,4	-36,9	-39,6	-40,2
BPS	7,63	9,82	12,10	12,94	13,00	13,32
DPS	0,00	0,00	1,50	2,49	2,50	1,92
Return on Equity %	8,7%	22,4%	31,2%	25,8%	19,7%	16,8%
Return on Assets %	3,6%	8,2%	15,2%	13,4%	10,4%	8,9%
Depreciation	4,8	4,7	4,2	4,2	4,2	4,2
Amortization	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
Free Cash Flow	1,6	43,0	-12,1	38,3	28,1	20,1
CAPEX	1,1	1,7	5,0	4,8	4,5	4,5

**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
- potencjalna podaż akcji ze strony głównych akcjonariuszy
- 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 20,2 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2023-2032 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 15,8 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 17,1 PLN.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	15,8
Wycena metodą porównawczą, w tym:	30%	20,2
<b>Wycena 1 akcji Elektrotim [PLN]</b>		<b>17,1</b>

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 (9,5%, poprzednio 6,5% - wzrost wynika ze zmiany metodologii i uwzględniania także wymaganej premii za płynność obrotu) oraz współczynnika beta = 1,0.

### Główne założenia modelu:

- W 2023 roku spodziewamy się skonsolidowanych przychodów grupy na poziomie ok 535 mln PLN. W kolejnych latach zakładamy ustabilizowanie się sprzedaży w okolicy 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 wyższa *r/r* (efekt m.in. dobrych kontraktów pozyskanych w 2022 roku i spadku presji kosztowej). Konserwatywnie zakładamy, że w 2024 roku spadnie do ok 13%, do 12% w 2025 i 10% w średnim/długim terminie. 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).
- 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 (zakładamy, że z końcem 2023 przestanie konsolidowany być Zeus ze względu na proces upadłościowy).
- 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 157 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 15,8 PLN.

**Model DCF**

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	535,0	501,3	486,2	500,8	510,8	521,0	530,4	538,3	545,3	550,8
EBIT [mln PLN]	50,5	39,7	30,9	26,9	24,8	22,7	23,2	23,5	23,8	24,0
Stopa podatkowa	21,5%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	10,9	7,5	5,9	5,1	4,7	4,3	4,4	4,5	4,5	4,6
NOPLAT [mln PLN]	39,6	32,1	25,1	21,8	20,1	18,4	18,8	19,0	19,3	19,5
Amortyzacja [mln PLN]	4,4	4,4	4,4	4,5	4,6	4,6	4,6	4,7	4,7	4,7
CAPEX [mln PLN]	-5,0	-4,8	-4,5	-4,5	-4,6	-4,7	-4,7	-4,7	-4,8	-4,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-56,2	5,8	2,6	-2,5	-1,7	-1,7	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9
FCF [mln PLN]	-17,2	37,5	27,5	19,3	18,4	16,6	17,1	17,6	18,0	18,5
DFCF [mln PLN]	-16,6	31,5	20,0	12,1	10,0	7,9	7,0	6,2	5,5	4,9
Suma DFCF [mln PLN]	88,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	129,2	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	34,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	122,8									
Dług netto 2022 [mln PLN]	-50,5									
Dywidenda 2023 [mln PLN]	15,0									
Udział mniejszości [mln PLN]	1,1									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>157,3</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	10,0									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>15,8</b>									

Przychody zmiana r/r	5,8%	-6,3%	-3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	1,8%	1,5%	1,3%	1,0%
EBIT zmiana r/r	52,2%	-21,5%	-22,0%	-13,2%	-7,5%	-8,5%	1,8%	1,5%	1,3%	1,0%
FCF zmiana r/r	---	---	-26,7%	-29,9%	-4,6%	-9,6%	2,8%	3,0%	2,3%	2,5%
Marża EBITDA	10,3%	8,8%	7,3%	6,3%	5,8%	5,3%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
Marża EBIT	9,4%	7,9%	6,4%	5,4%	4,9%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
Marża NOPLAT	7,4%	6,4%	5,2%	4,3%	3,9%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
CAPEX / Przychody	0,9%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
CAPEX / Amortyzacja	113,0%	108,5%	102,7%	99,6%	100,4%	100,9%	101,3%	101,5%	101,7%	101,8%
Zmiana KO / Przychody	10,5%	-1,1%	-0,5%	0,5%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	191,3%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%

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	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%
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	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%
Udział kapitału własnego	97,9%	98,5%	99,1%	99,6%	99,8%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,9%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Udział kapitału obcego	2,1%	1,5%	0,9%	0,4%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	15,3%	15,4%	15,4%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%

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%	0,00%			1,00%	2,00%	0,9		1,0	1,1	
	0,8	17,2	17,6	18,0	7,5%	17,3	17,7	18,1	7,5%	18,6	17,7	16,9		
beta	0,9	16,3	16,6	17,0	8,5%	16,3	16,7	17,0	8,5%	17,5	16,7	15,9		
	1,0	15,5	15,8	16,0	Premia za ryzyko	9,5%	15,5	15,8	16,0	Premia za ryzyko	9,5%	16,6	15,8	15,0
	1,1	14,8	15,0	15,2	10,5%	14,8	15,0	15,2	10,5%	15,8	15,0	14,2		
	1,2	14,2	14,3	14,5	11,5%	14,1	14,3	14,5	11,5%	15,1	14,3	13,6		

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

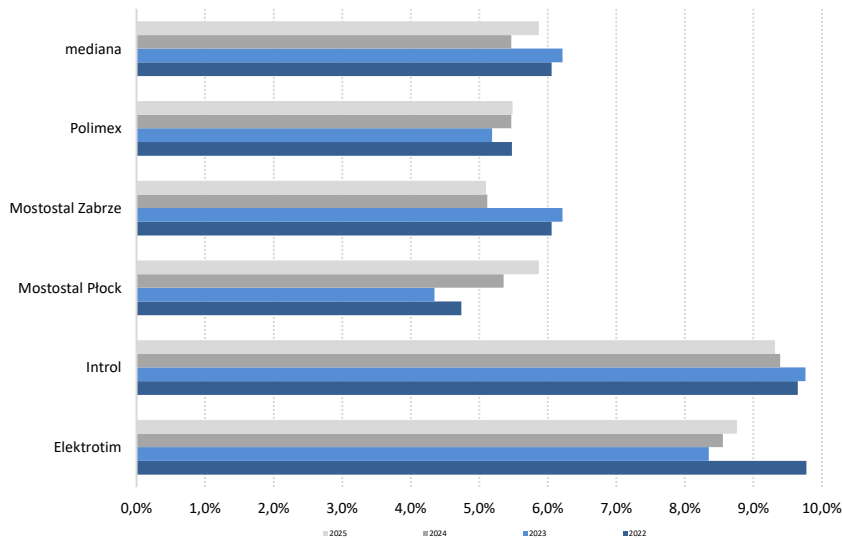
Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych operujących w segmencie instalacyjnym i energetycznym. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 30% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (20% wagi dla 2023 roku oraz po 40% dla poszczególnych lat 2024-25). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie czyli 20,2 PLN/akcję.

### Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Introl	6,2	6,2	6,1	4,0	3,9	3,7
Mostostal Płock	13,6	8,8	7,5	3,2	2,2	1,7
Mostostal Zabrze	5,0	11,4	11,4	1,7	3,0	2,9
Polimex	10,9	7,4	7,5	3,2	2,5	1,9
<b>Mediana</b>	<b>8,6</b>	<b>8,1</b>	<b>7,5</b>	<b>3,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>
Elektrotim	3,9	4,4	5,7	2,2	2,5	3,0
Premia/dyskonto do spółki	-54,5%	-45,4%	-23,5%	-30,0%	-11,1%	26,4%
Wycena wg wskaźnika	32,34	26,91	19,22	20,00	16,07	12,46
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>24,9</b>			<b>15,4</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>20,2</b>					

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'2023 [mln PLN]

	2Q'22	2Q'23	zmiana r/r	2Q'23P BDM	odchyl.	1H'22	1H'23	zmiana r/r
<b>Przychody</b>	<b>76,5</b>	<b>128,3</b>	<b>67,8%</b>	<b>95,0</b>	<b>35,1%</b>	<b>128,9</b>	<b>225,8</b>	<b>75,2%</b>
Zysk brutto ze sprzedaży	4,8	20,3	322,6%	13,1	54,8%	5,5	34,9	538,3%
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>-1,8</b>	<b>14,7</b>	<b>---</b>	<b>6,1</b>	<b>141,4%</b>	<b>-6,7</b>	<b>23,7</b>	<b>---</b>
PPO/PKO	1,2	0,0	---	-1,0	---	1,7	-1,4	---
<b>EBITDA</b>	<b>0,8</b>	<b>15,9</b>	<b>&gt;2000%</b>	<b>6,3</b>	<b>152,3%</b>	<b>-2,3</b>	<b>24,5</b>	<b>---</b>
EBIT	-0,6	14,8	---	5,1	189,7%	-5,0	22,3	---
Zysk brutto	-0,3	14,2	---	5,6	153,6%	-5,1	22,1	---
<b>Zysk netto</b>	<b>0,7</b>	<b>11,2</b>	<b>&gt;1500%</b>	<b>4,6</b>	<b>143,1%</b>	<b>-4,7</b>	<b>16,9</b>	<b>---</b>
Marża brutto ze sprzedaży	6,3%	15,8%		13,8%		4,2%	15,5%	
Marża EBITDA	1,0%	12,4%		6,6%		-1,8%	10,9%	
Marża EBIT	-0,8%	11,5%		5,4%		-3,9%	9,9%	
Marża zysku netto	0,9%	8,7%		4,8%		-3,7%	7,5%	

