



Dom Maklerski BDM S.A.

## ELEKTROTIM

### RAPORT ANALITYCZNY

Umowa na zaprojektowanie i wybudowanie bariery elektronicznej na granicy białoruskiej za 270 mln PLN netto wpłynęła na znaczącą zmianę perspektyw wynikowych spółki w 2022-2023 roku w otoczeniu pogarszających się marż na kontraktach pozyskanych w latach 2019-2020. Tym samym, mimo trudnego rynku i wielu wyzwań, podnieśliśmy nasze założenia na ten okres podtrzymując rekomendację KUPUJ dla spółki z ceną docelową 11,0 PLN/akcję. W najbliższych latach spółka powinna być beneficjentem transformacji energetycznej i wzrostu nakładów OSD na sieci, przyłączenie OZE oraz inwestycji w obszarze obronności.

**Kontrakt „życia” na granicy.** Pozyskany 24.03.22 kontrakt na granicy białoruskiej od strony technicznej jest podobny do projektu dla Bieszczadzkiego Oddziału SG realizowanego w latach 2020-2021. Cena bariery wynosiła wtedy 0,56 mln PLN/km. Obecnie to 1,34 mln PLN/km (+137%), przy czym wzrost kosztów miedzi w tym okresie to +81%, a pracy +36% r/r. Pozwala to oczekiwać satysfakcjonującej rentowności. Do jej szacowania podeszliśmy konserwatywnie z uwzględnieniem wielu ryzyk (marża ok. 15%). Płynność w okresie realizacji umowy powinna zapewniać 15% zaliczka (50 mln PLN), relatywnie szybkie fakturowanie i blisko 40 mln PLN dostępnych linii kredytowych. Podkreślamy, że po informacji o podpisaniu umowy z POSG kurs akcji w niecałe 2 dni zyskał ponad 50%. Niemniej w ostatnim czasie wrócił na poziomy sprzed komunikatu.

**Duża strata w 1Q'22,...** Strata w 1Q'22 okazała się większa od naszych oczekiwań. Sprzedaż wyniosła 52,4 mln PLN (0% r/r, -14% vs oczek.). Marża brutto wyniosła tylko 1,3% (narastająco za 12 miesięcy 10,3% vs 13,7% rok temu) w związku z negatywną wyceną kontraktów długoterminowych (efekt wzrostu kosztów surowcowych, spółka informowała, że jest w trakcie negocjacji z inwestorami), co potwierdzał CEO w wywiadach. W rezultacie strata netto wyniosła -5,4 mln PLN vs -1,2 mln PLN oczek.

**...a 2Q'22 niepewny.** W 2Q'22 zakładamy pierwsze fakturowanie z kontraktu „Granica” (projekt 13,5 mln PLN). Dzięki temu spółka w 2Q'22 wypracuje zysk. Bez fakturowania „Granicy” oczekujemy spadku przychodów o -31% r/r i straty netto choć mniejszej niż w 1Q'22. Na poziomie jednostkowym możliwy odpis ok. -6 mln PLN wartości ZEUS.

**Beneficjent transformacji energetycznej i RePowerEU.** W horyzoncie 2030 roku oczekujemy istotnego wzrostu nakładów na sieci energetyczne, które są wąskim gardłem rozwoju OZE w Polsce. Wg informacji URE z czerwca'22 to ok. 100 mld PLN. Podkreślamy, że segment sieci stanowi 40-50% przychodów Elektrotim, a strategicznym klientem (ok. 20%) jest Tauron. Wskazujemy, że wojna na Ukrainie zdecydowanie przyspieszyła transformację energetyczną w UE. Opublikowany dn. 18.05.2022 europejski plan uniezależnienia się od rosyjskich surowców **RePowerEU** zakłada masowe i szybkie wdrażanie energii odnawialnej (gł. PV), co wymaga rozbudowy sieci.

**Spółka z ekspozycją na segment wojskowy.** Sprzedaż do sektora obronności w 2021 roku stanowiła 9% przychodów GK Elektrotim, a historycznie 10-20% (spółka ZEUS). Przypominamy, że znolizowana po wybuchu wojny na Ukrainie ustawa o obronie Ojczyzny zakłada wzrost wydatków na obronność do poziomu 3% PKB od 2023 roku, co w zasadzie oznacza podwojenie budżetu MON wobec wartości z 2021 roku.

