



Dom Maklerski BDM S.A.

ELEKTROTIM

RAPORT ANALITYCZNY

W 2H'24 spółka weszła z wysokim portfelem zleceń opartym m.in. o kontrakt na perymetrię na rzece Bug. Zarząd sygnalizuje także ożywienie w podaży przetargów w obszarach, w których działa spółka (m.in. sieci energetyczne, samorządy, przemysł). Spółka celuje głównie w małe i średnie kontrakty, gdzie z jednej strony jest w stanie (nadal) kosztowo być bardziej efektywna od największych podmiotów, a z drugiej wygrywać referencjami z mniejszymi. Wskaźnikowo spółka nie jest już tak „tania” jak kilka kwartałów temu. Jednocześnie zmiany, jakie zaszły w ostatnich latach, m.in. pozbycie się balastu spółek zależnych czy zbudowanie referencji na jednostkowo większej skali kontraktach, powinny pozwalać na długoterminowy re-rating. P/E na kolejne lata przy naszych prognozach kształtuje się na poziomie 8-10x a spółka powinna oferować ok 8-9% div yield. Wyniki 2Q'24 były lepsze od naszych oczekiwań, w ostatnich tygodniach spółka wzmocniła także portfel w horyzoncie 2026 roku. Skłania nas to do podtrzymania rekomendacji Akumuluj. Cenę docelową wyznaczamy na poziomie 36,7 PLN (poprzednio 31,0 PLN).

Wyniki za ostatnie okresy

W 1H'24 spółka wypracowała 174 mln PLN przychodów (-23% r/r) oraz 29,1 mln PLN zysku netto (przy czym aż za 18,2 mln PLN odpowiada wynik na sprzedaży spółki zależnej Zeus). W samym 2Q'24 przychody wyniosły 112 mln PLN (-13% r/r) a zysk netto 8,0 mln PLN (-28% r/r). Wyniki spółki za 2Q'24 były słabsze r/r, ale lepsze od naszych założeń. Pozytywnie zaskoczyła m.in. marża w segmencie Przemysłu. Za spadek przychodów r/r odpowiada głównie segment Energetyki. Przychodowo okres 2H'24 powinien być naszym zdaniem mocny ze względu na rozpoczęcie prac budowlanych na perymetrii na Bugu. Na koniec 2Q'24 spółka miała 4 mln PLN długu netto (vs 16 mln PLN długu netto rok temu i 27 mln PLN gotówki netto na koniec 2023).

Portfel

Po 2Q'24 backlog wynosił 644 mln PLN (+3% r/r, -1% q/q). Portfel zleceń wyraźnie wzrósł względem końcówki 2023 (+96%). W 1Q'24 wszedł do niego m.in. kontrakt na perymetrię na Bugu za 227 mln PLN. Portfel jest zasilany obecnie większą ilością kontraktów poniżej progu raportowania, równocześnie w ostatnich tygodniach spółka poinformowała o kilku. Portfel może w 2H'24 przejściowo spaść ze względu na zakładany wysoki przerób, celem spółki jest jednocześnie utrzymywanie go w średnim terminie na poziomie >600 mln PLN.

Pozycjonowanie segmentowe

Biznes Elektrotimu opiera się na dwóch obszarach: Instalacje (obronność, przemysł i utrzymanie) i Sieci (dystrybucja i trakcja). W 2023 roku mocny był przede wszystkim ten drugi obszar. W 2024 roku powinna być zachowana większa równowaga (kontrakt na Bugu). Podtrzymujemy, że średnim/długim terminie spółka powinna być beneficjentem wzrostu nakładów na sieć dystrybucji energii, będącego pochodną rozwoju OZE oraz utrzymania podwyższonych nakładów na obszar wojskowy. Także pionierzy utrzymania i trakcji są eksponowane na napływ środków unijnych. Dodatkowo spółka sygnalizuje zainteresowanie kontraktami dla PSE, gdzie zapowiedzi zamawiającego na kolejne lata są bardzo ambitne.

Prognozy wyników, wskaźniki

Zakładamy, że spółka w 2024 roku wypracuje 551 mln PLN przychodów oraz 55,1 mln PLN zysku netto (z tego 18,5 mln PLN to zysk z tytułu utraty kontroli nad Zeusem). W 2025 roku zakładamy obecnie porównywalne przychody i nieco niższy oczyszczony zysk netto. W 2026-27 estymujemy obecnie ok. 10% wzrosty przychodów. Nasze prognozy implikują EV/EBITDA'24=5,7x, skoryg. P/E'24=8,9x.

	2021	2022	2023	2024P*	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	277,2	505,6	546,9	551,1	555,5	621,3
Zysk na sprzedaży [mln PLN]	9,8	39,4	50,8	45,2	43,9	47,3
EBITDA [mln PLN]	14,8	38,1	38,7	55,2	48,5	51,7
EBIT [mln PLN]	9,3	33,2	34,2	50,9	43,9	47,3
Wynik brutto [mln PLN]	7,6	30,4	32,3	63,7	41,6	48,2
Wynik netto [mln PLN]	6,6	22,0	22,4	55,1	33,7	39,0
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-10,1	-50,5	-27,1	-13,1	-47,8	-56,1
DPS [PLN/akcje]	0,00	0,00	1,55	2,50	2,77	2,53
P/BV	4,23	3,32	3,2	2,5	2,4	2,2
P/E	50,0	15,0	14,7	6,0	9,8	8,4
P/E skoryg	50,0	15,0	14,7	8,9	9,8	8,4
EV/EBITDA	21,6	7,3	7,8	5,7	5,8	5,3
EV/EBIT	34,5	8,4	8,8	6,2	6,4	5,8

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

AKUMULUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 36,7 PLN

28 PAŹDZIERNIK 2024, 08:15 CEST

Wycena DCF [PLN]	36,8
Wycena porównawcza [PLN]	36,2
Wycena końcowa [PLN]	36,7
Potencjał do wzrostu / spadku	11,1%
Koszt kapitału	13,7%
Cena rynkowa [PLN]	33,0
Kapitalizacja [mln PLN]	329,4
Ilość akcji [mln. szt.]	10,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	33,6
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	20,9
Stopa zwrotu za 3 mc	22,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	55,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	95,1%
Struktura akcjonariatu:	
Vesper Fundacja Rodzinna	13,2%
Krzysztof i Ewa Folta	10,4%
Futuro Fundacja Rodzinna	6,0%
NN OFE	5,9%
OFE Allianz	5,1%
Pozostali	59,4%

stopy 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



SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	5
PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....	6
OTOCZENIE RYNKOWE I KOSZTOWE.....	7
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY.....	10
DANE FINANSOWE	16

WYCENA I PODSUMOWANIE

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	36,8
Wycena metodą porównawczą, w tym:	20%	36,2
Wycena 1 akcji Elektrotim [PLN]		36,7

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 (5,70%), premii za ryzyko rynkowe (8,0%) oraz współczynnika beta = 1,0. Wycena została sporządzona na dzień 28 października 2024.

Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	551,1	555,5	621,3	682,9	737,5	777,6	806,9	834,0	858,2	879,1
EBIT [mln PLN]*	50,9	43,9	47,3	50,9	53,9	56,8	59,3	61,7	63,9	65,8
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	9,7	8,4	9,0	9,7	10,2	10,8	11,3	11,7	12,1	12,5
NOPLAT [mln PLN]	41,2	35,6	38,3	41,2	43,6	46,0	48,0	50,0	51,7	53,3
Amortyzacja [mln PLN]	4,3	4,6	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,6	4,6
CAPEX [mln PLN]	-4,4	-4,3	-4,6	-4,5	-4,6	-4,6	-4,6	-4,6	-4,6	-4,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-29,3	28,3	-5,9	-5,1	-4,0	-2,1	-1,4	-1,0	-0,6	-0,2
FCF [mln PLN]	11,7	64,2	32,2	36,1	39,6	43,9	46,7	48,9	51,1	53,1
DFCF [mln PLN]	11,5	55,2	24,4	24,0	23,2	22,6	21,1	19,5	17,9	16,4
Suma DFCF [mln PLN]	235,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]	422,5									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	130,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	365,9									
Dług netto 2023 [mln PLN]	-27,1									
Dywidenda 2024 [mln PLN]	25,0									
Udział mniejszości [mln PLN]	1,1									
Wartość kapitału [mln PLN]	367,0									
Ilość akcji [mln szt.]	10,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	36,8									

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

Przychody zmiana r/r	0,8%	0,8%	11,8%	9,9%	8,0%	5,4%	3,8%	3,4%	2,9%	2,4%
EBIT zmiana r/r	48,7%	-13,7%	7,6%	7,6%	5,9%	5,5%	4,4%	4,0%	3,5%	3,1%
FCF zmiana r/r	---	447,2%	-49,9%	12,0%	9,8%	10,7%	6,4%	4,8%	4,5%	3,9%
Marża EBITDA	10,0%	8,7%	8,3%	8,1%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	8,0%	8,0%
Marża EBIT	9,2%	7,9%	7,6%	7,5%	7,3%	7,3%	7,4%	7,4%	7,4%	7,5%
Marża NOPLAT	7,5%	6,4%	6,2%	6,0%	5,9%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	6,1%
CAPEX / Przychody	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%
CAPEX / Amortyzacja	104,3%	92,7%	103,3%	101,3%	101,6%	101,5%	100,7%	100,8%	100,3%	100,4%
Zmiana KO / Przychody	5,3%	-5,1%	1,0%	0,7%	0,5%	0,3%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	713,7%	-637,7%	9,0%	8,3%	7,3%	5,3%	4,6%	3,8%	2,6%	1,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%
Premia za ryzyko	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%
Udział kapitału własnego	98,0%	98,4%	99,0%	99,4%	99,8%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Udział kapitału obcego	2,0%	1,6%	1,0%	0,6%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	13,5%	13,6%	13,6%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