Źródło: BDM S.A., spółka

- Przychody w 2Q'23 wyniosły 128,3 mln PLN (+68% r/r), powyżej naszych oczekiwań. Pozytywnie zaskoczył segment Sieci, który wypracował 89 mln PLN przychodów (+164% r/r). Segment Instalacje miał 39 mln PLN przychodów (+29% r/r, -34% q/q).
- Segment Instalacje na poziomie jednostkowym (tu ujmowany jest kontrakt na granicy z Białorusią) miał 33 mln PLN przychodów (vs 54 mln PLN w 1Q'23). Po 1Q'23 pozostawało jeszcze ok 44 mln PLN przychodów z kontraktu na granicy do rozpoznania w 2023. Wstępnie oceniamy, że po 2Q'23 została już tylko niewielka część tej wartości (trudno to jednak nam jednoznacznie obecnie stwierdzić). Na początku sierpnia spółka podpisywała aneks na roboty dodatkowe.
- Rentowność brutto ze sprzedaży (15,8%) wyraźnie wyższa r/r i powyżej naszych założeń.
- Koszty SG&A niższe r/r.
- Wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej neutralny w 2Q'23
- EBITDA w 2Q'23 wyniosła 15,9 mln PLN (vs 0,8 mln PLN rok temu). Wynik wyraźnie lepszy od naszych założeń (spodziewaliśmy się 6,3 mln PLN), pochodna wysokiej dźwigni przy przychodach wyższych od założeń.
- Saldo finansowe z lekko ujemnym wpływem na poziomie -0,6 mln PLN.
- Zysk netto w 2Q'23 na poziomie 11,2 mln PLN (efektywna stopa podatku na poziomie 23%), zakładaliśmy 4,6 mln PLN.
- Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły -76 mln PLN w 2Q'23 (duży przyrost kapitału obrotowego).
- Spółka wcześniej już sygnalizowała, że 2Q'23 i początek 3Q'23 mogą być wymagające gotówkowo (m.in. kontrakty kolejowe, przesunięcia w rozliczeniu granicy – w sierpniu podpisano aneks).
- Na koniec okresu spółka miała 17 mln PLN długu netto. Dywidenda została wypłacona dopiero w lipcu.
- Backlog: 626 mln PLN (vs 618 mln PLN po 1Q'23 i 648 mln PLN rok temu).
- Spółka w raporcie sygnalizowała już trudną sytuację w Zeusie (spółka została zasilona przez 2,5 mln PLN pożyczki, na poziomie jednostkowym odpisano 100% wartości akcji Zeusa (1,9 mln PLN)).

Podsumowując, wyniki spółki za 2Q'23 były wyraźnie powyżej naszych prognoz. Główna w tym zasługa wysokiego poziomu przychodów w segmencie Sieci oraz wysokich marż. Na koniec 2Q'23 spółka odnotowała jednocześnie wyraźne pogorszenie pozycji gotówkowej (istotny wzrost zapotrzebowanie na kapitał obrotowy). Mimo dużej sprzedaży w 2Q'23 i ograniczonej już wielkości kontraktu na granicy z Białorusią, portfel zleceń był minimalnie większy niż po 1Q'23.

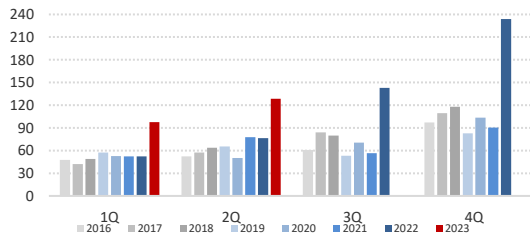
### Podsumowanie konferencji wynikowej po 2Q'23 (21/09/2023)

- 2023:** zarząd patrzy z optymizmem na 2H'23; wyniki 2023 powinny być lepsze r/r; spółka podtrzymuje schemat sezonowości w całym roku; spółka widzi potencjał utrzymania marży brutto ze sprzedaży w 2H'23
- 2024:** spółka oczekuje wzrostu
- Perymetria:** obecna wartość kontraktu to 280 mln PLN; 13 mln PLN przychodów rozpoznano w 2Q'23, wg zarządu pozostało w przychodach do rozpoznania 12 mln PLN w 3Q'23 i 14-15 mln PLN w 4Q'23; kontrakt jest na średnio-niskich marżach, w należnościach na koniec 2Q'23 ujęte było 30 mln PLN, gotówkowo w 3Q'23 zostanie rozliczone 30 mln PLN (efekt aneksu), pozostanie ok 14 mln PLN do rozliczenia w 4Q'23
- Przetargi na perymetrię na Bugu i Świsłoczy:** spółka bierze w nich udział; są 2-stopniowe, więc nie należy spodziewać się szybkich rozstrzygnięć (pod koniec września złożenie dokumentów w prekwifikacjach); formuła projektu i buduj
- Portfel:** na najbliższe 3-4 kwartały spółka czuje się bardzo dobrze przygotowana, zarząd obecnie pracuje nad uzupełnieniem portfela na 2H'24 oraz zbudowaniem portfela na 2025, wyraźniejsze efekty mogą pojawić się bardziej w wyborach (może być obecnie ok 1-2 kwartały zawieszenia w decyzyjności); zarząd ma apetyt na dalszy wzrost, ale tempo może być wolniejsze (w krótkim terminie efekt wyborów, w

dłuższym ograniczeniem jest zapotrzebowanie na kapitał obrotowy); najbardziej rentowne są mniejsze kontrakty (bardziej techniczne niż budowlane); mniejszy udział kontraktu na perymetrię oznacza poprawę rentowności całego portfela

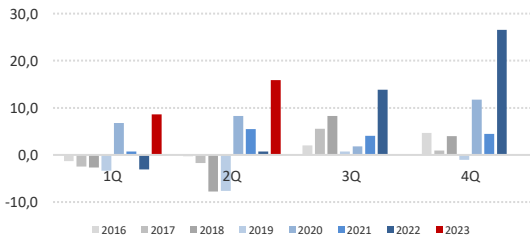
- **Rynek:** stabilizacja cen materiałów; widać brak środków z KPO (stagnacja w pionie utrzymania); mniejsze inwestycje w przemyśle (powiązane ze spowolnieniem w DE i PL); zawieszenie decyzyjności w energetyce przed wyborami
- **PKP Energetyka:** projekty stałoprądowe (PKP Energetyka) są realizowane zgodnie z założeniami, prace powinny zakończyć się w X/XI'23, ich finalizacja będzie podstawą do oceny ofertowania na kolejne okresy
- **Pozycja gotówkowa:** limity kredytowe 79 mln PLN na koniec sierpnia (wykorzystane 27 mln PLN); szczyt zapotrzebowania na kapitał obrotowy był w sierpniu (wejście do realizacji nowych kontraktów), przy czym na koniec 3Q'23 dług netto nie musi być mniejszy niż na koniec 2Q'23; 4Q'23 cash flow powinien być pozytywny, jednak ważyć mogą kontrakty trakcyjne; zarząd zakłada gotówkę netto na koniec roku (przy założeniu, że nie opóźnią się odbiory, płatności ze strony PKP Energetyka); spadek zobowiązań handlowych efektem normalizacji cyklu ich rotacji (wcześniej był zawyżony przez dostawy pod perymetrię)
- **Ukraina:** na razie brak systemowego krajowego wsparcia; pojawiają się już firmy z DE i FR
- **Opcje strategiczne:** kontynuacja procesu, Zues jest aktywem na sprzedaż (spółka nie chce komentować procesu ze względu na umowy poufności, prowadzony jest kolejny program naprawczy, celem jest zbycie podmiotu); Ostoya zostaje w grupie

Przychody [mln PLN]



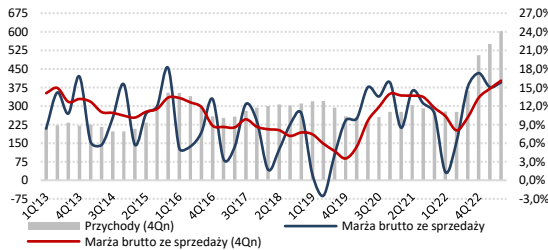
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA [mln PLN]