**Wśród potencjalnych zagrożeń...** wskazujemy na istoty wzrost kosztów materiałowych i wykonawstwa, dużą skalę kontraktu na granicy i odejść pracowników (-124 os. w latach 2020-2021, -21%) po m.in. rezygnacji wieloletniego prezesa spółki w 2020 roku jak również potencjalną podaż akcji ze strony byłych członków organów spółki.

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	258,6	276,8	277,2	444,0	406,6	357,8
EBITDA adj. [mln PLN]	-8,4	20,3	15,3	25,5	21,2	18,3
EBITDA [mln PLN]	-11,3	28,6	14,8	25,9	21,2	18,3
EBIT [mln PLN]	-16,1	23,2	9,3	20,4	15,6	13,1
Wynik netto [mln PLN]	-14,5	16,6	6,6	13,7	12,5	10,8
P/BV	1,2	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7
P/E	---	3,9	9,8	4,7	5,2	6,0
EV/EBITDA	---	1,9	3,7	3,1	2,2	3,1
EV/EBIT	---	2,3	5,9	3,9	3,1	4,4
DPS w okresie	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00
DY	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	15,4%	15,4%

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

## KUPUJ

(POPZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 11,0 PLN

15 CZERWCA 2022, 07:00 CEST

Wycena końcowa [PLN]	11,0
Potencjał do wzrostu / spadku	69,5%
Koszt kapitału	12,50%
Cena rynkowa [PLN]	6,50
Kapitalizacja [mln PLN]	64,7
Ilość akcji [mln. szt.]	10,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	8,2
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	4,8
Stopa zwrotu za 3 mc	14,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	22,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	-9,0%
Akcjonariat (% głosów):	
K. Folta z żoną Ewą	17,3%
K. Wieczorkowski	13,2%
Aviva OFE	9,8%
M. Nowakowski	6,1%
NN OFE	5,9%
Pozostali	47,8%

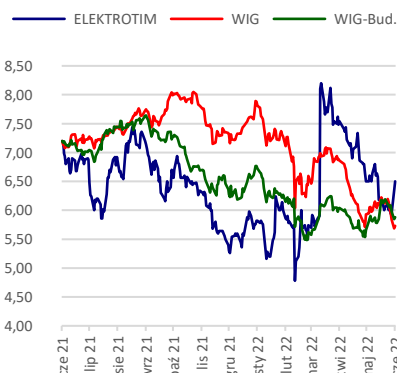
Krystian Brymora

brymora@bdm.com.pl

tel. (+48) 501 238 443

Dom Maklerski BDM S.A.

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



Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

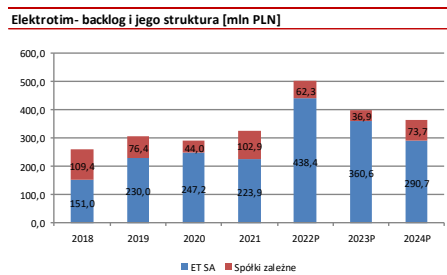
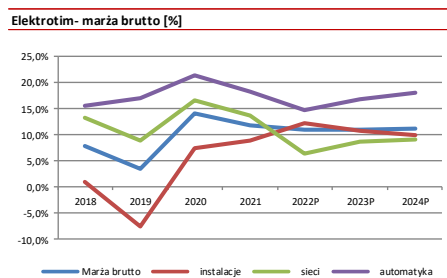
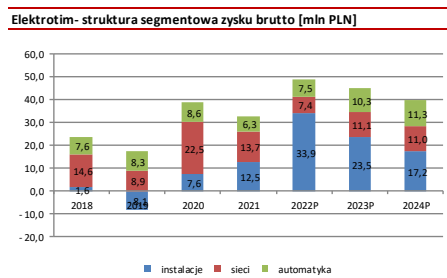
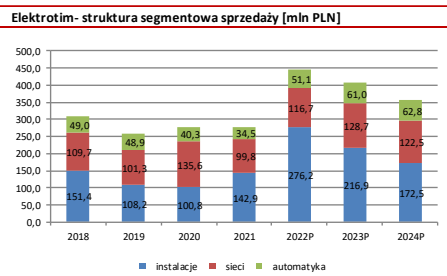
Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM. Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

**SPIS TREŚCI:**

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE.....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE .....	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
WYNIKI ZA 1Q'22.....	8
PROGNOZA NA 2Q'22 I KOLEJNE OKRESY .....	11
PERSPEKTYWA 2022+ .....	12

**WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE**

Rachunek wyników [mln PLN]	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>310,5</b>	<b>258,6</b>	<b>276,8</b>	<b>277,2</b>	<b>444,0</b>	<b>406,6</b>	<b>357,8</b>
instalacje	151,4	108,2	100,8	142,9	276,2	216,9	172,5
sieci	109,7	101,3	135,6	99,8	116,7	128,7	122,5
automatyka	49,0	48,9	40,3	34,5	51,1	61,0	62,8
w tym przychody ET SA	206,6	174,1	199,7	208,0	288,7	281,2	294,6
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>24,0</b>	<b>9,1</b>	<b>38,7</b>	<b>32,5</b>	<b>48,9</b>	<b>44,8</b>	<b>39,6</b>
instalacje	1,6	-8,1	7,6	12,5	33,9	23,5	17,2
sieci	14,6	8,9	22,5	13,7	7,4	11,1	11,0
automatyka	7,6	8,3	8,6	6,3	7,5	10,3	11,3
<b>Marża brutto</b>	<b>7,7%</b>	<b>3,5%</b>	<b>14,0%</b>	<b>11,7%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,1%</b>
instalacje	1,1%	-7,5%	7,5%	8,8%	12,3%	10,8%	10,0%
sieci	13,3%	8,8%	16,6%	13,7%	6,4%	8,6%	9,0%
automatyka	15,5%	17,0%	21,4%	18,2%	14,8%	16,8%	18,0%
Koszty SG&A	23,2	22,3	23,8	22,6	28,9	29,2	26,5
% sprzedaży	7,5%	8,6%	8,6%	8,2%	6,5%	7,2%	7,4%
PDO	-2,1	-2,9	8,3	-0,6	0,5	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>1,8</b>	<b>-11,3</b>	<b>28,6</b>	<b>14,8</b>	<b>25,9</b>	<b>21,2</b>	<b>18,3</b>
EBITDA adj.	3,9	-8,4	20,3	15,3	25,5	21,2	18,3
<b>EBIT</b>	<b>-1,3</b>	<b>-16,1</b>	<b>23,2</b>	<b>9,3</b>	<b>20,4</b>	<b>15,6</b>	<b>13,1</b>
marża EBIT	-0,4%	-6,2%	8,4%	3,3%	4,6%	3,8%	3,7%
<b>Zysk brutto</b>	<b>-2,6</b>	<b>-18,1</b>	<b>21,6</b>	<b>7,6</b>	<b>18,7</b>	<b>15,3</b>	<b>13,1</b>
<b>Zysk netto</b>	<b>-3,9</b>	<b>-14,5</b>	<b>16,6</b>	<b>6,6</b>	<b>13,7</b>	<b>12,5</b>	<b>10,8</b>
<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>39,5</b>	<b>48,7</b>	<b>44,5</b>	<b>39,2</b>	<b>39,1</b>	<b>39,1</b>	<b>39,5</b>
RAT	22,9	19,0	21,6	18,8	18,1	18,1	18,5
WNI P i wartość firmy	10,0	10,2	10,7	10,0	9,9	9,9	9,9
Inwestycje długoterminowe	1,9	2,7	4,4	3,7	5,2	5,2	5,2
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>139,1</b>	<b>108,4</b>	<b>138,0</b>	<b>141,7</b>	<b>278,4</b>	<b>188,6</b>	<b>208,8</b>
Zapasy	2,6	2,8	4,3	3,7	20,0	12,8	16,1
Należności	90,6	67,7	78,3	99,1	187,7	119,9	151,3
Środki pieniężne i ekwiwalenty	3,1	4,9	23,3	18,7	9,7	17,0	7,2
Inne aktywa krótkoterminowe**	42,7	33,0	32,1	20,1	61,0	39,0	34,3
<b>Aktywa razem</b>	<b>178,6</b>	<b>157,1</b>	<b>182,5</b>	<b>180,8</b>	<b>317,5</b>	<b>227,7</b>	<b>248,3</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>71,5</b>	<b>54,4</b>	<b>71,3</b>	<b>77,9</b>	<b>91,5</b>	<b>94,1</b>	<b>95,0</b>