*EBIT oczyszczony w 2024 roku o +20,5 mln PLN wpływu dekonsolidacji spółki zależnej Zeus

Wrażliwość modelu DCF

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				Beta				
	0,00%	1,00%	2,00%		0,00%	1,00%	2,00%		0,9	1,0	1,1		
beta	0,8	40,6	42,1	44,0	Premia za ryzyko	6,0%	42,0	43,8	45,8	46,4	46,4	43,8	41,4
	0,9	38,0	39,3	40,8		7,0%	38,6	39,9	41,6	42,5	42,5	39,9	37,7
	1,0	35,7	36,8	38,0		8,0%	35,7	36,8	38,0	39,3	39,3	36,8	34,6
	1,1	33,7	34,6	35,6		9,0%	33,2	34,0	35,0	36,5	36,5	34,0	31,9
	1,2	31,8	32,6	33,5		10,0%	31,0	31,7	32,5	34,0	34,0	31,7	29,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

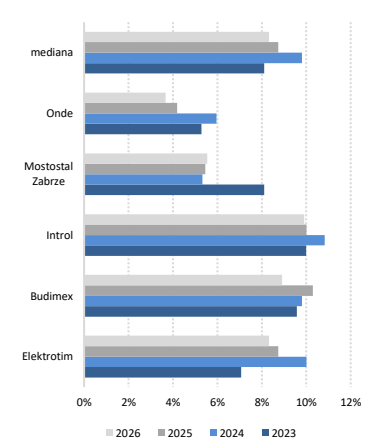
WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych operujących w segmencie instalacyjnym i energetycznym. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (20% dla 2024 roku i 40% wagi dla każdego z roku 2025-26). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki 36,2 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Budimex	21,3	18,6	16,7	12,2	9,8	8,3
Intrtol	7,6	7,4	7,7	3,9	3,9	3,7
Mostostal Zabrze	10,0	9,3	9,2	3,1	2,6	2,2
Onde (skor. w wartość projektów OZE)	10,5	16,8	12,5	4,8	6,5	6,9
Mediana	10,3	13,0	10,8	4,4	5,2	5,3
Elektrotim**	8,9	9,8	8,4	5,7	5,8	5,3
Premia/dyskonto do spółki	-13,0%	-25,0%	-22,0%	31,4%	11,5%	-0,3%
Wycena wg wskaźnika	37,9	44,0	42,3	25,4	30,1	33,1
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		42,1			30,4	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	36,2					

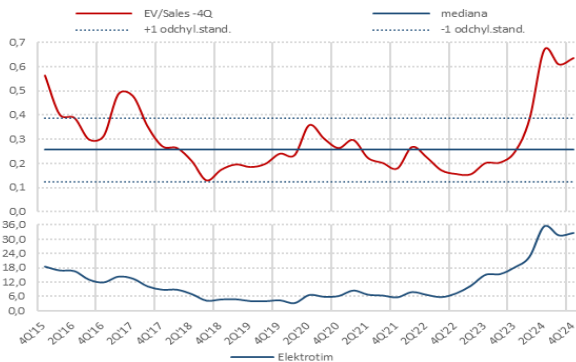
Porównanie rentowność EBITDA



Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

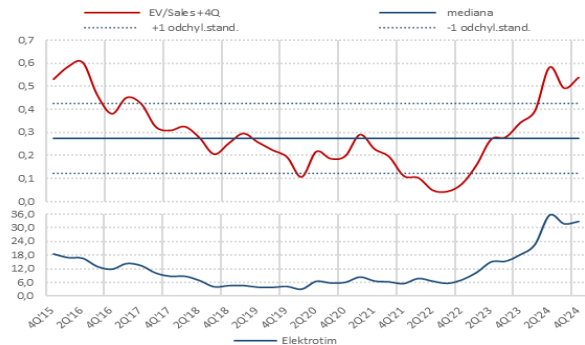
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne, *zysk netto i EBITDA oczyszczone w 2024 roku o wpływ dekonsolidacji spółki zależnej Zeus

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



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

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



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

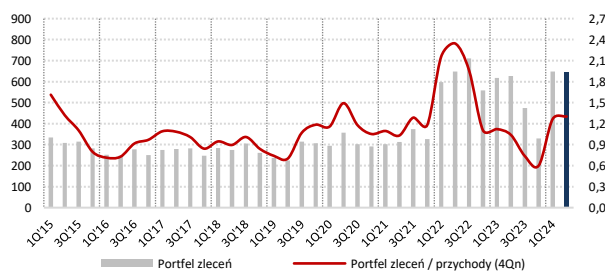
PORTFEL ZAMÓWIENÍ

Istotne kontrakty podpisane od początku 2020 roku

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

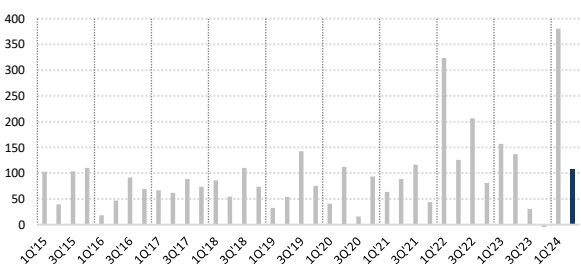
Źródło: BDM S.A., spółka, pierwotnie

Portfel / przychody za ostatnie 4Q



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



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

Po 2Q'24 backlog grupy wyniósł 644 mln PLN. Portfel zleceń wyraźnie wzrósł względem końcówki 2023. W 1Q'24 wszedł do niego kontrakt na perymetrię na Bugu i kilku mniejszych zleceń. W 2Q'24 spółka informowała tylko o jednym kontrakcie za 30 mln PLN, udało się jednocześnie utrzymać zbliżoną wartość portfela q/q (na konferencji wynikowej poinformowano, że podpisano szereg mniejszych zleceń). Podobnie w 3Q'24 spółka także poinformowała jedynie o jednym istotnym zleceniu, sygnalizując jednocześnie ożywienie po stronie podaży kontraktów w interesujących ją obszarach. Na początku 4Q'24 spółka poinformowała o trzech istotnych kontraktach (z czego w jednym przypadku na razie jest to na razie najkorzystniejsza oferta). Zakładamy, że w 2H'24 portfel tymczasowo spadnie (zakładany wysoki przerób na perymetrii na Bugu). W średnim terminie spółka powinna być beneficjentem odblokowania środków unijnych (ekspozycja na transformację energetyczną).

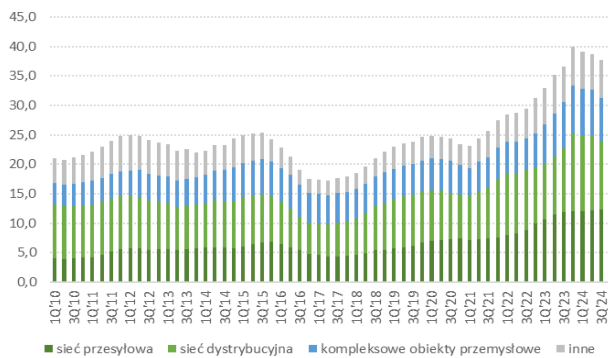
OTOCZENIE RYNKOWE I KOSZTOWE

Potencjał rynkowy

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

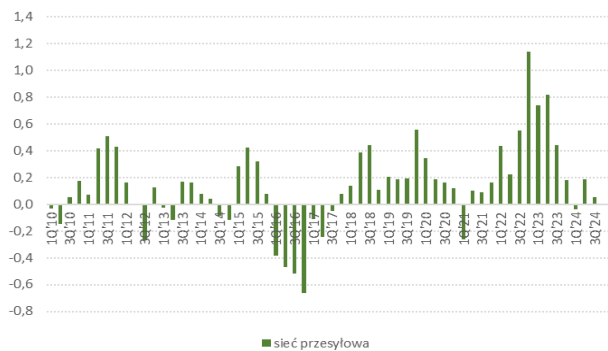
Inwestycje w obszarze pozostałych obiektów inżynierskich dynamicznie rosły w ujęciu r/r w każdym kwartale 2023. W 1-3Q'24 dynamika realizowanych inwestycji jest ujemna (wyjątkiem jest wzrost r/r w obrębie sieci przesyłowych). Jednocześnie plany inwestorów na rynku dystrybucji i przesyłu energii na kolejne lata są bardzo ambitne (co prezentujemy na kolejnej stronie). Inwestycje w dużej mierze mają być także wspomagane środkami unijnymi. KPO zakłada m.in. 1,0 mld PLN na sieci dystrybucyjne na obszarach wiejskich i 0,6 mld PLN na rozwój sieci przesyłowych a FEniKS uwzględni m.in. 1,1 mld EUR wsparcia na Inteligentne systemy energ. oraz magazynowanie. Są to inwestycje bezpośrednie w obszarach stanowiących źródło zainteresowania Elektrotimu. Wielokrotnie większe środki w KPO przewidziane są w obszarze inwestycji, które będą miały pośredni wpływ na podaż kontraktów jak budowa morskich FW, tzw fundusz wsparcia energetyki czy zielona transformacja miast.