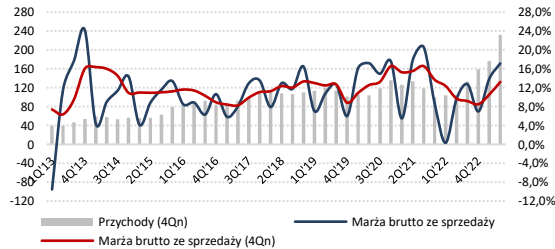
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody oraz marża brutto ze sprzedaży (narastająco 4Q)



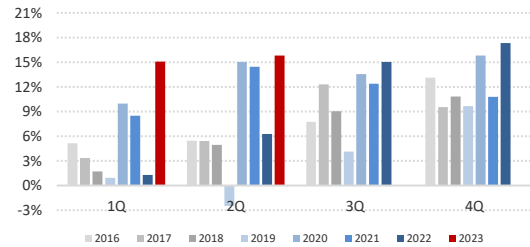
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



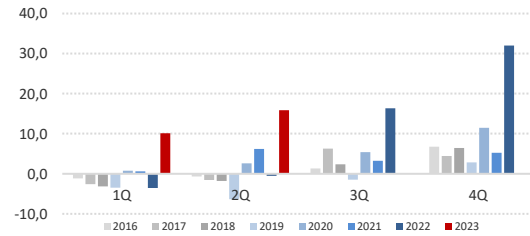
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży



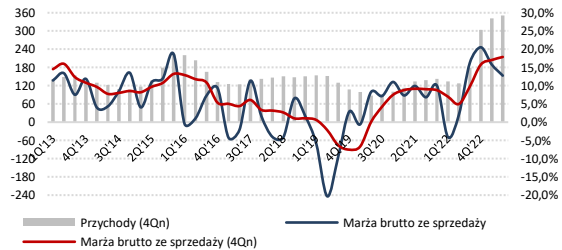
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



## WNIOSEK O UPADŁOŚĆ ZEUSA

W końcówce września Elektrotim poinformował, że spółka zależna Zeus (Elektrotim posiada 88,1% akcji) złożyła wniosek o upadłość. Jak podano w komunikacie sytuacja płynnościowa spółki zależnej od dłuższego czasu była trudna i była podstawą decyzji zarządu Zeusa. Wcześniej prowadzono działania mające na celu zbycie spółki.

### Historia, profil działalności i portfel

- Spółka Zeus powstała w 1991 rok. Jej siedziba znajduje się w Pruszczu Gdańskim (działalność skupia się głównie na północnej i centralnej Polsce). Spółka posiada m.in. certyfikat AQAP110 (NATO) oraz poświadczenie bezpieczeństwa do klauzuli „tajne”. Elektrotim nabył jej akcje w 2012 roku. Na koniec 2022 roku spółka zatrudniała 98 osób (73 w pionie realizacji).
- Oferta Zeusa skupia się na dwóch obszarach: systemy bezpieczeństwa technicznego (26% w 2022 roku) oraz instalacje i sieci elektryczne (63%). W 2022 roku 71% przychodów stanowiły realizacje, gdzie końcowym klientem było wojsko.
- Portfel Zeusa na koniec 2022 roku wynosił 39,6 mln PLN. W 2022 roku spółka zrealizowała przychody wewnętrzne dla Elektrotimu na poziomie 9,2 mln PLN (27%, Elektrotim był głównym odbiorcą, wśród innych istotnych kontrahentów w 2022 roku były podmioty takie jak AMW Sinevia, MON, Procad, Torpol, Budimex, NDI).
- Ostatnie istotne umowy, o których informował Zeus to: i) umowa podwykonawcza z lipca 2022 dla Budimexu o wartości 23 mln PLN netto (prace elektryczne i teletechniczne w budynkach wojskowych w Siedlcach do 2024 roku), ii) umowa w konsorcjum z marca 2023 dla RZi Gdynia (budynki w Porcie Wojennym Gdynia za ok 32 mln PLN, w tym 15 mln PLN dla Zeusa), iii) umowy podwykonawcze dla Elektrotimu z 2022 roku: a) roboty montażowe przy perymetrii na granicy z Białorusią za 8,6 mln PLN netto do marca 2023, b) roboty przy modernizacji JW Opole za 8,7 mln PLN do lipca 2023.

### Przegląd opcji strategicznych

- Od dłuższego czasu Elektrotim prowadzi proces przeglądu opcji strategicznych dla spółek zależnych. Po sprzedaży spółki Procom w końcówce 2022 roku, działania skupiły się na Zeusie, którego podjęto próbę sprzedaży.
- Spółka od sprawozdania za 2022 rok była wykazywana jako aktywne przeznaczone do sprzedaży. Na konferencji wynikowej po 4Q'22 zarząd Elektrotimu informował, że spółka dysponuje dokładnie tymi samymi certyfikatami co Zeus i działa na tym samym rynku, stąd decyzja o wystawieniu na sprzedaż jednostki zależnej.
- W trakcie ostatniej konferencji wynikowej we wrześniu zarząd Elektrotimu informował, że Zeus pozostaje aktywem na sprzedaż. Zarząd nie chciał komentować procesu ze względu na umowy poufności. Podano, że prowadzony jest kolejny program naprawczy. W sprawozdaniu zarządu podkreślono, że pomimo udzielonej przez Elektrotim pożyczki Zeus jest „w trudnej i pogarszającej się sytuacji finansowej i płynnościowej”.

### Wyniki, wartość i ekspozycja bilansowa,

- W 1H'23 Zeus miał 12,1 mln PLN przychodów oraz -3,1 mln PLN straty netto. W latach 2021-22 spółka notowała stratę netto na koniec roku. W 2021 roku miało miejsce podwyższenie kapitału o 1,2 mln PLN.
- Na koniec 2Q'23 wartość akcji Zeusa w bilansie jednostkowym Elektrotimu wynosiła 0,0 mln PLN. Odpisów dokonano w 2021 roku – 2,2 mln PLN, w 2022 roku – 4,0 mln PLN oraz w 1H'23 – 1,9 mln PLN.
- Kapitał własny Zeusa na koniec 2022 roku wynosił 3,1 mln PLN netto. Strata netto za 1H'23 wyzerowała ten poziom. Na koniec 2Q'23 udzielona była pożyczka z Elektrotimu do Zeusa na kwotę 2,5 mln PLN brutto (1,9 mln PLN netto - objęta była odpisem w wysokości 0,6 mln PLN).
- Łączne aktywa przeznaczone do sprzedaży (tak wykazywany jest od końca 2022 roku Zeus w sprawozdaniu skonsolidowanym) w bilansie Elektrotimu na koniec 2Q'23 wynosiły 24,6 mln PLN (z tego ponad ¾ stanowiły należności i aktywa z tytułu umów), a zobowiązania stanowiły 19,1 mln PLN (zobowiązania handlowe, podatkowe, rezerwy i 0,5 mln PLN leasingu).
- W 1H'23 Zeus korzystał z dwóch gwarancji poręczonych przez Elektrotim: i) z tytułu usunięcia wad i usterek na kwotę 0,26 mln PLN (ważna do 2025 roku), ii) z tytułu należytego wykonania umowy na kwotę 0,35 mln PLN (ważna do 2024 roku). Ponadto w ramach warunków umownych dotyczących realizowanego na rzecz Elektrotimu kontraktu Zeus miał nierozliczoną zaliczkę w kwocie 0,91 mln PLN.