Zobowiązania długoterminowe	1,5	4,5	7,7	5,6	5,0	0,4	0,4
Oprocentowane	0,0	4,5	7,0	5,1	4,6	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	95,5	82,8	86,4	83,7	208,0	120,3	140,0
Oprocentowane	19,9	22,2	5,4	3,6	20,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	57,4	48,1	50,9	66,4	139,9	89,3	112,7
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe***	19,9	12,3	28,4	12,5	47,7	30,5	26,8
<b>Rezerwy na zobowiązania</b>	<b>10,1</b>	<b>11,2</b>	<b>17,1</b>	<b>13,6</b>	<b>12,9</b>	<b>12,9</b>	<b>12,9</b>
<b>Pasywa razem</b>	<b>178,6</b>	<b>157,1</b>	<b>182,5</b>	<b>180,8</b>	<b>317,5</b>	<b>227,7</b>	<b>248,3</b>
<b>Cash Flow [mln PLN]</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>
Przepływy z dział. operacyjnej	-31,3	5,7	34,4	1,8	-17,2	47,8	5,7
Amortyzacja	3,1	4,8	5,4	5,5	5,5	5,6	5,2
Kapitał obrotowy	-8,1	8,9	15,2	-10,2	-12,1	7,3	-15,0
Przepływy z dział. inwestycyjnej	-2,9	-2,3	6,6	-0,2	-6,0	-5,6	-5,6
CAPEX	-1,0	-0,3	-0,7	-1,1	-4,5	-5,6	-5,6
Przepływy z dział. finansowej	10,6	-1,6	-22,6	-6,2	14,2	-34,9	-10,0
Zmiana zadłużenia	6,9	8,8	-14,3	-1,9	16,0	-24,6	0,0
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0	-1,0
Odsetki	-1,3	-2,0	-1,7	-0,7	-1,5	-0,3	0,0
<b>Zmiana środków pieniężnych</b>	<b>-23,6</b>	<b>1,8</b>	<b>18,4</b>	<b>-4,6</b>	<b>-9,1</b>	<b>7,3</b>	<b>-9,8</b>
<b>Środki pieniężne</b>	<b>3,1</b>	<b>4,9</b>	<b>23,3</b>	<b>18,7</b>	<b>9,7</b>	<b>17,0</b>	<b>7,2</b>
<b>Dynamiki (%)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>
Przychody	5,9%	-16,7%	7,0%	0,1%	60,2%	-8,4%	-12,0%
EBITDA	-23,8%	---	---	-48,4%	75,8%	-18,1%	-13,6%
EBITDA adj.	---	---	---	-24,5%	66,2%	-16,6%	-13,6%
Zysk netto	---	---	---	-60,3%	107,6%	-8,3%	-14,0%
<b>Wybrane dane i wskaźniki*</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>
Liczba akcji (mln)	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
ROE	-5,5%	-26,7%	23,3%	8,5%	15,0%	13,3%	11,4%
ROA	-2,2%	-9,3%	9,1%	3,6%	4,3%	5,5%	4,3%
Dług netto [mln PLN]	14,8	21,8	-10,9	-10,1	14,9	-17,0	-7,2
/EBITDA 12m	8,2	-1,9	-0,4	-0,7	0,6	-0,8	-0,4
Wskaźnik wypłaty dywidendy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	72,8%	79,4%
DPS w okresie (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00
Stopa dywidendy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	15,4%	15,4%
P/E (x)	---	---	3,9	9,8	4,7	5,2	6,0
P/BV (x)	0,9	1,2	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA (x)	44,0	---	1,9	3,7	3,1	2,2	3,1
EV/EBIT (x)	---	---	2,3	5,9	3,9	3,1	4,4