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



Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



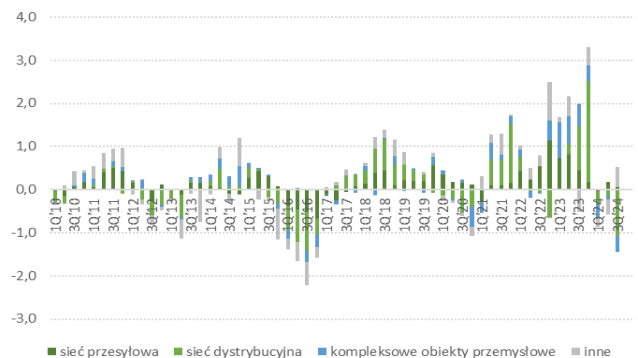
Źródło: DM BDM S.A., GUS, transport ropy, gazu, energii, wody, ścieków, sieć telco

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



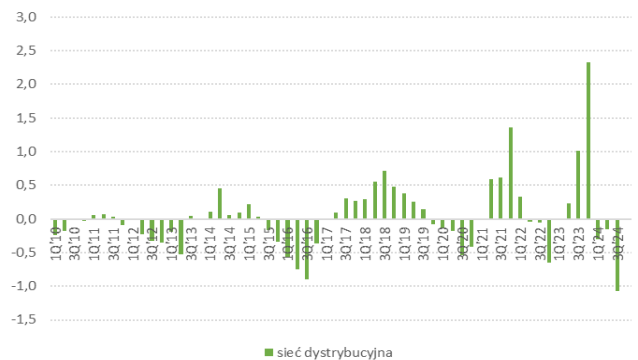
Źródło: DM BDM S.A., GUS, m.in. elektrownie, obiekty przemysłowe niebędące budynkami

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



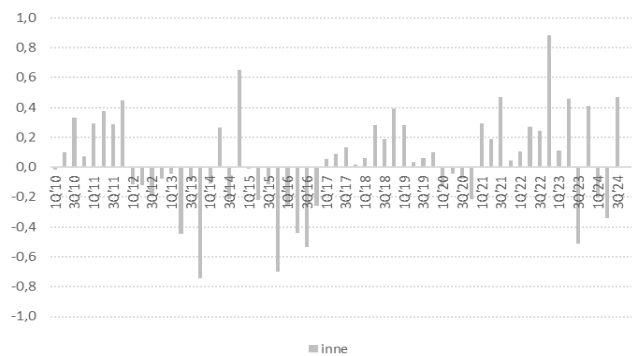
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



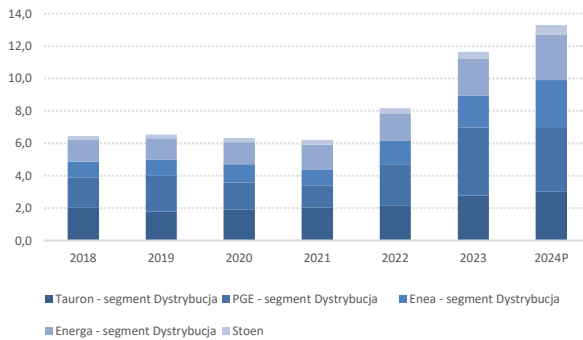
Źródło: DM BDM S.A., GUS, sieć rozdzielcza gazu, energii, wodociągi, oczyszcz. ścieków, kanalizacja

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



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

Nakłady spółek dystrybucji energii [mld PLN]



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

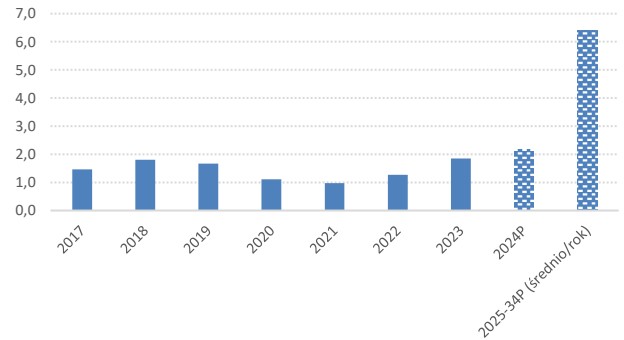
Dystrybucja energii – inwestycje OSD

Według raportów rocznych spółek energetycznych nakłady w obszarze dystrybucji energii w 2023 roku wyniosły ok 11,6 mld PLN (vs 8,2 mld PLN rok wcześniej). Jest to kolejny rok wzrostu nakładów, które wcześniej kształtowały się w okolicach 6 mld PLN. Przedstawione publicznie plany spółek mówią o wzroście do ok 13 mld PLN w 2024 roku.

Energetyka Jądrowa

Spółka uzyskała status aktywnego, kwalifikowanego wykonawcy i usługodawcy w Bechtel, co pozwala na udział w działaniach przygotowawczych do realizacji inwestycji w budowę pierwszej w Polsce elektrowni jądrowej. Skarb Państwa planuje w roku 2025 dokapitalizowanie projektu kwotą 4,6 mld PLN, a w 2026 kwotą 11 mld PLN. Zapowiadana jest aktualizacja programu jądrowego w 4Q'24/1Q'25.

Nakłady PSE (przesył energii) [mld PLN]



Źródło: DM BDM S.A., URE, PSE, *brak prognozy na 2023 i 2024 rok, projektu planu na 2025-34

PSE – program inwestycyjny

PSE w 2023 roku wydało na inwestycje 1,8 mld PLN. Według sprawozdania zarządu plan nakładów na 2024 rok to 2,2 mld PLN. W marcu'24 PSE opublikowało nowy projekt planu rozwoju na lata 2025-34, wg którego nakłady mają wynieść średnio 6,4 mld PLN/rok.

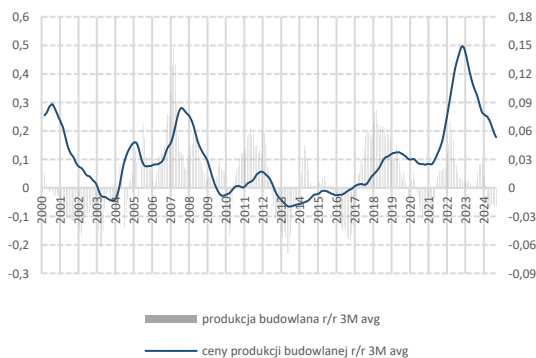
Elektrotim dotychczas nie był aktywnym graczem na rynku przetargów PSE. Oceniamy, że spółka będzie jednak stopniowo także kierować się na ten rynek. W 2 i 3Q'24 podpisano dwie umowy z PSE (30 i 19 mln PLN). Zarząd nie wyklucza startu także w większych przetargach (>100 mln PLN). Na początku października PSE opublikowały [plan przetargów](#) na okres 4Q'24-3Q'25, który zakłada ogłoszenie 44 postępowań na roboty budowlane (w tym 15 o zakładanej wartości >100 mln PLN) i 1 umowy ramowej (za 2 mld PLN na lata 2024-28).

Strona kosztowa - aktualna sytuacja

Istotną (ale już nie największą) pozycję w strukturze kosztów spółki stanowią koszty zużycia materiałów i energii (38% w 2023). Spółka wskazuje na ekspozycję na miedź (obecnie wyżej r/r w PLN), aluminium (obecnie wyżej r/r w PLN) i stal (obecnie porównywalne r/r ceny w PLN). Kategoria „elektryka i oświetlenie” w danych PSB wskazywała na kilku procentowe spadki cen r/r w okresie 4Q'23 -3Q'24. Głównymi dostawcami dla spółki są hurtownie elektrotechniczne (np. Elektro-Inwest) oraz producenci jak Tele-Fonika czy Schneider.

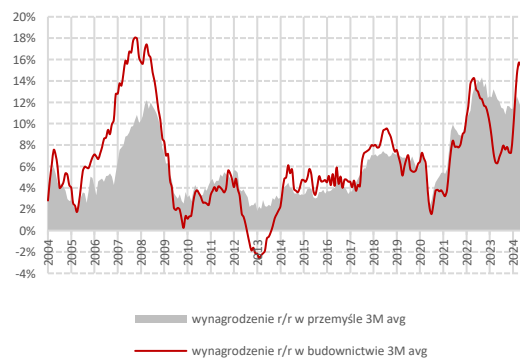
Główną pozycją kosztową w 2023 roku były usługi obce na poziomie 47% (podwykonawcy), Istotne są także wynagrodzenia z 13% udziałem (wg sprawozdania finansowego grupa w 2023 zatrudniała średnio 334 osoby - według sprawozdania zarządu jest to liczba na koniec 2023 roku).

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



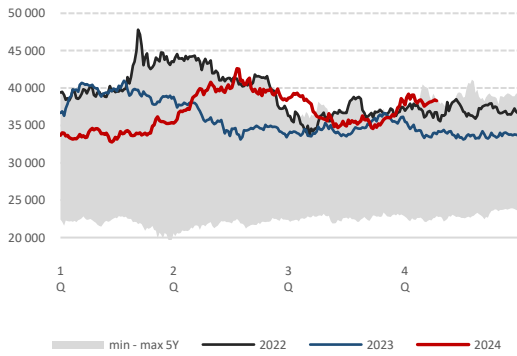
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce

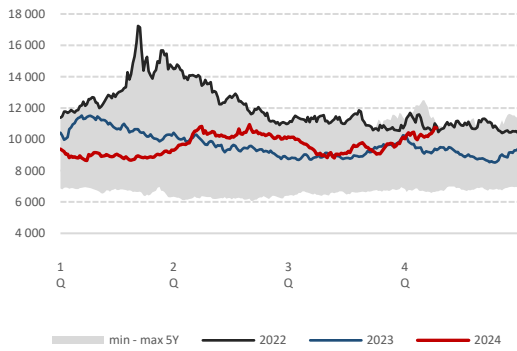


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

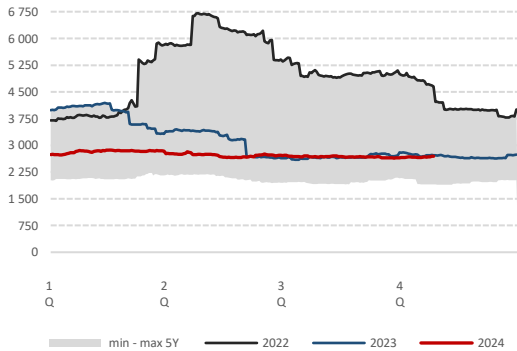
Cena miedzi [PLN/t]