### Wyniki spółki Zeus [mln PLN]

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1H'22	1H'23
Przychody netto ze sprzedaży	32,7	34,2	44,2	35,3	36,7	33,2	42,2	12,3	12,2
Zysk brutto ze sprzedaży	4,3	3,6	3,5	1,1	4,3	1,4	2,7	---	---
SG&A	3,2	2,8	3,1	3,3	3,5	3,8	3,7	---	---
Wynik na sprzedaży	1,1	0,8	0,5	-2,3	0,9	-2,4	-1,0	---	---
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	0,1	-0,9	-0,3	-0,5	0,8	0,3	0,2	---	---
EBITDA	1,7	0,3	0,5	-2,4	2,1	-1,6	-0,1	---	---
EBIT	1,3	-0,1	0,1	-2,8	1,7	-2,1	-0,8	-1,6	-3,2
Saldo działalności finansowej	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	---	---
Wynik brutto	1,2	0,0	0,1	-2,9	1,4	-2,3	-0,9	-1,7	-3,4
<b>Wynik netto</b>	<b>1,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>-2,5</b>	<b>1,0</b>	<b>-1,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>-3,1</b>
Kapitał własny	7,1	6,1	6,1	3,5	4,5	4,0	3,1	2,3*	0,0*
Dług netto	-8,8	0,4	-0,9	3,6	2,1	-2,1	-1,2	b.d.	2,9*
Dywidenda	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Źródło: BDM S.A., KRS, Elektrotim, \*dane szacunkowe (wartość długu netto oszacowana na bazie aktywów/zobowiązań ujętych jako przeznaczone do sprzedaży oraz pożyczki udzielonej przez Elektrotim na poziomie 2,5 mln PLN brutto na koniec 2Q'23; wartość kapitału własnego = KW'22 pomniejszony o stratę netto za 1H'23)

## PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

### Portfel zleceń spółki

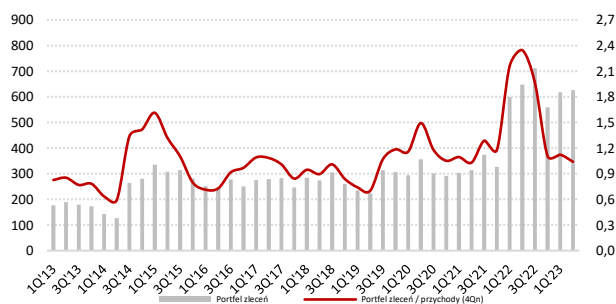
Wartość portfela zleceń grupy Elektrotim po 2Q'23 wynosiła 626 mln PLN. Backlog wzrósł o ok 9 mln PLN q/q

#### Istotne kontrakty podpisane od początku 2019 roku

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]	Koniec
<b>2022</b>				
2023-10-05	Stołeczny Zarząd Infrast.	Rozbudowa systemu alarmowego w kompleksie wojskowym K-0596 Goławice	4	2025-03
2023-08-07	Stołeczny Zarząd Infrast.	Wymiana ogrodzenia w kompleksie wojskowym nr K-0596 Goławice	11	2025-01
2023-06-05	PGE Dystrybucja	Budowy stacji 110 kV Krasnosielc wraz z linią zasilającą 110 kV	22	2024-12
2023-05-19	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 Zdruńska Wola Karsznice	54	2023-07
<b>2023</b>				
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	2023-12*
<b>2021</b>				
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
<b>2020</b>				
2020-07-29	Enea Operator (Szczecin)	Modernizacja stacji 110/SN kV Reclaw, Gryfice i Gumieńce	27	2022-07
<b>2019</b>				
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

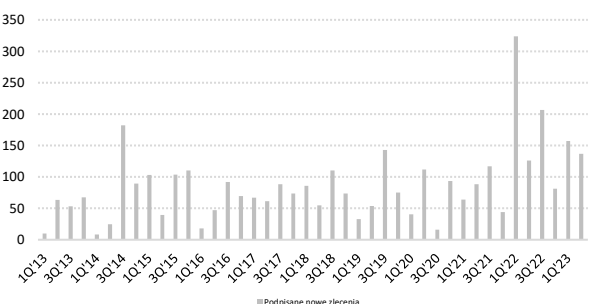
Źródło: BDM S.A., spółka, pierwotnie \*120 dni od zakończenia robót budowlanych (wrzesień 2022) – kontrakt nadal w realizacji

#### 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

### Kontrakt na perymetrię na granicy z Białorusią

Kluczowym kontraktem dla spółki w ostatnich kwartałach była pozyskana w marcu'22 umowa na zaprojektowanie i wybudowanie bariery elektronicznej na granicy polsko-białoruskiej (202 km) o wartości 279 mln PLN. Bariera elektroniczna to m.in. kamery, czujniki ruchu, kable detekcyjne, transmisyjne i zasilające oraz centrum nadzoru. Na stronie [gov.pl](http://gov.pl) dostępna jest szeroka wersja umowy (wraz z aneksami). Według informacji z [6czerwca](http://6czerwca) przez wiceministra MSWiA zapora perymetryczna działała już na całej granicy polsko-białoruskiej. Ostatni aneks z sierpnia'23 zmienił m.in. sposób rozliczenia zaliczki (obecnie jedynie rozliczenie 5% wartości kontraktu pozostawiono na jego koniec), uregulował kwestię skompensowania wartości prac dodatkowych (zaimplementowanie dodatkowych funkcjonalności) i kar za opóźnienie (kwota 1,0 mln PLN), wydłużył termin realizacji (wg aneksu 327 dni po zakończeniu prac budowlanych na barierze fizycznej, wg informacji z ostatniej telekonferencji wynikowej przychody z kontraktu będą jeszcze rozpoznawane w 4Q'23).

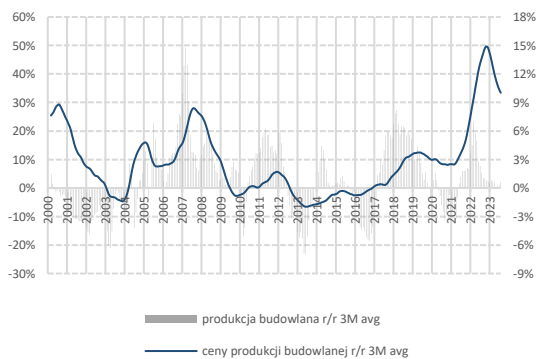
### Potencjalne kolejne odcinki perymetrii

Zapowiedzi przetargów na perymetrię na rzekach Bug i Świsłocz na granicy z Białorusią pojawiły się już w końcu 2022 roku. Przetargi ogłoszono ostatecznie we wrześniu 2023 (Bug - [link](#) i Świsłocz - [link](#)). Odcinki mają mieć odpowiednio ok. 172 km i 40 km długości. Zadania mają mieć charakter projektu i buduj z okresem realizacji 18 miesięcy. Termin składania ofert lub wniosków o dopuszczenie do udziału w postępowaniu wyznaczono na 26 września. Według zapowiedzi MSWiA przetargi mają być rozstrzygnięte w 4Q'23 ([link](#)). Wstępnie spodziewamy się, że wartość umów w przeliczeniu na 1 km może być niższa niż w przypadku perymetrii lądowej na granicy z Białorusią (1,38 mln PLN/km, zakładamy prawdopodobnie brak konieczności dużego zagęszczenia urządzeń na cieku wodnym).

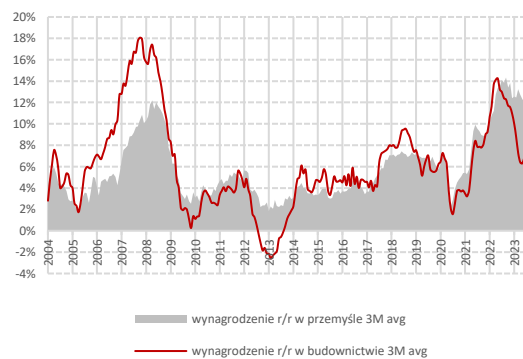
### Strona kosztowa - aktualna sytuacja

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% (podwykonawcy) oraz wynagrodzenia z 14% udziałem (grupa w 2022 zatrudniała 395 osób).

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



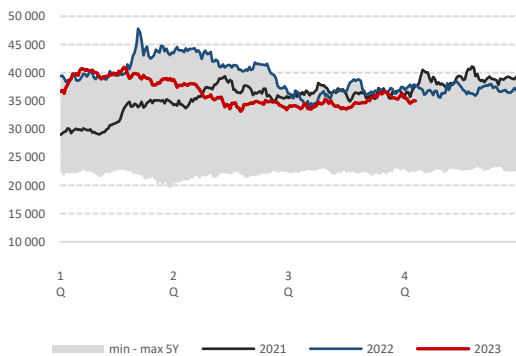
Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce



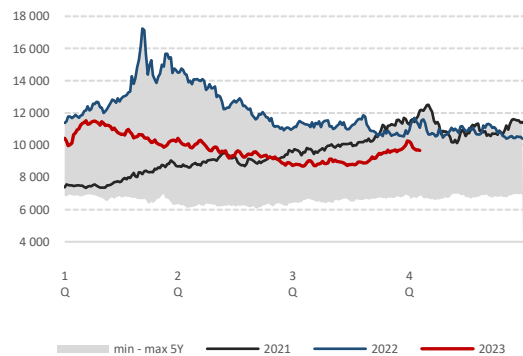
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

### Cena miedzi [PLN/t]



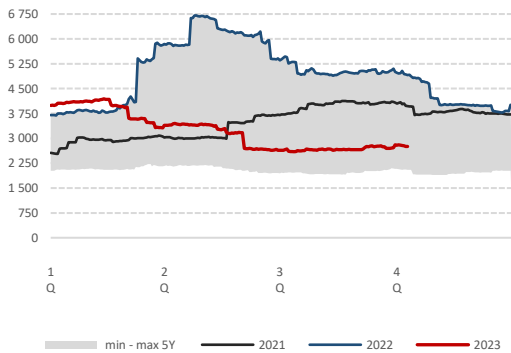
### Cena aluminium [PLN/t]