**Czynnik ryzyka dla naszej rekomendacji**

1) Ryzyko skokowego wzrostu kosztów materiałowych w szczególności miedzi w 2021-2022 (+stal, beton, paliwa) przekładające się na spadek marż w trakcie realizacji projektów (ryzyko mitygowane przez relatywnie krótki backlog średnio ok. 15 miesięcy). Ceny miedzi od końca 2020 roku wzrosły o 32%, paliw o 76%, a stali o ponad 100%; 2) Ryzyko znaczącej umowy na granicy białoruskiej o wartości 270 mln PLN wynikające z wartości kontraktu (dotychczas spółka realizowała pojedyncze zlecenia za max 30-40 mln PLN) i b. napiętych terminów (zaledwie 90 dni po uruchomieniu bariery fizycznej); 3) Ryzyko braku wykwalifikowanych pracowników (istotny spadek zatrudnienia w 2020-2021 po odejściu poprzedniego CEO - w 2020-2021 roku zatrudnienie w GK spadło o -124 os. w tym -75 os. w ET SA); 4) Potencjalna podaż akcji ze strony poprzednich członków Zarządu/RN; 5) Zatory płatnicze i upadłości w branży budowlanej (wzrost produkcji niesprzedanej); 6) Problemy z pozyskaniem finansowania i gwarancji bankowych; 7) Ryzyko braku pozyskiwania nowych zleceń i wysokiej konkurencji; 8) Ryzyko problemów i upadłości spółek zależnych (GK Elektrotim tworzy jednostka dominująca i spółki Procom Systems 90,91%, ZEUS 94,97% oraz Ostoya 82%).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*obliczone przy cenie rynkowej 6,50 PLN/akcje. \*\*- wycena kontraktów długoterminowych (produkcja niesprzedana)

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2022-2031 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 8,3 PLN. Natomiast wycena porównawcza do spółek budowlanych i elektroinstalacyjnych, oparta na prognozach wyników na lata 2022 – 2024 dała wartość 1 akcji na poziomie 13,7 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 50% dla wyceny porównawczej. **W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 11,0 PLN, czyli 69% powyżej obecnej ceny rynkowej.**

### Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mIn PLN	PLN/akcję	Potencjał
A	Wycena DCF	82,8	8,3	28%
B = 50%* i) + 50%* ii)	Wycena porównawcza	136,7	13,7	111%
i)	spółki budowlane	126,1	12,7	95%
ii)	spółki elektroinstalacyjne	147,2	14,8	127%
<b>C = (50%*A + 50%*B)</b>	<b>Wycena końcowa</b>	<b>109,7</b>	<b>11,0</b>	<b>69%</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 (7,5%- poprzednio 3%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,0.

### Główne zmiany założeń w modelu:

- Backlog**  
 Kluczową umową w portfelu zleceń wynoszącym na koniec 1Q'22 blisko 600 mln PLN jest umowa z 24.03.22 na zaprojektowanie i wybudowanie bariery elektronicznej wraz z infrastrukturą towarzyszącą na granicy polsko-białoruskiej na odcinku Podlaskiego Oddziału Straży Granicznej o długości ok. 202 km. Wartość umowy netto to 270 mln PLN netto. Pełna umowa ze Strażą Graniczną pod [LINKIEM](#). W długim terminie założenia bez większych zmian.
- Sprzedaż**  
 Oczekujemy realizacji kluczowej umowy na granicy białoruskiej w okresie od 2Q'22 (projekt o wartości 13,5 mln PLN w czerwcu'22) do 1Q'23. Zakładamy przy tym standardowe kilkumiesięczne (4/5m) opóźnienie realizacji projektu z uwagi na późniejsze przejście placu budowy (termin zależny od zakończenia bariery fizycznej przez Budimex/Unibep) i potencjalne opóźnienia wykonawcze. Zwracamy uwagę na niską wartość kar z tego tytułu 5 tys. PLN/dzień. W długim terminie założenia bez większych zmian.
- Marże**  
 Podejście do oczekiwanej rentowności 2022-2023P przedstawia tabela poniżej. Oczekiwania te z wyłączeniem kontraktu na granicy białoruskiej zostały znacząco obniżone w 2022 roku z 12% w poprzednim raporcie do 7% w obecnym. Z uwzględnieniem kluczowego kontraktu marża powinna utrzymać się >11%. Długi termin bez zmian.

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22P	3Q'22P	4Q'22P	1Q'23P	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P
Marża brutto	8%	14%	12%	11%	1%	10%	14%	12%	10%	10%	11%	13%
narastająco 12m	14%	14%	13%	12%	10%	9%	11%	11%	12%	12%	11%	11%
Marża brutto ex kontrakt „Granica”	8%	14%	12%	11%	1%	6%	9%	10%	6%	10%	11%	13%
narastająco 12m	14%	14%	13%	12%	10%	8%	7%	7%	8%	9%	10%	11%
Marża brutto "Granica" po ryzykach						23%	18%	13%	13%			