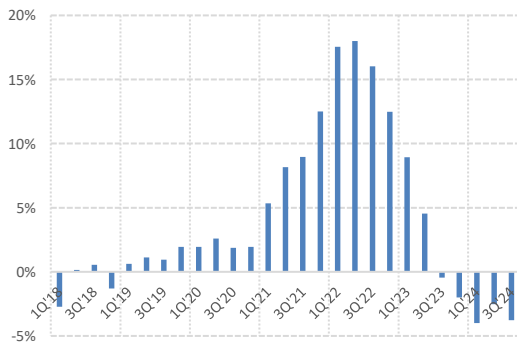
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Cena aluminium [PLN/t]



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

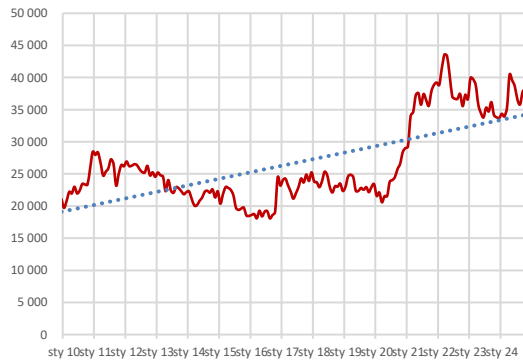


Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Dynamika r/r cen indeksu PSB w kategorii elektryka i oświetlenie

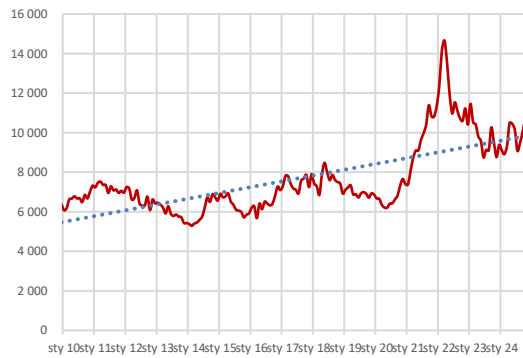


Źródło: BDM S.A., PSB

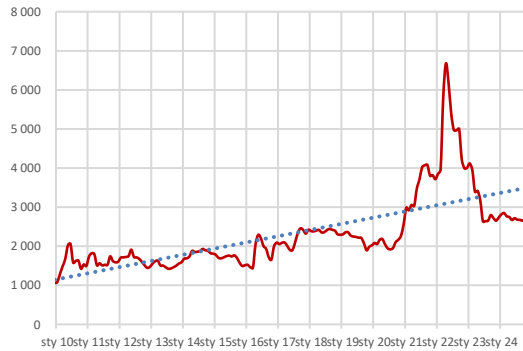
Cena miedzi [PLN/t]



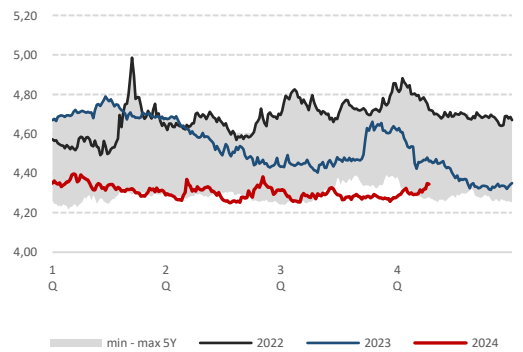
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Cena aluminium [PLN/t]



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



Źródło: BDM S.A., Bloomberg
EUR/PLN



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki za 2Q'2024 [mln PLN]

	2Q'23	2Q'24	zmiana r/r	2Q'24P BDM	odchyl.	1H'23	1H'24	zmiana r/r
Przychody	128,3	111,6	-13,0%	95,0	17,5%	225,8	173,6	-23,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	20,3	18,0	-11,4%	13,2	36,6%	34,9	26,1	-25,4%
Zysk na sprzedaży	14,7	9,2	-37,8%	5,7	62,2%	23,7	10,9	-53,9%
PPO/PKO	0,0	-0,5	---	0,0	---	-1,4	5,7	---
EBITDA	15,9	9,7	-38,9%	6,8	42,8%	24,5	18,7	-23,9%
EBIT	14,8	8,7	-41,3%	5,7	53,5%	22,3	16,6	-25,6%
Zysk brutto	14,2	9,3	-34,2%	5,0	86,2%	22,1	31,6	43,3%
Zysk netto	11,2	8,0	-28,1%	4,1	97,7%	16,9	29,1	71,7%
Marża brutto ze sprzedaży	15,8%	16,1%		13,8%		15,5%	15,0%	
Marża EBITDA	12,4%	8,7%		7,2%		10,9%	10,8%	
Marża EBIT	11,5%	7,8%		5,9%		9,9%	9,6%	
Marża zysku netto	8,7%	7,2%		4,3%		7,5%	16,8%	

Źródło: BDM S.A., spółka

Nowy podział na segmenty działalności [mln PLN]

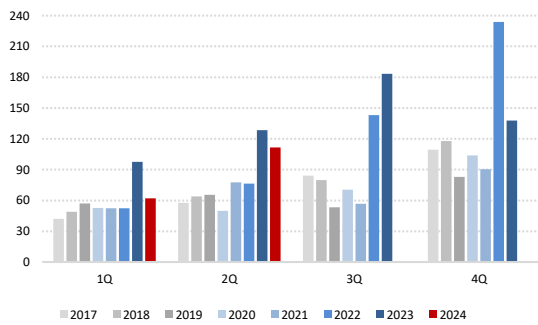
	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24
Przychody ze sprzedaży	97,5	128,3	183,2	137,9	62,0	111,6
Przemysł	16,3	12,1	---	---	12,6	26,5
Energetyka	29,4	68,1	---	---	22,2	31,6
Samorządy	11,9	14,0	---	---	12,9	22,0
Resorty Obronne	37,8	20,8	---	---	10,2	22,5
Trakcja	2,0	13,3	---	---	4,0	8,9
Zysk brutto ze sprzedaży	14,7	20,3	27,5	13,7	8,1	18,0
Przemysł	3,4	0,5	---	---	1,7	6,6
Energetyka	2,7	9,9	---	---	1,2	4,7
Samorządy	2,3	2,4	---	---	1,2	3,1
Resorty Obronne	6,2	5,6	---	---	4,0	2,5
Trakcja	0,1	1,8	---	---	0,0	1,0
Marża brutto ze sprzedaży	15,1%	15,8%			13,1%	16,1%
Przemysł	20,8%	4,2%	---	---	13,4%	24,9%
Energetyka	9,3%	14,6%	---	---	5,5%	14,9%
Samorządy	19,1%	17,1%	---	---	9,2%	13,9%
Resorty Obronne	16,3%	27,1%	---	---	39,1%	11,3%
Trakcja	5,5%	13,4%	---	---	0,6%	11,7%

Źródło: BDM S.A., spółka

- Przychody w 2Q'24 wyniosły 111,6 mln PLN (-13% r/r), Spadek r/r/ był mniejszy od naszych oczekiwań.
- Wzrost r/r odnotowano w segmentach: Przemysł, Resorty Obronne oraz Samorządy. Spadek nastąpił natomiast w największym stopniu w Energetyce i mniej znaczący w Trakcji.
- Rentowność brutto ze sprzedaży (16,1%) była w 2Q'24 minimalnie wyżej r/r i powyżej naszych założeń (zakładaliśmy 13,8% vs 16,1% rok temu). Pozytywnie zaskoczyła przede wszystkim marża w segmencie Przemysłu.
- Koszty SG&A wyraźnie wyższe r/r w 2Q'24 (8,8 mln PLN vs 5,5 mln PLN).
- Minimalnie ujemny wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej w 2Q'24 (-0,5 mln PLN).
- EBITDA w 2Q'24 wyniosła 9,7 mln PLN (vs +15,9 mln PLN rok temu i 6,8 mln PLN nasze oczekiwania).
- Saldo finansowe z dodatnim wpływem na poziomie +0,7 mln PLN.
- Skonsolidowana zysk netto w 2Q'24 na poziomie 8,0 mln PLN (spodziewaliśmy się 4,1 mln PLN).
- Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły -39,5 mln PLN w 2Q'24 (rok temu były dwukrotnie bardziej ujemne). Na koniec okresu spółka miała 4 mln PLN długu netto.

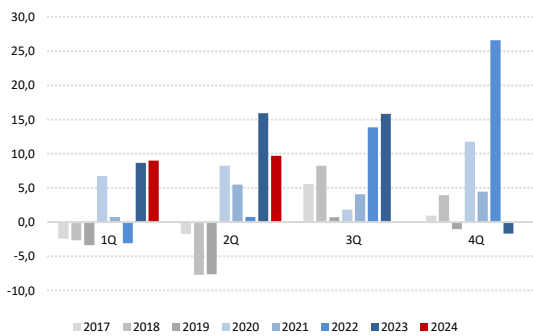
Podsumowując, wyniki spółki za 2Q'24 były słabsze r/r, ale lepsze od naszych założeń. Pozytywnie zaskoczyła m.in. marża w segmencie Przemysłu. Za spadek przychodów r/r odpowiada głównie segment Energetyki. Sezonowo wzrosło zaangażowanie w kapitał obrotowy (wzrost będzie widoczny także prawdopodobnie w 3Q'24). Spółka utrzymała portfel zleceń na poziomie zbliżonym do 1Q'24. Przychodowo okres 2H'24 powinien być naszym zdaniem mocny ze względu na rozpoczęcie prac budowlano-montażowych na kontrakcie na perymetrię na Bugu. Jednocześnie mix przychodów w 2H'24 może być nieco inny niż w 2Q'24, co może wpływać na marżę - segment Resorty Obronne wykazał w 2Q'24 marżę poniżej średniej całej spółki (a ten segment będzie miał duże znaczenie w 2H'24), natomiast np. segment Przemysłu miał w 2Q'24 bardzo wysoką marżę, którą ciężko może być utrzymać. Jednocześnie przy wysokich przychodach powinien być widoczny efekt dźwigni operacyjnej (wzrost kosztów SG&A nie powinien być aż tak odczuwalny dla EBIT jak w 2Q'24). Zarząd na konferencji wynikowej podkreślał przede wszystkim ożywienie po stronie podaży nowych przetargów (podsumowanie telekonferencji wynikowej na stronie 12.).