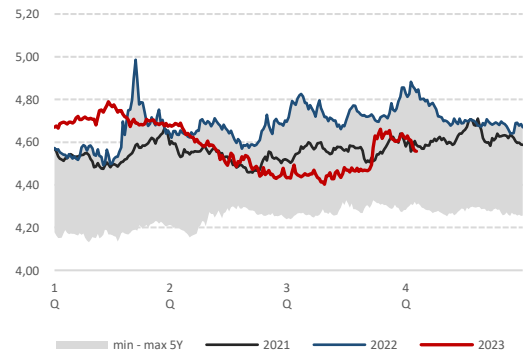
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

### Cena stali – Europa [PLN/t]



### EUR/PLN



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Prognozy wyników kwartalne i roczne**
**Prognozy wyników kwartalnych [mln PLN]**

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23P	4Q'23P	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>52,2</b>	<b>77,7</b>	<b>56,7</b>	<b>90,5</b>	<b>52,4</b>	<b>76,5</b>	<b>143,0</b>	<b>233,7</b>	<b>97,5</b>	<b>128,3</b>	<b>145,0</b>	<b>164,2</b>	<b>75,0</b>	<b>130,0</b>	<b>137,5</b>	<b>158,8</b>
Instalacje	30,3	36,9	29,5	46,2	21,8	30,4	80,9	170,3	59,9	39,4	50,0	80,8	35,0	40,0	52,5	78,8
Sieci	15,7	33,6	20,2	30,4	19,8	33,8	48,9	56,4	37,6	89,0	95,0	83,4	40,0	90,0	85,0	80,0
Automatyka	6,3	7,3	7,0	14,0	10,8	12,3	13,1	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>4,4</b>	<b>11,2</b>	<b>7,0</b>	<b>9,8</b>	<b>0,7</b>	<b>4,8</b>	<b>21,5</b>	<b>40,5</b>	<b>14,7</b>	<b>20,3</b>	<b>23,7</b>	<b>23,0</b>	<b>10,1</b>	<b>18,2</b>	<b>18,7</b>	<b>19,9</b>
Instalacje	2,2	3,7	2,0	4,6	-0,9	0,6	13,2	35,0	9,5	5,0	7,5	12,1	4,9	5,6	6,8	9,5
Sieci	0,9	6,0	4,2	2,6	0,1	3,2	6,2	3,9	5,2	15,3	16,2	10,8	5,2	12,6	11,9	10,4
Automatyka	1,4	1,6	0,8	2,5	1,5	0,9	2,1	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SG&A	5,2	6,3	5,1	6,0	5,6	6,6	6,1	9,8	5,7	5,5	6,0	10,0	5,3	5,7	6,0	10,2
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>-0,8</b>	<b>4,9</b>	<b>1,9</b>	<b>3,8</b>	<b>-4,9</b>	<b>-1,8</b>	<b>15,4</b>	<b>30,7</b>	<b>9,0</b>	<b>14,7</b>	<b>17,7</b>	<b>13,0</b>	<b>4,8</b>	<b>12,5</b>	<b>12,7</b>	<b>9,6</b>
Saldo PPO/PKO	0,2	-0,7	0,8	-0,8	0,5	1,2	-2,5	-5,4	-1,5	0,0	-2,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>0,7</b>	<b>5,5</b>	<b>4,1</b>	<b>4,4</b>	<b>-3,1</b>	<b>0,8</b>	<b>13,9</b>	<b>26,6</b>	<b>8,6</b>	<b>15,9</b>	<b>16,3</b>	<b>14,2</b>	<b>6,0</b>	<b>13,6</b>	<b>13,9</b>	<b>10,8</b>
<b>EBIT</b>	<b>-0,6</b>	<b>4,1</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>-4,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>12,9</b>	<b>25,3</b>	<b>7,5</b>	<b>14,8</b>	<b>15,2</b>	<b>13,0</b>	<b>4,8</b>	<b>12,5</b>	<b>12,7</b>	<b>9,6</b>
Saldo finansowe	-0,4	-0,2	-0,3	-0,9	-0,3	0,3	0,6	-3,3	0,3	-0,6	-1,8	-0,8	0,4	0,1	0,2	0,7
Zysk (strata) brutto	-1,0	4,0	2,5	2,2	-4,8	-0,3	13,5	22,0	7,9	14,2	13,4	12,2	5,2	12,6	12,9	10,3
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>-1,5</b>	<b>3,1</b>	<b>1,9</b>	<b>3,1</b>	<b>-5,4</b>	<b>0,7</b>	<b>11,1</b>	<b>15,6</b>	<b>5,8</b>	<b>11,2</b>	<b>10,9</b>	<b>9,9</b>	<b>4,2</b>	<b>10,2</b>	<b>10,5</b>	<b>8,4</b>
CFO	-6,7	21,5	-21,2	8,2	-2,4	11,8	10,5	17,6	9,2	-75,7	30,0	29,1	-5,0	-10,0	15,0	43,1
Dług (gotówka) netto	-3,9	4,6	-2,6	-10,1	-4,6	-18,4	-26,6	-50,5	-59,7	16,7	17,8	-23,4	-17,3	-6,1	-20,0	-36,9
<b>Przychody zmiana r/r</b>	<b>-0,8%</b>	<b>55,6%</b>	<b>-19,6%</b>	<b>-12,7%</b>	<b>0,3%</b>	<b>-1,6%</b>	<b>152,2%</b>	<b>158,2%</b>	<b>86,1%</b>	<b>67,8%</b>	<b>1,4%</b>	<b>-29,7%</b>	<b>-23,0%</b>	<b>1,3%</b>	<b>-5,2%</b>	<b>-3,3%</b>
Instalacje	63,2%	142,5%	16,3%	10,8%	-28,1%	-17,5%	174,1%	268,7%	175,1%	29,4%	-38,2%	-52,6%	-41,5%	1,6%	5,0%	-2,5%
Sieci	-36,8%	26,8%	-42,4%	-38,4%	26,3%	0,5%	142,2%	85,7%	89,9%	163,5%	94,2%	48,0%	6,4%	1,2%	-10,5%	-4,1%
Automatyka	-32,4%	-12,0%	-31,0%	10,4%	71,9%	69,6%	88,3%	-57,0%	---	---	---	---	---	---	---	---
<b>Marża brutto ze sprzedaży</b>	<b>8,5%</b>	<b>14,4%</b>	<b>12,4%</b>	<b>10,8%</b>	<b>1,3%</b>	<b>6,3%</b>	<b>15,1%</b>	<b>17,3%</b>	<b>15,1%</b>	<b>15,8%</b>	<b>16,3%</b>	<b>14,0%</b>	<b>13,5%</b>	<b>14,0%</b>	<b>13,6%</b>	<b>12,5%</b>
Instalacje	7,3%	9,9%	6,8%	10,0%	-4,1%	2,0%	16,3%	20,5%	15,8%	12,8%	15,0%	15,0%	14,0%	14,0%	13,0%	12,0%
Sieci	5,5%	17,9%	20,6%	8,7%	0,3%	9,6%	12,8%	7,0%	13,9%	17,1%	17,0%	13,0%	13,0%	14,0%	14,0%	13,0%
Automatyka	21,5%	21,4%	12,2%	18,0%	13,9%	7,6%	15,8%	26,1%	---	---	---	---	---	---	---	---
SG&A/przychody	10,0%	8,2%	9,0%	6,6%	10,6%	8,6%	4,3%	4,2%	5,8%	4,3%	4,1%	6,1%	7,0%	4,4%	4,4%	6,4%
<b>Marża na sprzedaży</b>	<b>-1,5%</b>	<b>6,3%</b>	<b>3,4%</b>	<b>4,2%</b>	<b>-9,3%</b>	<b>-2,4%</b>	<b>10,8%</b>	<b>13,1%</b>	<b>9,2%</b>	<b>11,5%</b>	<b>12,2%</b>	<b>7,9%</b>	<b>6,4%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,3%</b>	<b>6,1%</b>
<b>Marża EBITDA</b>	<b>1,4%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,2%</b>	<b>4,9%</b>	<b>-5,9%</b>	<b>1,0%</b>	<b>9,7%</b>	<b>11,4%</b>	<b>8,9%</b>	<b>12,4%</b>	<b>11,3%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,0%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,1%</b>	<b>6,8%</b>
<b>Marża EBIT</b>	<b>-1,2%</b>	<b>5,3%</b>	<b>4,8%</b>	<b>3,3%</b>	<b>-8,4%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>9,0%</b>	<b>10,8%</b>	<b>7,7%</b>	<b>11,5%</b>	<b>10,5%</b>	<b>7,9%</b>	<b>6,4%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,3%</b>	<b>6,1%</b>
<b>Marża zysku netto</b>	<b>-2,9%</b>	<b>4,0%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,4%</b>	<b>-10,3%</b>	<b>0,9%</b>	<b>7,8%</b>	<b>6,7%</b>	<b>5,9%</b>	<b>8,7%</b>	<b>7,5%</b>	<b>6,0%</b>	<b>5,6%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,6%</b>	<b>5,3%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Prognozy wyników na 3Q'2023**