- Dywidenda**  
 Oczekujemy powrotu do praktyki wypłaty dywidendy od 2023 roku (poprzednio w 2022 roku). W 2023-2024 po realizacji umowy na granicy białoruskiej przyjmujemy po ok. 1 PLN/akcję rocznie DPS czyli łącznie blisko 20 mln PLN. W latach 2008-2017 spółka wypłaciła 84 mln PLN zysków w postaci dywidend.
- Przegląd opcji strategicznych**  
 W lipcu 2019 roku poprzedni zarząd rozpoczął przegląd strategiczny wobec spółek zależnych. Do czasu jego zakończenia nie zakładamy żadnych zmian w grupie kapitałowej.
- Nowa strategia**  
 Po publikacji wyników za 4Q'21 zarząd ogłosił, iż pracuje nad nową trzyletnią strategią, którą chce opublikować pod koniec 2022 roku. Strategia ma pomóc grupie maksymalnie skorzystać ze zmian w energetyce, przewidywanych w "Polityce Energetycznej Polski do 2040 r." (PEP 2040), a także ze wzrostu liczby kontraktów w sektorze obronności (wzrost wydatków na obronność do 3% PKB czyli o prawie 100%).

### Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w najbliższych latach przyjęliśmy na poziomie ok. 19%;
- Do obliczeń przyjęliśmy 9 959,159 tys. akcji;
- Po okresie szczegółowej prognozy spadek FCF przyjmujemy konserwatywnie na poziomie 0% (poprzednio -1%);
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 15 czerwca 2022 roku.

**Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 82,8 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 8,3 PLN**

## Model DCF

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	277,2	444,0	406,6	357,8	328,0	325,0	324,7	324,7	324,7	324,7	324,7
EBIT [mln PLN]	9,8	19,9	15,6	13,1	12,0	11,8	11,8	11,8	11,8	11,7	11,7
Stopa podatkowa	15,0%	27,8%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	1,5	5,5	3,0	2,5	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
NOPLAT [mln PLN]	8,4	14,4	12,7	10,6	9,8	9,6	9,6	9,5	9,5	9,5	9,4
Amortyzacja [mln PLN]	5,5	5,5	5,6	5,2	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
CAPEX [mln PLN]	-1,1	-4,5	-5,6	-5,6	-5,2	-5,3	-5,3	-5,3	-5,3	-5,3	-5,3
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-10,2	-12,1	7,3	-15,0	2,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	2,5	3,3	19,9	-4,7	12,1	9,8	9,6	9,6	9,5	9,5	9,4
DFCF [mln PLN]	-	3,1	16,7	-3,5	8,0	5,7	5,0	4,4	3,9	3,5	3,1
Suma DFCF [mln PLN]		49,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]		75,5									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		24,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]		74,5									
Dług netto [mln PLN]		-10,1									
Udziały mniejszości [mln PLN]		1,8									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>		<b>82,8</b>									
Ilość akcji [mln szt.]		10,0									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>		<b>8,3</b>									

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

Przychody zmiana r/r	60,2%	-8,4%	-12,0%	-8,3%	-0,9%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	102,7%	-21,5%	-16,1%	-8,3%	-1,8%	-0,2%	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,4%	-0,5%
FCF zmiana r/r	29,7%	506,3%	-	-	-19,1%	-2,2%	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,4%	-0,5%
Marża EBITDA	5,7%	5,2%	5,1%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,2%	5,2%	5,2%
Marża EBIT	4,5%	3,8%	3,7%	3,7%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Marża NOPLAT	3,2%	3,1%	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
CAPEX / Przychody	1,0%	1,4%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
CAPEX / Amortyzacja	81,9%	100,0%	106,8%	99,2%	100,1%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	2,7%	-1,8%	4,2%	-0,7%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	7,3%	19,4%	-30,7%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%

Źródło: BDM S.A.

## Kalkulacja WACC

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Udział kapitału własnego	92,3%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,5%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
Udział kapitału obcego	7,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	12,0%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%

Źródło: BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym**

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
beta	0,7	8,6	8,8	9,0	9,3	9,7	10,1	10,7	11,4	12,3
	0,8	8,3	8,5	8,7	9,0	9,3	9,7	10,1	10,7	11,5
	0,9	8,0	8,2	8,4	8,6	8,9	9,2	9,6	10,1	10,8
	1,0	7,8	7,9	8,1	8,3	8,6	8,8	9,2	9,6	10,2
	1,1	7,5	7,7	7,8	8,0	8,2	8,5	8,8	9,2	9,6
	1,2	7,3	7,5	7,6	7,8	8,0	8,2	8,4	8,8	9,2
	1,3	7,1	7,2	7,4	7,5	7,7	7,9	8,1	8,4	8,7