Przychody [mln PLN]



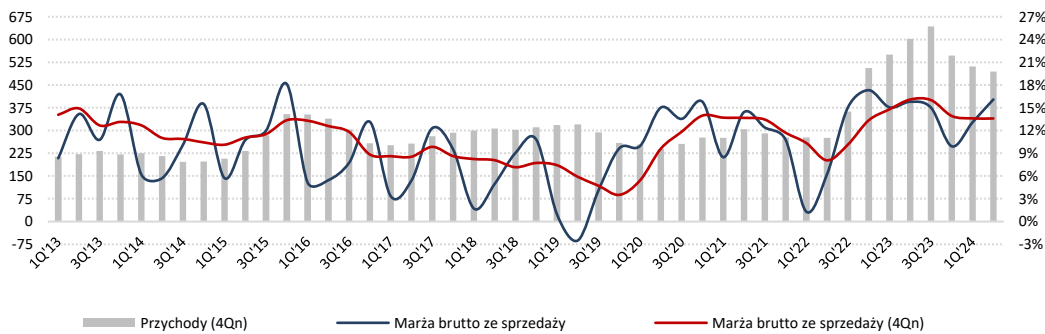
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA [mln PLN]



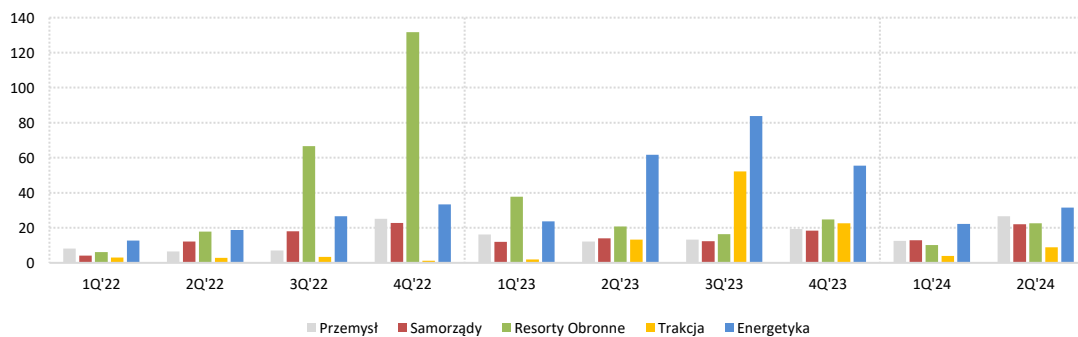
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody oraz marża brutto ze sprzedaży (narastająco 4Q)



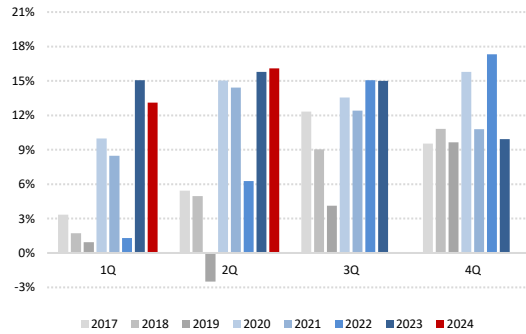
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody kwartalnie głównych pionów spółki [mln PLN]



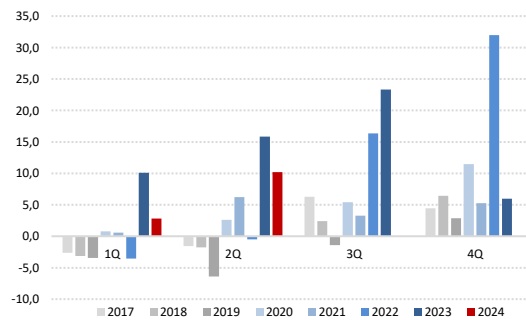
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA skoryg.* [mln PLN]



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

Podsumowanie konferencji wynikowej po 2Q'24 (18/09/2024)**Powódź**

- spółka ma zorganizowaną grupę interwencyjną, uczestniczy w działaniach prewencyjnych we Wrocławiu
- spółka uczestniczy w działaniach porządkujących (np. ruch), likwidacji szkód
- spółka ma aktywne ubezpieczenia na budowach
- realizowane kontrakty nie są obciążone większym ryzykiem (najbardziej zagrożony w Unisławiu Śląskim - poprawa bezpieczeństwa ruchu drogowego na DK35 z grudnia 2023)

1H'24/2Q'24

- spółka jest zadowolona z wyników, nie widzi zagrożeń
- wzrost kosztów zarządu w 1H'24 - zmiana polityki rezerw, rozwiązanie części rezerw w 1H'23, dostosowywanie struktury organizacji (back office) do skali działalności
- waloryzacja nie miała istotnego wpływu na wyniki (<1 mln PLN)

2024

- spółka spodziewa się w kolejnych kwartałach wzrostu przychodów w obszarze specjalnym
- w 3 i 4Q'24 będą widoczne wyższe koszty zarządu (spółka inwestuje w rozwój)
- spółka nie chce odnosić się do założeń na cały 2024 rok (należy brać pod uwagę elastyczność w realizacji poszczególnych kontraktów)

Pozycja gotówkowa

- po 3Q'24 poziom aktywów z tytułu umów może wzrosnąć vs 2Q'24
- w 3Q'24 nadal wysokie zapotrzebowanie gotówkowe (m.in. kontrakt graniczny na Bugu wymaga wysokiego zaangażowania)
- w 4Q'24 może być dług netto (finalne rozliczenie granicy na Bugu dopiero w 2025)

Perymetria lądowa

- kontakt finalnie rozliczony, należności spłynęły

Perymetria na Bugu

- harmonogram prac jest zatwierdzony
- w 3Q'24 i szczególnie 4Q'24 będą widoczne istotne przychody
- na rzece Bug nie ma problemów powodziowych
- projekt jest nieco trudniejszy gotówkowo niż perymetria lądowa
- spółka podtrzymuje zakładaną marżę
- kontrakt miał niewielki wpływ na poziom aktywów z tytułu umów na koniec 2Q'24
- spółka raczej nie skorzysta w istotnym stopniu na umocnieniu PLN, nie spekuluje na kursie, stosowano mechanizm zabezpieczenia marży

Portfel

- obecny portfel dotyczy głównie horyzontu 12 m-cy
- spółka oczekuje wyraźnego wzrostu portfela w średnim/długim terminie
- spółka nie identyfikuje istotnych kontraktów z problemami marżowymi
- dominują obecnie nowe kontrakty na średniej wartości ok. 10 mln PLN (optymalne z punktu widzenia spółki, mniejsza konkurencja ze strony dużych podmiotów, przewaga referencji nad mniejszymi podmiotami)
- spółka raportuje kontrakty o wartości min. 15-20 mln PLN lub o efekcie cenotwórczym
- spółka chce utrzymać portfel >600 mln PLN (może on się jednak przejściowo obniżyć w 2H'24 ze względu na zakładane wysokie przeroby)

Koszty

- spółka obawia się o wzrost kosztów przy ożywieniu w budownictwie (kumulacja prac)
- większość kontraktów ma klauzule waloryzacyjne, spółka poszukuje głównie krótszych kontraktów (do max 24 mce)

Ofertowanie

- spółka pracuje nad ofertą produktową w obszarze magazynów energii średniej i dużej skali oraz energetyki jądrowej (spółka jest na krótkiej liście Bechtela)
- ruszyły na nowo przetargi w spółkach dystrybucyjnych (w tym poniżej prognozy raportowania)
- spółka widzi „odmrożenie” części pomysłów inwestycyjnych, widać ożywienie w przetargach (szczególnie prywatnych)
- sytuacja powodziowa może wpłynąć na przetargi, jednocześnie spółka może być pierwszym wyborem dla samorządów przy pracach dotyczących odbudowy po powodzi

- największy rozjazd w budżetach w trakcie kolejowej/miejskiej (konieczność powtarzania przetargów)
- zasoby pionu specjalnego spółka ma w dużym stopniu wykorzystane, więc w krótkim terminie nie należy spodziewać się nowych dużych kontraktów

PGE Energetyka

- ogłoszono nowe przetargi w ramach projektu MUZA, ale budżety są niedopasowane do obecnych realiów

Dystrybucja

- nie ma dużych prac w ramach transformacji energetycznej, głównie utrzymaniowe, ale widać odblokowanie
- spółka widzi rozwój rynku magazynów energii (ale jest to rynek z dużymi znakami zapytania – m.in. konieczność posiadania zaufanego partnera technologicznego, finansowanie)

PSE

- umowy z PSE są trudne, podwyższone czynniki ryzyka
- spółka preferuje umowy o mniejszej wartości (<50 mln PLN)
- nie wykluczony jest jednak start w przetargach >100 mln PLN, ale nie jest to główny cel

EJ

- spółkę interesuje np. doprowadzenie/wyprowadzenie mocy, monitoring (doświadczenie z Żelaznego Mostu w KGHM)