	3Q'22	3Q'23P	zmiana r/r	1-3Q'22	1-3Q'23	zmiana r/r	2022	2023P	zmiana r/r	2024P	zmiana r/r
Przychody	143,0	145,0	1,4%	271,9	370,8	36,4%	505,6	535,0	5,8%	501,3	-6,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	21,5	23,7	9,9%	27,0	58,6	117,1%	67,5	81,6	20,9%	66,9	-18,0%
Zysk na sprzedaży	15,4	17,7	14,8%	8,7	41,4	374,7%	39,4	54,4	38,1%	39,7	-27,1%
EBITDA	13,9	16,3	18,0%	11,5	40,9	254,3%	38,1	55,0	44,3%	44,3	-19,5%
EBIT	12,9	15,2	17,6%	7,9	37,5	373,0%	33,2	50,5	52,1%	39,7	-21,4%
Zysk brutto	13,5	13,4	-0,6%	8,4	35,5	321,3%	30,4	47,7	56,8%	41,1	-13,9%
Zysk netto	11,1	10,9	-2,1%	6,4	27,8	337,1%	22,0	37,7	71,5%	33,3	-11,8%
Marża brutto ze sprzedaży	15,1%	16,3%		9,9%	15,8%		13,3%	15,3%		13,3%	
Marża na sprzedaży	10,8%	12,2%		3,2%	11,2%		7,8%	10,2%		7,9%	
marża EBITDA	9,7%	11,3%		4,2%	11,0%		7,5%	10,3%		8,8%	
marża EBIT	9,0%	10,5%		2,9%	10,1%		6,6%	9,4%		7,9%	
marża netto	7,8%	7,5%		2,3%	7,5%		4,3%	7,0%		6,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody z umowy na perymetrię na granicy z Białorusią będą jeszcze rozpoznawana w 3 i 4Q'23, nie będą to już duże kwoty (na ostatniej konferencji wynikowej zarząd informował, że będzie to po kilkanaście mln PLN), ale przesuwa to formalne fakturowanie i zamknięcie kontraktu (zakładamy, że usuwane są drobne usterki, system ulega także udoskonaleniom – informował o tym aneks nr 5 z sierpnia).

Po 2Q'23 backlog grupy wynosił 626 mln PLN (nieco więcej q/q i nieco mniej r/r). Zwracamy przy tym uwagę, że jego duration jest inne niż rok temu (wtedy dużo ważył kontrakt na perymetrię, gdzie intensywność rozpoznawania przychodów w 2H'23 była bardzo duża – szacujemy, że było to 130-140 mln PLN, ponad 1/3 przychodów w tamtym okresie). Dynamiki przychodów, w scenariuszu bazowym, mogą ulec obecnie wypłaszczeniu (po 1H'22 było to +75% r/r), przy tym powinna być jednak zachowana typowa sezonowość sprzedaży (4Q najmocniejszy). Baza wynikowa jest też już dużo bardziej wymagająca (szczególnie w 4Q'23).

Prognozujemy, że przychody w 3Q'23 wyniosą 145 mln PLN, a EBITDA wzrośnie do 16,3 mln PLN. Na poziomie netto zakładamy 10,9 mln PLN. Nasze prognozy zakładają przy tym -2,5 mln PLN na saldzie pozostałej działalności operacyjnej (podobnie jak rok temu). Zwracamy przy tym uwagę, że proces upadłościowy Zeusa to głównie ekspozycja na odpis pożyczki i rozliczenie wewnętrzne zaliczki dla sprawozdania jednostkowego. Nasze prognozy skonsolidowane powstały przy założeniu konsolidacji przychodów (kilka mln PLN do zewnętrznych odbiorców) i marż (ujemne) Zeusa w 3Q'23 (przesłanką do braku konsolidacji powinno być bazowo ogłoszenie upadłości, na razie został złożony wniosek).

Zakładamy, że spółka na koniec roku 3Q'23 miała dług netto (wzrost zapotrzebowanie na kapitał obrotowy od 2Q'23 do połowy 3Q'23, wypłata dywidendy). Zakładamy, że w 4Q'23 pozycja gotówkowa znów wyraźnie się poprawi.

Podtrzymujemy, że całe 2H'23 powinno być lepsze niż 1H'23. Wynikać to powinno z i) sezonowości; ii) wysokiego backlogu na 2H'23 (kalkulujemy, że jest to około 300 mln PLN przy dobrych marżach). Zbliżenie się do wyników 2H'22 może być jednak wyzwaniem (po stronie przychodów dużo mniejsza jest kontrybucja perymetrii).

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

	2023P			2024P			2025P		
	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	499,9	535,0	7,0%	469,0	501,3	6,9%	473,7	486,2	2,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	67,3	81,6	21,2%	52,8	66,9	26,7%	47,3	57,6	21,7%
EBITDA	43,4	55,0	26,8%	30,4	44,3	45,6%	24,4	35,3	44,8%
EBIT	38,8	50,5	30,2%	25,8	39,7	53,8%	19,8	30,9	56,3%
Zysk (strata) netto	32,5	37,7	15,9%	23,5	33,3	41,6%	16,9	25,6	51,4%
Dług (gotówka) netto	-34,7	-23,4	---	-40,5	-36,9	---	-39,2	-39,6	---
Marża zysku brutto ze sprzedaży	13,5%	15,2%		11,3%	13,3%		10,0%	11,8%	
Marża EBITDA	8,7%	10,3%		6,5%	8,8%		5,2%	7,3%	
Marża EBIT	7,8%	9,4%		5,5%	7,9%		4,2%	6,4%	
Marża zysku netto	6,5%	7,0%		5,0%	6,6%		3,6%	5,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \*poprzednio: rekomendacja z 13.06.2023

Biorąc pod uwagę pozytywny wydzźwięk wyników za 1H'23 (wyższe od naszych oczekiwań rezultaty w 2Q'23) oraz pozytywne zapowiedzi spółki z ostatniej konferencji wynikowej podnosimy nasze założenia dotyczące rentowności w porównaniu do poprzedniej rekomendacji. W 1H'23 spółka miała 15,5% marży brutto ze sprzedaży. W naszych prognozach zakładamy obecnie 15,2% (vs 13,5% 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 sygnalizowano już wcześniej jednocześnie, że efekt bardzo dobrych kontraktów z 2022 będzie powoli wygasnął).

Nasza prognoza przychodów także lekko została podniesiona. Backlog spółki po 2Q'23 wyniósł 626 mln PLN, z tego zakładamy, że ok. połowa może przypadać jeszcze na 2023 rok. Po 1H'23 spółka miała 226 mln PLN przychodów, dodając do tego połowę backlogu otrzymujemy ok. 530-540 mln PLN w całym roku (zwracamy uwagę, że w wynikach całorocznych wyłączony może być już Zeus, w zależności od zaawansowania postępowanie upadłościowego, przy czym spółka zależna w ostatnim czasie opierała się głównie na zleceniach podwykonawczych wewnątrz grupy).

Podsumowując obecnie oczekujemy wypracowania w 2023 roku 535,0 mln PLN przychodów, 55,0 mln PLN EBITDA oraz 37,7 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 powyżej górnego poziomu tych widełek.

Konserwatywnie zakładamy, że rentowność brutto ze sprzedaży w 2024 roku spadnie do ok 13%, do 12% w 2025 i 10% średnim/długim terminie (ok. +1 pp vs poprzednia rekomendacja). 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).

Zakładana przez nas marża EBIT w 2023 roku kształtuje się na poziomie 9,4%, a w kolejnym roku na poziomie 7,9%. W długim terminie przyjmujemy 4,4% (implikowane marża wg strategii to 4,3%, przy średniej ważonej za ostatnie 10 lat na poziomie 3,0%). Podniesienie przez nas założeń dotyczących marżowości w długim

terminie to pochodna: i) dekonsolidacji Zeusa (spółka negatywnie wpływała na marżowość grupy); ii) lepszych od naszych oczekiwań marż w ostatnich kwartałach, które mogą być przesłanką do twierdzenia, że spółka „dojrzała” wewnętrznie i trwale zrobiła krok do przodu w kwestii zarządzania kontraktami

W przypadku pozycji gotówkowej 2023 rok jest bardziej wymagający niż 2022 pod względem kapitału obrotowego (bardziej kapitałochłonne kontrakty w obszarze tracji i samorządów). Zakładamy, jednak że spółka na koniec roku będzie dysponować gotówką netto (ok. 20-25 mln PLN). Przyjmujemy, że w 2024 roku spółka wypłaci dywidendę na poziomie 66% zysku netto za 2023 (co daje DPS=2,5 PLN) i 75% w kolejnych okresach (zakładamy w kolejnych latach niższy zysk netto).