Źródło: BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym**

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
Premia za ryzyko	3,0%	8,9	9,1	9,4	9,7	10,2	10,7	11,3	12,1	13,2
	4,0%	8,3	8,5	8,7	9,0	9,3	9,7	10,1	10,7	11,5
	5,0%	7,8	7,9	8,1	8,3	8,6	8,8	9,2	9,6	10,2
	6,0%	7,3	7,5	7,6	7,8	8,0	8,2	8,4	8,8	9,2
	7,0%	6,9	7,0	7,2	7,3	7,4	7,6	7,8	8,1	8,4
	8,0%	6,6	6,7	6,8	6,9	7,0	7,1	7,3	7,5	7,7
	9,0%	6,3	6,3	6,4	6,5	6,6	6,7	6,9	7,0	7,2

Źródło: BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta**

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	3,0%	10,6	10,3	10,0	9,7	9,5	9,3	9,0	8,8	8,6
	4,0%	9,9	9,6	9,3	9,0	8,7	8,4	8,2	8,0	7,8
	5,0%	9,3	9,0	8,6	8,3	8,0	7,8	7,5	7,3	7,1
	6,0%	8,8	8,4	8,1	7,8	7,5	7,2	6,9	6,7	6,5
	7,0%	8,4	8,0	7,6	7,3	7,0	6,7	6,5	6,2	6,0
	8,0%	8,0	7,6	7,2	6,9	6,6	6,3	6,1	5,8	5,6
	9,0%	7,6	7,2	6,8	6,5	6,2	6,0	5,7	5,5	5,3

Źródło: BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2022-2024 do wybranych zagranicznych i polskich spółek budowlanych oraz elektroinstalacyjnych. Z uwagi na trudności w doborze porównywalnych spółek zdecydowaliśmy się ją podzielić na dwie części: spółki budowlane (polskie i zagraniczne) oraz spółki elektroinstalacyjne (polskie i zagraniczne). Udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie to 50%. Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT przypisując im równą wagę. Obliczenia bazują na kursach z 14 czerwca 2022 roku.

Porównując wyniki Elektrotim ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 137 mln PLN, co odpowiada 13,7 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 6,50 PLN (bieżąca cena rynkowa) Elektrotim handlowany jest z wyraźnym dyskontem do zagranicznych konkurentów i krajowych spółek notowanych na GPW.

Zwracamy uwagę, że od czasu poprzedniej rekomendacji z 23.08.2021 kurs akcji stracił zaledwie -0,6% przy spadku WIG o -22% i WOG-Budownictwo o -21%.

### Wycena porównawcza do spółek budowlanych

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
<b>Firmy budowlane</b>									
<b>Polska</b>									
BUDIMEX	13,8	13,6	13,2	4,3	4,3	4,2	5,5	5,6	5,4
UNIBEP SA	8,3	7,7	6,3	3,2	2,5	-	4,0	3,2	-
MIRBUD SA	3,0	3,3	3,3	2,7	2,8	2,1	3,0	3,2	2,4
PEKABEX	11,2	11,2	7,4	6,6	6,1	5,2	9,8	8,9	7,0
ONDE SA	78,8	5,1	3,0	26,1	5,3	1,7	39,4	5,6	1,7
<b>Zagranica</b>									
VINCI SA	13,9	11,9	9,9	7,3	6,4	5,9	11,5	9,8	8,7
ACCIONA SA	22,0	19,6	17,8	9,4	9,2	9,0	15,5	15,3	15,1
BOUYGUES SA	12,1	9,9	8,7	3,5	3,7	3,3	7,6	7,4	6,2
SKANSKA AB-B SHS	9,8	9,9	9,6	6,6	5,4	5,3	8,5	7,6	7,2
EIFFAGE	10,3	9,5	8,9	5,5	5,0	4,6	8,7	7,9	7,1
<b>Mediana</b>	<b>11,7</b>	<b>9,9</b>	<b>8,8</b>	<b>6,0</b>	<b>5,2</b>	<b>4,6</b>	<b>8,6</b>	<b>7,5</b>	<b>7,0</b>
<b>ELEKTROTIM</b>									
Premia/dyskonto grupa	4,7	5,2	6,0	3,1	2,2	3,1	3,9	3,1	4,4
	-59%	-48%	-32%	-49%	-57%	-32%	-55%	-59%	-38%
<b>Wycena wg wskaźnika</b>									
Waga roku	16,0	12,5	9,5	14,2	12,7	9,2	16,2	13,5	10,0
	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena wg wskaźników</b>									
Waga wskaźnika	12,7	12,7		12,1	12,1		13,2	13,2	
		33%		33%	33%		33%	33%	
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>									
	12,7								

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 14.06.2022.