CPK

- spółka widzi swoje rolę (spółka ma kompetencje w lotniskach, kolej)

Zagranica

- nie ma planów wejścia na rynki eksportowe (w tym m.in. do Ukrainy)

Zatrudnienie

- spółka ocenia 1H'24 jako duży sukces pod względem zwiększania zasobów kadrowych (wykonawczych)
- spółka musi się rozbudowywać, ponieważ widzi potencjał na przychody >600 mln PLN

Propozycja zmiany roku obrotowego

- 1Q jest najbardziej „skromnym” kwartałem, a najdłuższy jest jego okres życia mediowego

Rozszerzenie zarządu

- wykorzystanie doświadczenia Macieja Posadzego w logistyce/IT
- podniesienie możliwości decyzyjnych

Prognoza na 3Q'24
Prognozy wyników na 3Q'2024

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	1-3Q'23	1-3Q'24P	zmiana r/r
Przychody	183,2	182,5	-0,4%	409,0	356,1	-12,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	27,5	25,6	-7,1%	62,4	51,6	-17,3%
Zysk na sprzedaży	22,3	17,1	-23,5%	46,0	28,0	-39,2%
EBITDA	15,8	18,2	14,6%	40,4	36,8	-8,8%
EBIT	14,8	17,1	15,3%	37,1	33,7	-9,3%
Zysk brutto	14,1	15,6	10,7%	36,2	47,2	30,6%
Zysk netto	9,7	12,6	29,8%	26,7	41,7	56,4%
Marża brutto ze sprzedaży	15,0%	14,0%		15,3%	14,5%	
Marża na sprzedaży	12,2%	9,3%		11,2%	7,9%	
marża EBITDA	8,6%	9,9%		9,9%	10,3%	
marża EBIT	8,1%	9,3%		9,1%	9,5%	
marża netto	5,3%	6,9%		6,5%	11,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.,

- Spółka weszła w fazę budowlaną kontraktu na perymetrię na rzece Bug, co wpłynie na istotną poprawę przychodów q/q. W ujęciu r/r spodziewamy się porównywalnej sprzedaży (rok temu istotne były przychody z segmentu Trakcji, które teraz są marginalne). Zakładamy nieco niższy r/r poziom rentowności (na poziomie pomiędzy 1Q' a 2Q'24).
- Na EBIT widoczny może być wpływ wyższych kosztów SG&A, ale z drugiej strony rok temu spółka odnotowała istotnie ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej. Spodziewamy się 17,1 mln PLN EBIT vs 14,8 mln PLN rok temu. Zakładamy wzrost zysku netto do 12,6 mln PLN (vs 9,7 mln PLN rok temu).
- Spodziewamy się wzrostu zaangażowania w kapitał obrotowy w 3Q'24, spółka wypłaciła także dywidendę. Sezonowego splywu gotówki spodziewamy się w 4Q'24/1Q'25.

Wyniki i prognozy wyników kwartalne [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24P	4Q'24P	1Q'25P	2Q'25P	3Q'25P	4Q'25P
Przychody ze sprzedaży	52,4	76,5	143,0	233,7	97,5	128,3	183,2	137,9	62,0	111,6	182,5	195,0	100,5	147,0	152,5	155,5
Przemysł	8,1	6,5	7,0	25,2	16,3	12,1	13,3	19,3	12,6	26,5	30,0	32,5	15,0	27,5	30,0	33,0
Energetyka	12,7	18,7	26,6	33,3	29,4	68,1	83,9	55,6	22,2	31,6	52,5	52,5	27,5	32,5	55,0	57,5
Samorządy	4,0	12,1	18,0	22,7	11,9	14,0	12,3	18,4	12,9	22,0	25,0	27,5	13,0	25,0	32,5	32,5
Resorty Obronne	6,2	17,8	66,7	131,8	37,8	20,8	16,3	24,9	10,2	22,5	65,0	77,5	40,0	52,0	20,0	20,0
Trakcja	3,1	2,9	3,4	1,3	2,0	13,3	52,2	22,6	4,0	8,9	10,0	5,0	5,0	10,0	15,0	12,5
Inne / korekty	18,2	18,4	21,3	19,5	0,0	0,0	5,2	-2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	0,7	4,8	21,5	40,5	14,7	20,3	27,5	13,7	8,1	18,0	25,6	27,3	13,5	21,6	22,2	22,6
SG&A	5,6	6,6	6,1	9,8	5,7	5,5	5,2	8,9	6,3	8,8	8,5	10,1	6,8	9,5	9,0	10,7
Zysk na sprzedaży	-4,9	-1,8	15,4	30,7	9,0	14,7	22,3	4,8	1,8	9,2	17,1	17,2	6,7	12,1	13,2	11,9
Saldo PPO/PKO	0,5	1,2	-2,5	-5,4	-1,5	0,0	-7,5	-7,7	6,2	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-3,1	0,8	13,9	26,6	8,6	15,9	15,8	-1,7	9,0	9,7	18,2	18,3	7,9	13,3	14,4	13,1
EBIT	-4,4	-0,6	12,9	25,3	7,5	14,8	14,8	-2,9	7,9	8,7	17,1	17,2	6,7	12,1	13,2	11,9
Saldo finansowe	-0,3	0,3	0,6	-3,3	0,3	-0,6	-0,7	-1,0	14,3	0,7	-1,4	-0,8	-0,4	-0,6	-1,0	-0,4
Zysk (strata) brutto	-4,8	-0,3	13,5	22,0	7,9	14,2	14,1	-3,9	22,3	9,3	15,6	16,4	6,3	11,5	12,2	11,6
Zysk (strata) netto	-5,4	0,7	11,1	15,6	5,8	11,2	9,7	-4,3	21,1	8,0	12,6	13,3	5,1	9,3	9,9	9,4
CFO	-2,4	11,8	10,5	17,6	9,2	-75,7	29,8	32,8	18,1	-39,5	15,0	21,8	30,0	-50,0	15,0	71,6
Dług (gotówka) netto	-4,6	-18,4	-26,6	-50,5	-59,7	16,7	5,2	-27,1	-39,8	4,2	15,3	-13,1	-41,9	9,2	27,0	-47,8
Przychody zmiana r/r	0,3%	-1,6%	152,2%	158,2%	86,1%	67,8%	28,1%	-41,0%	-36,4%	-13,0%	-0,4%	41,4%	62,2%	31,7%	-16,4%	-20,3%
Przemysł	---	---	---	---	100,0%	85,3%	89,5%	-23,5%	-22,7%	118,7%	125,8%	68,6%	19,1%	3,6%	0,0%	1,5%
Energetyka	---	---	---	---	132,2%	263,1%	214,8%	66,8%	-24,4%	-53,6%	-37,4%	-5,5%	23,6%	2,8%	4,8%	9,5%
Samorządy	---	---	---	---	195,0%	15,1%	-31,7%	-18,8%	8,3%	57,5%	103,3%	49,1%	0,5%	13,5%	30,0%	18,2%
Resorty Obronne	---	---	---	---	511,1%	16,7%	-75,5%	-81,1%	-73,0%	8,1%	297,8%	211,9%	292,0%	131,0%	-69,2%	-74,2%
Trakcja	---	---	---	---	-35,3%	364,5%	1444,4%	1659,0%	101,2%	-33,1%	-80,8%	-77,9%	25,8%	12,1%	50,0%	150,0%
Marża brutto ze sprzedaży	1,3%	6,3%	15,1%	17,3%	15,1%	15,8%	15,0%	9,9%	13,1%	16,1%	14,0%	14,0%	13,4%	14,7%	14,5%	14,5%
SG&A/przychody	10,6%	8,6%	4,3%	4,2%	5,8%	4,3%	2,8%	6,4%	10,2%	7,9%	4,7%	5,2%	6,7%	6,5%	5,9%	6,9%
Marża na sprzedaży	-9,3%	-2,4%	10,8%	13,1%	9,2%	11,5%	12,2%	3,5%	2,9%	8,2%	9,3%	8,8%	6,7%	8,2%	8,7%	7,7%
Marża EBITDA	-5,9%	1,0%	9,7%	11,4%	8,9%	12,4%	8,6%	-1,2%	14,5%	8,7%	9,9%	9,4%	7,8%	9,0%	9,4%	8,4%
Marża EBIT	-8,4%	-0,8%	9,0%	10,8%	7,7%	11,5%	8,1%	-2,1%	12,8%	7,8%	9,3%	8,8%	6,7%	8,2%	8,7%	7,7%
Marża zysku netto	-10%	0,9%	7,8%	6,7%	5,9%	8,7%	5,3%	-3,1%	34,0%	7,2%	6,9%	6,8%	5,1%	6,3%	6,5%	6,0%

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

Prognozy roczne
Skorygowane prognozy wyników na lata 2024-2026 rok [mln PLN]

	2024P			2025P			2026P		
	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	575,0	551,1	-4,2%	520,0	555,5	6,8%	578,3	621,3	7,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	71,7	78,9	10,1%	65,4	79,9	22,1%	72,0	88,1	22,3%
EBITDA	68,8	55,2	-19,8%	42,4	48,5	14,5%	44,9	51,7	15,2%
EBIT	64,2	50,9	-20,7%	37,8	43,9	16,3%	40,4	47,3	17,0%
Zysk (strata) netto	52,6	55,1	4,7%	31,9	33,7	5,6%	33,7	39,0	15,8%
Dług (gotówka) netto	-45,4	-13,1	---	-58,5	-47,8	---	-62,6	-56,1	---
Marża zysku brutto ze sprzedaży	12,5%	14,3%		12,6%	14,4%		12,5%	14,2%	
Marża EBITDA	12,0%	10,0%		8,2%	8,7%		7,8%	8,3%	
Marża EBIT	11,2%	9,2%		7,3%	7,9%		7,0%	7,6%	
Marża zysku netto	9,1%	10,0%		6,1%	6,1%		5,8%	6,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja z 20.05.2024