**Prognozy wyników rocznych [mln PLN]**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>293,1</b>	<b>310,5</b>	<b>258,6</b>	<b>276,8</b>	<b>277,2</b>	<b>505,6</b>	<b>535,0</b>	<b>501,3</b>	<b>486,2</b>	<b>500,8</b>	<b>510,8</b>	<b>521,0</b>	<b>530,4</b>	<b>538,3</b>	<b>545,3</b>	<b>550,8</b>
Instalacje	142,8	150,6	108,2	100,8	142,9	303,5	230,0	206,3	200,1	206,1	210,2	214,4	217,6	220,9	223,1	225,3
Sieci	108,9	109,7	101,3	135,6	99,8	158,9	305,0	295,0	286,2	294,7	300,6	306,6	312,8	317,5	322,2	325,5
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
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>25,3</b>	<b>24,0</b>	<b>9,1</b>	<b>38,7</b>	<b>32,5</b>	<b>67,5</b>	<b>81,6</b>	<b>66,9</b>	<b>57,6</b>	<b>54,3</b>	<b>52,8</b>	<b>51,3</b>	<b>52,2</b>	<b>53,0</b>	<b>53,7</b>	<b>54,2</b>
Instalacje	4,8	1,6	-8,1	7,6	12,5	47,9	34,1	26,8	23,0	21,6	21,0	20,3	20,6	20,9	21,2	21,4
Sieci	12,1	14,6	8,9	22,5	13,7	13,5	47,5	40,1	34,6	32,7	31,8	31,0	31,6	32,0	32,5	32,8
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	27,1	27,2	26,4	27,2	27,7	28,3	28,8	29,2	29,6	29,9
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>3,2</b>	<b>0,8</b>	<b>-13,2</b>	<b>14,9</b>	<b>9,8</b>	<b>39,4</b>	<b>54,4</b>	<b>39,7</b>	<b>31,2</b>	<b>27,1</b>	<b>25,1</b>	<b>23,0</b>	<b>23,4</b>	<b>23,8</b>	<b>24,1</b>	<b>24,3</b>
Saldo PPO/PKO	-4,2	-2,1	-2,9	8,3	-0,6	-6,2	-3,9	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
<b>EBITDA</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>-11,3</b>	<b>28,6</b>	<b>14,8</b>	<b>38,1</b>	<b>55,0</b>	<b>44,3</b>	<b>35,3</b>	<b>31,4</b>	<b>29,4</b>	<b>27,4</b>	<b>27,8</b>	<b>28,2</b>	<b>28,5</b>	<b>28,7</b>
<b>EBIT</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>-16,1</b>	<b>23,2</b>	<b>9,3</b>	<b>33,2</b>	<b>50,5</b>	<b>39,7</b>	<b>30,9</b>	<b>26,9</b>	<b>24,8</b>	<b>22,7</b>	<b>23,2</b>	<b>23,5</b>	<b>23,8</b>	<b>24,0</b>
Saldo finansowe	-1,6	-1,3	-2,0	-1,7	-1,6	-2,8	-2,8	1,4	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3
Zysk (strata) brutto	-2,6	-2,6	-18,1	21,6	7,6	30,4	47,7	41,1	31,6	27,6	25,6	23,6	24,1	24,6	25,0	25,4
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>-4,5</b>	<b>-3,9</b>	<b>-14,5</b>	<b>16,6</b>	<b>6,6</b>	<b>22,0</b>	<b>37,7</b>	<b>33,3</b>	<b>25,6</b>	<b>22,4</b>	<b>20,8</b>	<b>19,1</b>	<b>19,5</b>	<b>19,9</b>	<b>20,2</b>	<b>20,5</b>
CFO	0,0	-31,3	5,7	34,4	1,8	37,5	-7,4	43,1	31,5	23,5	24,4	21,0	21,4	21,9	22,3	22,8
Dług (gotówka) netto	-15,7	14,8	21,8	-10,9	-10,1	-50,5	-23,4	-36,9	-39,6	-40,2	-42,5	-44,3	-47,9	-51,8	-56,0	-60,4
<b>Przychody zmiana r/r</b>	<b>13,6%</b>	<b>5,9%</b>	<b>-16,7%</b>	<b>7,0%</b>	<b>0,1%</b>	<b>82,4%</b>	<b>5,8%</b>	<b>-6,3%</b>	<b>-3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,0%</b>
Instalacje	8,5%	5,5%	-28,1%	-6,8%	41,7%	112,4%	-24,2%	-10,3%	-3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	1,5%	1,5%	1,0%	1,0%
Sieci	29,1%	0,7%	-7,7%	34,0%	-26,4%	59,2%	92,0%	-3,3%	-3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,5%	1,5%	1,0%
Automatyka	-1,5%	18,6%	-0,2%	-17,5%	-14,5%	22,6%	-100,0%	---	---	---	---	---	---	---	---	---
<b>Marża brutto ze sprzedaży</b>	<b>8,6%</b>	<b>7,7%</b>	<b>3,5%</b>	<b>14,0%</b>	<b>11,7%</b>	<b>13,3%</b>	<b>15,2%</b>	<b>13,3%</b>	<b>11,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,3%</b>	<b>9,8%</b>	<b>9,8%</b>	<b>9,8%</b>	<b>9,8%</b>	<b>9,8%</b>
Instalacje	3,4%	1,1%	-7,5%	7,5%	8,8%	15,8%	14,8%	13,0%	11,5%	10,5%	10,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Sieci	11,1%	13,3%	8,8%	16,6%	13,7%	8,5%	15,6%	13,6%	12,1%	11,1%	10,6%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%
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%	5,1%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
<b>Marża na sprzedaży</b>	<b>1,1%</b>	<b>0,3%</b>	<b>-5,1%</b>	<b>5,4%</b>	<b>3,5%</b>	<b>7,8%</b>	<b>10,2%</b>	<b>7,9%</b>	<b>6,4%</b>	<b>5,4%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,4%</b>
<b>Marża EBITDA</b>	<b>0,8%</b>	<b>0,6%</b>	<b>-4,4%</b>	<b>10,3%</b>	<b>5,3%</b>	<b>7,5%</b>	<b>10,3%</b>	<b>8,8%</b>	<b>7,3%</b>	<b>6,3%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,2%</b>	<b>5,2%</b>	<b>5,2%</b>	<b>5,2%</b>
<b>Marża EBIT</b>	<b>-0,3%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>-6,2%</b>	<b>8,4%</b>	<b>3,3%</b>	<b>6,6%</b>	<b>9,4%</b>	<b>7,9%</b>	<b>6,4%</b>	<b>5,4%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,4%</b>
<b>Marża zysku netto</b>	<b>-1,5%</b>	<b>-1,3%</b>	<b>-5,6%</b>	<b>6,0%</b>	<b>2,4%</b>	<b>4,3%</b>	<b>7,0%</b>	<b>6,6%</b>	<b>5,3%</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,1%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,7%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>39,2</b>	<b>57,1</b>	<b>28,7</b>	<b>29,0</b>	<b>29,3</b>	<b>29,6</b>	<b>29,7</b>	<b>29,8</b>	<b>29,9</b>	<b>29,9</b>	<b>29,9</b>	<b>30,0</b>
Wartości niematerialne i prawne	10,0	6,5	6,6	6,7	7,0	7,2	7,4	7,5	7,5	7,6	7,6	7,6
Rzeczowe aktywa trwałe	18,8	12,4	12,9	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2
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	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>141,7</b>	<b>211,2</b>	<b>219,8</b>	<b>219,7</b>	<b>215,6</b>	<b>220,3</b>	<b>225,6</b>	<b>230,6</b>	<b>237,4</b>	<b>244,2</b>	<b>250,9</b>	<b>257,3</b>
Zapasy	3,7	3,4	3,6	3,3	3,2	3,3	3,4	3,5	3,5	3,6	3,6	3,7
Należności krótkoterminowe	119,3	151,2	187,6	175,8	170,5	175,6	179,2	182,7	186,0	188,8	191,2	193,2
Inwestycje krótkoterminowe	18,7	56,7	28,7	40,6	41,8	41,3	43,1	44,4	47,9	51,8	56,0	60,4
- w tym środki pieniężne	18,7	56,7	28,7	40,6	41,8	41,3	43,1	44,4	47,9	51,8	56,0	60,4
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
<b>Aktywa razem</b>	<b>180,8</b>	<b>268,3</b>	<b>248,5</b>	<b>248,8</b>	<b>244,9</b>	<b>249,8</b>	<b>255,3</b>	<b>260,4</b>	<b>267,3</b>	<b>274,1</b>	<b>280,8</b>	<b>287,2</b>
<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>76,2</b>	<b>98,1</b>	<b>120,8</b>	<b>129,2</b>	<b>129,8</b>	<b>133,0</b>	<b>137,0</b>	<b>140,5</b>	<b>145,7</b>	<b>150,9</b>	<b>156,3</b>	<b>161,6</b>
<b>Kapitał mniejszości</b>	<b>1,8</b>	<b>1,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>102,9</b>	<b>169,2</b>	<b>126,9</b>	<b>118,8</b>	<b>114,3</b>	<b>116,1</b>	<b>117,6</b>	<b>119,1</b>	<b>120,8</b>	<b>122,4</b>	<b>123,7</b>	<b>124,8</b>
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	107,8	100,6	97,2	99,6	101,0	102,5	104,3	105,8	107,2	108,3
- 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
<b>Pasywa razem</b>	<b>180,8</b>	<b>268,3</b>	<b>248,5</b>	<b>248,8</b>	<b>244,9</b>	<b>249,8</b>	<b>255,3</b>	<b>260,4</b>	<b>267,3</b>	<b>274,1</b>	<b>280,8</b>	<b>287,2</b>
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>
Przychody netto ze sprzedaży	277,2	505,6	535,0	501,3	486,2	500,8	510,8	521,0	530,4	538,3	545,3	550,8
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	32,5	67,5	81,6	66,9	57,6	54,3	52,8	51,3	52,2	53,0	53,7	54,2
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	22,6	28,1	27,1	27,2	26,4	27,2	27,7	28,3	28,8	29,2	29,6	29,9
Zysk (strata) na sprzedaży	9,8	39,4	54,4	39,7	31,2	27,1	25,1	23,0	23,4	23,8	24,1	24,3
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-0,6	-6,2	-3,9	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
EBITDA	14,8	38,1	55,0	44,3	35,3	31,4	29,4	27,4	27,8	28,2	28,5	28,7
EBIT	9,3	33,2	50,5	39,7	30,9	26,9	24,8	22,7	23,2	23,5	23,8	24,0
Saldo działalności finansowej	-1,6	-2,8	-2,8	1,4	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3
Zysk (strata) brutto	7,6	30,4	47,7	41,1	31,6	27,6	25,6	23,6	24,1	24,6	25,0	25,4
Zysk (strata) netto mniejszości	-0,1	0,5	-0,3	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	37,7	33,3	25,6	22,4	20,8	19,1	19,5	19,9	20,2	20,5
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
<b>CF [mln PLN]</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	1,8	37,5	-7,4	43,1	31,5	23,5	24,4	21,0	21,4	21,9	22,3	22,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0,2	5,5	-4,7	-4,8	-3,4	-3,4	-5,2	-3,5	-3,5	-3,4	-3,3	-3,2
Przepływy z działalności finansowej	-6,2	-5,0	-16,0	-26,4	-26,7	-20,4	-17,3	-16,1	-14,5	-14,6	-14,9	-15,2
Przepływy pieniężne netto	-4,6	38,0	-28,1	11,9	1,4	-0,3	1,9	1,4	3,5	3,9	4,1	4,4
Środki pieniężne na początek okresu	23,3	18,7	56,7	28,7	40,6	42,0	41,7	43,6	45,0	48,5	52,4	56,5
Środki pieniężne na koniec okresu	18,7	56,7	28,7	40,6	42,0	41,7	43,6	45,0	48,5	52,4	56,5	60,9
<b>Wskaźniki</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>
Przychody zmiana r/r	0%	82%	6%	-6%	-3%	3%	2%	2%	2%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	-48%	158%	44%	-20%	-20%	-11%	-6%	-7%	2%	1%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	-60%	233%	71%	-12%	-23%	-13%	-7%	-8%	2%	2%	2%	1%
Marża brutto na sprzedaży	11,7%	13,3%	15,2%	13,3%	11,8%	10,8%	10,3%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Marża EBITDA	5,3%	7,5%	10,3%	8,8%	7,3%	6,3%	5,8%	5,3%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
Marża EBIT	3,3%	6,6%	9,4%	7,9%	6,4%	5,4%	4,9%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
Marża netto	2,4%	4,3%	7,0%	6,6%	5,3%	4,5%	4,1%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%
SG&A / przychody	8,2%	5,6%	5,1%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
ROE	8,7%	22,4%	31,2%	25,8%	19,7%	16,8%	15,2%	13,6%	13,4%	13,2%	13,0%	12,7%
ROA	3,6%	8,2%	15,2%	13,4%	10,4%	8,9%	8,1%	7,3%	7,3%	7,3%	7,2%	7,1%
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%	4,2%	2,8%	1,7%	0,8%	0,4%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	11,3%	6,4%	4,3%	2,9%	1,7%	0,8%	0,4%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	11,3%	6,4%	4,3%	2,9%	1,7%	0,8%	0,4%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-10,1	-50,5	-23,4	-36,9	-39,6	-40,2	-42,5	-44,3	-47,9	-51,8	-56,0	-60,4
Dług netto / kapitał własny	-0,13	-0,52	-0,19	-0,29	-0,31	-0,30	-0,31	-0,32	-0,33	-0,34	-0,36	-0,37
Dług netto / EBITDA	-0,7	-1,3	-0,4	-0,8	-1,1	-1,3	-1,4	-1,6	-1,7	-1,8	-2,0	-2,1
EV	136,6	96,2	123,3	109,9	107,1	106,5	104,3	102,5	98,9	94,9	90,8	86,3
Dług / EV	6,3%	6,5%	4,2%	3,4%	2,1%	1,0%	0,6%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,4%	0,3%	0,9%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
CAPEX / Amortyzacja	19,6%	33,8%	113,0%	108,5%	102,7%	99,6%	100,4%	100,9%	101,3%	101,5%	101,7%	101,8%
Zmiana KO / Przychody	4,5%	-2,6%	10,5%	-1,1%	-0,5%	0,5%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	3701,6%	-5,8%	191,3%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%
P/E*	22,3	6,7	3,9	4,4	5,7	6,6	7,1	7,7	7,5	7,4	7,3	7,1
P/BV*	1,9	1,5	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA*	9,3	2,5	2,2	2,5	3,0	3,4	3,5	3,7	3,6	3,4	3,2	3,0
EV/EBIT*	14,8	2,9	2,4	2,8	3,5	4,0	4,2	4,5	4,3	4,0	3,8	3,6
EV/S*	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
DPS	0,00	0,00	1,50	2,49	2,50	1,92	1,68	1,56	1,44	1,47	1,49	1,52
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 14,70 PLN

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**

**Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału  
tel. (032) 208 14 12  
e-mail: [maciej.bobrowski@bdm.pl](mailto: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](mailto: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](mailto: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](mailto:anna.tobiasz@bdm.pl)

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**

**Leszek Mackiewicz**

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

**Maciej Fink-Finowicki**

tel. (022) 62-20-855  
e-mail: [maciej.fink-finowicki@bdm.pl](mailto:maciej.fink-finowicki@bdm.pl)

**Piotr Komorowski**

tel. (022) 62-20-851  
e-mail: [piotr.komorowski@bdm.pl](mailto:piotr.komorowski@bdm.pl)

**Tomasz Grzeszczyk**

tel. (022) 62-20-854  
e-mail: [tomasz.grzeszczyk@bdm.pl](mailto:tomasz.grzeszczyk@bdm.pl)

**Historia rekomendacji spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
<b>Kupuj</b>	<b>17,1</b>	<b>Kupuj</b>	<b>15,8</b>	<b>10.10.2023*</b>	<b>11:20 CEST</b>	<b>14,70</b>	<b>66 149</b>
Kupuj	15,8	Kupuj	13,0	13.06.2023*	08:30 CEST	13,26	66 298
Kupuj	13,0	Akumuluj	8,17	10.05.2023*	09:22 CEST	10,60	63 285
Akumuluj	8,17	Trzymaj	6,79	09.12.2022*	16:00 CEST	7,16	55 651
Trzymaj	6,79	Kupuj	11,0	18.10.2022*	12:00 CEST	6,48	47 309
Kupuj	11,0	Kupuj	10,2	15.06.2022*	07:00 CEST	6,50	53 247
Kupuj	10,2	---	---	23.08.2021*	07:00 CEST	6,54	67 966

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

- autorem raportów nt. 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

**System rekomendacji:**

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

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:**

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

**Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'23\*:**

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

	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	100%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	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: 2023-10-10**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-10-10 (11:20 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-10-10 (11:20 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 portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatkowej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

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

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

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

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

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganiem 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 2023-10-10:**

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

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

\*\*BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki ELEKTROTIM

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą 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.