- Nieznacznie obniżyliśmy prognozę przychodów na 2024 rok (kontrakt na perymetrię na Bugu w część budowlaną wszedł nieco później niż oczekiwaliśmy). Nasza prognoza przychodów została natomiast podwyższona na 2025 rok (głównie przesunięcie z 2024). Portfel na przyszły rok wydaje się obecnie dość dobrze wypełniony (spółka ma jeszcze trochę czasu, by uzupełnić go w horyzoncie 2H'25).
- Jednocześnie podnosimy nasze prognozy przychodów w dłuższym terminie. Zarząd sygnalizuje ożywienie w podaży przetargów w obszarach, w których działa spółka (m.in. sieci energetyczne, samorządy, przemysł). Spółka celuje głównie w małe i średnie kontrakty, gdzie z jednej strony jest w stanie (nadal) kosztowo być bardziej efektywna od największych podmiotów, a z drugiej wygrywać referencjami z mniejszymi.
- Zwracamy uwagę na kilka aspektów, które mogą przyczynić się do trwalszego zbudowania nowych istotnych obszarów działalności spółki (a które mogą być jeszcze nadal postrzegane dość jednorazowo). Spółka z sukcesem zrealizowała kontrakty dla PGE Energetyka Kolejowa (d. PKP Energetyka) – uważamy, że w przyszłości rynek zasilania trakcji kolejowej czy miejskiej będzie znajdował się w kręgu trwałego zainteresowania spółki. Po drugie dostrzegamy ostatnie deklaracje rządu o potrzebie wzmocnienia wschodniej granicy Polski, co może wygenerować nowe kontrakty dla spółki (spółka historycznie była dobrze zakorzeniona w obszarze inwestycji obronnych, ale dopiero kontrakty na perymetrię pozwoliły zbudować istotną skalę i przewagi konkurencyjne związane np. z referencjami). Zwracamy także uwagę na pozyskanie kontraktów dla PSE w ostatnich miesiącach. PSE nie był dotychczas istotnym klientem spółki (o poprzednich kontraktach z tym zamawiającym spółka raportowała w 2019 roku i były to kontrakty eksploatacyjne). Ze względu na bardzo duży program inwestycyjny (roczne nakłady PSE mogą w zasadzie się 3-4x wyższe niż dotychczas ze względu na konieczność zmiany struktury sieci przesyłowej na obsługę MFV i atomu) może być to interesujący obszar rozwoju dla spółki (wydaje się, że obecnie raczej w zakresie mniejszych przetargów, ewentualnie selektywnie w zakresie tych o wartości >100 mln PLN, jeśli nie będzie to miało wpływu na ograniczenie dywersyfikacji portfela zleceń).
- Oczekujemy silnej przychodowo końcówki 2024 roku w związku z realizacją prac budowlanych na perymetrii (szczegóły umowy: [link](#)). Zakładamy, że spółka w 2024 roku wypracuje 551 mln PLN przychodów oraz 55,1 mln PLN zysku netto (na prognozy wpływ ma księgowy zysk na poziomie 18,2 mln PLN z utraty kontroli nad Zeusem ujęty w 1Q'24). Zakładamy, że rentowność brutto ze sprzedaży w 2024 roku będzie wyższa r/r (w 1H'24 była prawie porównywalna, natomiast w 2H'24 baza jest niższa, głównie ze względu na ujęte jeszcze wtedy wyniki Zeusa i zmiany w polityce rezerw gwarancyjnych).
- W 2025 estymujemy obecnie po ok. 556 mln PLN przychodów oraz 33,7 mln PLN zysku netto. Spółka raczej selektywnie podchodziła do ofertowania w poprzednich kwartałach, marżę brutto zakładamy na poziomie zbliżonym r/r.
- Spodziewamy się, że podaż kontraktów w obszarach, w których działa spółka (m.in. sieci dystrybucyjne) na przełomie 2024/25 na tyle istotnie wzrośnie, że ich pozyskanie nie będzie się wiązało z aż tak dużym ryzykiem dla marż. W kolejnych latach przyjmujemy jednocześnie stopniowy, powolny spadek rentowności. Zwracamy uwagę, że w przypadku spółek budowlanych/installacyjnych, im wyższe przychody, tym trudniej generalnie utrzymywać wysokie marże (konieczność wyjścia poza nisze, wyższe ryzyka na większych kontraktach).
- Zakładana przez nas skorygowana marża EBIT (marża wyniku na sprzedaży) w 2024 roku kształtuje się na poziomie 8,2%, a w kolejnym roku na poziomie 7,9%. W długim terminie przyjmujemy nieco powyżej 7% (poprzednio <7%, mamy na uwadze zbudowane przez spółkę kompetencja w nowych obszarach, co powinno umożliwić zdobywanie bardziej specjalistycznych kontraktów).
- W przypadku pozycji gotówkowej zakładamy, że na koniec 2024 roku będzie ona słabsza niż na koniec 2023 roku. Spółka wypłaciła rekordową dywidendę, przyjmujemy, że spływ kapitału obrotowego z kontraktu na

perymetrię na Bugu nastąpi bardziej w 1H'25 niż w 4Q'24. Zakładamy, że spółka będzie regularnie wypłacać dywidendę w kolejnych latach. Zakładamy też normalizację cyklu konwersji gotówki, po nieco bardziej wymagającym 2024 roku.

Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży	310,5	258,6	276,8	277,2	505,6	546,9	551,1	555,5	621,3	682,9	737,5	777,6	806,9	834,0	858,2	879,1
Przemysł	---	---	---	---	46,9	61,0	101,6	105,5	113,4	121,9	128,0	131,9	135,2	138,5	142,0	144,8
Energetyka	---	---	---	---	91,4	224,7	158,8	172,5	198,4	218,2	240,0	259,2	275,8	289,9	301,8	311,7
Samorządy	---	---	---	---	56,9	56,7	87,5	103,0	113,3	119,0	123,7	127,4	130,0	132,6	135,2	137,9
Resorty Obronne	---	---	---	---	222,5	99,7	175,2	132,0	145,2	152,4	160,1	164,9	169,8	174,9	179,1	182,6
Trakcja	---	---	---	---	10,6	90,2	27,9	42,5	51,0	71,4	85,7	94,2	96,1	98,1	100,0	102,0
Inne / korekty	---	---	---	---	77,4	14,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	24,0	9,1	38,7	32,5	67,5	76,1	78,9	79,9	88,1	95,4	101,6	106,7	110,7	114,4	117,7	120,5
SG&A	23,2	22,3	23,8	22,6	28,1	25,3	33,7	35,9	40,8	44,5	47,7	49,9	51,4	52,7	53,8	54,7
Zysk na sprzedaży	0,8	-13,2	14,9	9,8	39,4	50,8	45,2	43,9	47,3	50,9	53,9	56,8	59,3	61,7	63,9	65,8
Saldo PPO/PKO	-2,1	-2,9	8,3	-0,6	-6,2	-16,6	5,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	1,8	-11,3	28,6	14,8	38,1	38,7	55,2	48,5	51,7	55,4	58,4	61,4	63,8	66,2	68,4	70,4
EBIT	-1,3	-16,1	23,2	9,3	33,2	34,2	50,9	43,9	47,3	50,9	53,9	56,8	59,3	61,7	63,9	65,8
Saldo finansowe	-1,3	-2,0	-1,7	-1,6	-2,8	-2,0	12,8	-2,4	0,9	1,2	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7
Zysk (strata) brutto	-2,6	-18,1	21,6	7,6	30,4	32,3	63,7	41,6	48,2	52,1	55,3	58,4	60,9	63,3	65,5	67,5
Zysk (strata) netto	-3,9	-14,5	16,6	6,6	22,0	22,4	55,1	33,7	39,0	42,2	44,8	47,3	49,4	51,3	53,1	54,7
CFO	-31,3	5,7	34,4	1,8	37,5	-3,9	15,4	66,6	37,0	40,7	44,1	48,2	50,8	53,0	55,2	57,1
Dług (gotówka) netto	14,8	21,8	-10,9	-10,1	-50,5	-27,1	-13,1	-47,8	-56,1	-64,5	-74,2	-74,9	-75,9	-77,0	-78,4	-80,0
Przychody zmiana r/r	5,9%	-16,7%	7,0%	0,1%	82,4%	8,2%	0,8%	0,8%	11,8%	9,9%	8,0%	5,4%	3,8%	3,4%	2,9%	2,4%
Przemysł	---	---	---	---	---	30,0%	66,7%	3,8%	7,5%	7,5%	5,0%	3,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,0%
Energetyka	---	---	---	---	---	145,9%	-29,3%	8,6%	15,0%	10,0%	10,0%	8,0%	6,4%	5,1%	4,1%	3,3%
Samorządy	---	---	---	---	---	-0,4%	54,3%	17,8%	10,0%	5,0%	4,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Resorty Obronne	---	---	---	---	---	-55,2%	75,8%	-24,7%	10,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,4%	1,9%
Trakcja	---	---	---	---	---	751,2%	-69,1%	52,4%	20,0%	40,0%	20,0%	10,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Marża brutto ze sprzedaży	7,7%	3,5%	14,0%	11,7%	13,3%	13,9%	14,3%	14,4%	14,2%	14,0%	13,8%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%
SG&A/przychody	7,5%	8,6%	8,6%	8,2%	5,6%	4,6%	6,1%	6,5%	6,6%	6,5%	6,5%	6,4%	6,4%	6,3%	6,3%	6,2%
Marża na sprzedaży	0,3%	-5,1%	5,4%	3,5%	7,8%	9,3%	8,2%	7,9%	7,6%	7,5%	7,3%	7,3%	7,4%	7,4%	7,4%	7,5%
Marża EBITDA	0,6%	-4,4%	10,3%	5,3%	7,5%	7,1%	10,0%	8,7%	8,3%	8,1%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	8,0%	8,0%
Marża EBIT	-0,4%	-6,2%	8,4%	3,3%	6,6%	6,3%	9,2%	7,9%	7,6%	7,5%	7,3%	7,3%	7,4%	7,4%	7,4%	7,5%
Marża zysku netto	-1,3%	-5,6%	6,0%	2,4%	4,3%	4,1%	10,0%	6,1%	6,3%	6,2%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,2%	6,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Aktywa trwałe	57,1	43,6	31,9	31,6	31,7	31,8	31,8	31,9	31,9	32,0	32,0	32,0
Wartości niematerialne i prawne	6,5	6,6	6,7	6,9	7,0	7,3	7,5	7,6	7,7	7,8	7,8	7,9
Rzeczowe aktywa trwałe	12,4	13,1	13,1	12,6	12,6	12,4	12,3	12,2	12,2	12,1	12,1	12,1
Nieruchomości inwestycyjne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa trwałe	38,1	24,0	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1
Aktywa obrotowe	211,2	225,0	240,7	247,0	275,3	301,8	326,9	338,3	347,4	355,8	363,4	370,1
Zapasy	3,4	2,9	2,9	2,9	3,3	3,6	3,9	4,1	4,2	4,4	4,5	4,6
Należności krótkoterminowe	151,2	189,0	219,2	191,9	212,7	231,8	248,1	259,3	267,3	274,4	280,5	285,4
Investycje krótkoterminowe	56,7	33,2	18,6	52,1	59,3	66,4	74,9	74,9	75,9	77,0	78,4	80,0
- w tym środki pieniężne	56,7	33,2	18,6	52,1	59,3	66,4	74,9	74,9	75,9	77,0	78,4	80,0
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	268,3	268,6	272,6	278,5	307,0	333,6	358,7	370,2	379,3	387,8	395,4	402,1
Kapitał (fundusz) własny	98,1	105,3	135,4	141,4	155,2	168,1	181,3	183,8	185,8	187,8	189,6	191,2
Kapitał mniejszości	1,1	-2,1	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	169,2	165,4	139,4	139,3	153,9	167,6	179,6	188,6	195,6	202,2	208,0	213,1
Rezerwy na zobowiązania	21,6	33,2	33,5	33,7	37,7	41,3	44,6	47,0	48,7	50,3	51,7	53,0
Zobowiązania długoterminowe	3,6	2,8	2,8	2,1	1,4	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	3,6	2,8	2,8	2,1	1,4	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	144,0	129,4	103,1	103,4	114,9	125,6	135,0	141,6	147,0	151,9	156,3	160,1
- w tym zobowiązania oprocentowane	2,6	3,2	2,7	2,2	1,7	1,2	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	268,3	268,6	272,6	278,5	307,0	333,6	358,7	370,2	379,3	387,8	395,4	402,1
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody netto ze sprzedaży	505,6	546,9	551,1	555,5	621,3	682,9	737,5	777,6	806,9	834,0	858,2	879,1
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	67,5	76,1	78,9	79,9	88,1	95,4	101,6	106,7	110,7	114,4	117,7	120,5
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	28,1	25,3	33,7	35,9	40,8	44,5	47,7	49,9	51,4	52,7	53,8	54,7
Zysk (strata) na sprzedaży	39,4	50,8	45,2	43,9	47,3	50,9	53,9	56,8	59,3	61,7	63,9	65,8
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-6,2	-16,6	5,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	38,1	38,7	55,2	48,5	51,7	55,4	58,4	61,4	63,8	66,2	68,4	70,4
EBIT	33,2	34,2	50,9	43,9	47,3	50,9	53,9	56,8	59,3	61,7	63,9	65,8
Saldo działalności finansowej	-2,8	-2,0	12,8	-2,4	0,9	1,2	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7
Zysk (strata) brutto	30,4	32,3	63,7	41,6	48,2	52,1	55,3	58,4	60,9	63,3	65,5	67,5
Zysk (strata) netto mniejszości	0,5	-2,7	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) netto**	22,0	22,4	55,1	33,7	39,0	42,2	44,8	47,3	49,4	51,3	53,1	54,7
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
CF [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przepływy z działalności operacyjnej	37,5	-3,9	15,4	66,6	37,0	40,7	44,1	48,2	50,8	53,0	55,2	57,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	5,5	2,5	-4,4	-4,3	-3,1	-2,9	-2,7	-2,6	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5
Przepływy z działalności finansowej	-5,0	-22,2	-25,5	-28,8	-26,7	-30,7	-33,0	-45,6	-47,3	-49,4	-51,3	-53,1
Przepływy pieniężne netto	38,0	-23,6	-14,5	33,5	7,2	7,2	8,5	0,0	0,9	1,1	1,4	1,6
Środki pieniężne na początek okresu	18,7	56,7	33,2	18,6	52,1	59,3	66,4	74,9	74,9	75,9	77,0	78,4
Środki pieniężne na koniec okresu	56,7	33,2	18,6	52,1	59,3	66,4	74,9	74,9	75,9	77,0	78,4	80,0
Wskaźniki	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody zmiana r/r	82%	8%	1%	1%	12%	10%	8%	5%	4%	3%	3%	2%
EBITDA zmiana r/r	158%	1%	43%	-12%	7%	7%	5%	5%	4%	4%	3%	2%
Zysk netto zmiana r/r	233%	2%	146%	-39%	16%	8%	6%	6%	4%	4%	3%	3%
Marża brutto na sprzedaży	13,3%	13,9%	14,3%	14,4%	14,2%	14,0%	13,8%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%
Marża EBITDA	7,5%	7,1%	10,0%	8,7%	8,3%	8,1%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	8,0%	8,0%
Marża EBIT	6,6%	6,3%	9,2%	7,9%	7,6%	7,5%	7,3%	7,3%	7,4%	7,4%	7,4%	7,5%
Marża netto	4,3%	4,1%	10,0%	6,1%	6,3%	6,2%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,2%	6,2%
SG&A / przychody	5,6%	4,6%	6,1%	6,5%	6,6%	6,5%	6,5%	6,4%	6,4%	6,3%	6,3%	6,2%
ROE	22,4%	21,2%	40,7%	23,8%	25,1%	25,1%	24,7%	25,7%	26,6%	27,3%	28,0%	28,6%
ROA	8,2%	8,3%	20,2%	12,1%	12,7%	12,6%	12,5%	12,8%	13,0%	13,2%	13,4%	13,6%
Dług	6,2	6,1	5,6	4,4	3,2	2,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	6,0%	5,4%	3,9%	3,0%	2,0%	1,1%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	6,4%	5,7%	4,1%	3,1%	2,0%	1,2%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	6,4%	5,7%	4,1%	3,1%	2,0%	1,2%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-50,5	-27,1	-13,1	-47,8	-56,1	-64,5	-74,2	-74,9	-75,9	-77,0	-78,4	-80,0
Dług netto / kapitał własny	-0,52	-0,26	-0,10	-0,34	-0,36	-0,38	-0,41	-0,41	-0,41	-0,41	-0,41	-0,42
Dług netto / EBITDA	-1,3	-0,7	-0,2	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2	-1,1	-1,1
EV	278,9	302,3	316,4	281,7	273,3	264,9	255,2	254,5	253,6	252,4	251,0	249,4
Dług / EV	2,2%	2,0%	1,8%	1,5%	1,2%	0,7%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,3%	0,3%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%
CAPEX / Amortyzacja	33,8%	40,8%	104,3%	92,7%	103,3%	101,3%	101,6%	101,5%	100,7%	100,8%	100,3%	100,4%
Zmiana KO / Przychody	-2,6%	8,4%	5,3%	-5,1%	1,0%	0,7%	0,5%	0,3%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-5,8%	110,9%	713,7%	-637,7%	9,0%	8,3%	7,3%	5,3%	4,6%	3,8%	2,6%	1,0%
P/E*	15,0	14,7	6,0	9,8	8,4	7,8	7,4	7,0	6,7	6,4	6,2	6,0
P/BV*	3,4	3,1	2,4	2,3	2,1	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7
EV/EBITDA*	7,3	7,8	5,7	5,8	5,3	4,8	4,4	4,1	4,0	3,8	3,7	3,5
EV/EBIT*	8,4	8,8	6,2	6,4	5,8	5,2	4,7	4,5	4,3	4,1	3,9	3,8
EV/S*	0,6	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
DPS	0,00	1,55	2,50	2,77	2,53	2,93	3,17	4,49	4,74	4,94	5,14	5,32
Payout ratio	0,0%	70,2%	111,6%	50,2%	75,0%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 33,0

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

Andrzej Wodecki

Młodszy analityk rynku akcji

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 39

e-mail: andrzej.wodecki@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału

tel. (022) 62-20-848

e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Piotr Dedecjus

tel. (022) 62-20-100

e-mail: piotr.dedecjus@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855

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

Piotr Komorowski

tel. (022) 62-20-851

e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

Tomasz Grzeszczyk

tel. (022) 62-20-854

e-mail: tomasz.grzeszczyk@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

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

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

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

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'24*:

	Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'24*:		, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	20%	0	0%
Akumuluj	2	40%	0	0%
Trzymaj	1	20%	0	0%
Redukuj	1	20%	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: 2024-10-28

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-10-28 (08:15 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-10-28 (08:15 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 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 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 wycytane 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 przestrzeganiu 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 2024-10-28:

- 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.