### Wycena porównawcza do spółek elektroinstalacyjnych

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
<b>Firmy elektroinstalacyjne</b>									
<b>Polska</b>									
Sonel SA	11,5	10,0	8,1	5,9	4,8	4,0	9,5	7,2	5,7
Relpol SA	13,8	9,9	5,2	5,2	4,0	2,8	11,2	8,7	4,7
<b>Zagranica</b>									
SPIE SA	11,8	10,7	9,8	6,9	6,2	5,3	10,1	9,0	7,8
ABB LTD-REG	18,8	16,3	14,9	12,1	10,1	9,1	14,9	12,2	10,9
SCHNEIDER ELECTRIC SE	17,4	15,8	14,3	11,7	10,4	9,2	14,0	12,3	10,9
<b>Mediana</b>	<b>13,8</b>	<b>10,7</b>	<b>9,8</b>	<b>6,9</b>	<b>6,2</b>	<b>5,3</b>	<b>11,2</b>	<b>9,0</b>	<b>7,8</b>
<b>ELEKTROTIM</b>									
Premia/dyskonto grupa	4,7	5,2	6,0	3,1	2,2	3,1	3,9	3,1	4,4
	-66%	-52%	-39%	-55%	-64%	-41%	-65%	-66%	-44%
<b>Wycena wg wskaźnika</b>									
Waga roku	18,9	13,5	10,6	16,4	14,9	10,5	21,5	15,8	11,0
	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena wg wskaźników</b>									
Waga wskaźnika	14,3	14,3		13,9	13,9		16,1	16,1	
		33%		33%	33%		33%	33%	
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>									
	14,8								

Źródło: BDM S.A., \*- prognozy własne, wg cen z 14.06.2022.

## WYNIKI ZA 1Q'22

Strata w 1Q'22 okazała się większa od naszych oczekiwań. Sprzedaż wyniosła 52,4 mln PLN (0% r/r) w tym 34,1 mln PLN w ET SA (-13% r/r). Wzrost przychodów zanotowały spółki zależne. Przychody okazały się -14% poniżej naszych oczekiwań. Marża brutto wyniosła tylko 1,3% (narastająco za 12 miesięcy 10,3% vs 13,7% rok temu) w związku z negatywną wyceną kontraktów długoterminowych (efekt wzrostu kosztów surowcowych, spółka informowała, że jest w trakcie negocjacji z inwestorami), co potwierdzał CEO w wywiadach. W rezultacie strata EBIT wyniosła -4,4 mln PLN vs -1 mln PLN w naszych założeniach. Strata netto wyniosła -5,4 mln PLN vs -1,2 mln PLN oczek.

**Podobnie jak w poprzednich kwartałach zdecydowanie lepiej w 1Q'22 wyglądał cash flow.** OCF wyniósł -3,2 mln PLN gł. przez spadek stanu zobowiązań. **Stan gotówki zmniejszył się o -4,2 mln PLN q/q do 14,6 mln PLN.** Tym samym na koniec 1Q'22 dług netto był ujemny (gotówka netto) i wyniósł -4,6 mln PLN (-10,1 mln PLN w 4Q'21). Oczekiwaliśmy większego pogorszenia gotówki i 2 mln PLN długu netto.

Backlog na koniec 1Q'22 roku wyniósł 598 mln PLN (jednostkowo 498,6 mln PLN) i był nieco wyższy od naszych oczekiwań. W 1Q'22 GK pozyskała 324 mln PLN nowych zamówień w tym 308,8 mln PLN w ET SA. Kluczowe znaczenie dla GK Elektrotim ma umowa bariery elektronicznej na granicy z Białorusią (270 mln PLN), którą opisywaliśmy w osobnym komentarzu z dn. 24.03.2022 [Elektrotim \(umowa na granicy białoruskiej\)- komentarz analityka](#) i w biuletynie porannym z 28.03.2022 ([LINK](#)).

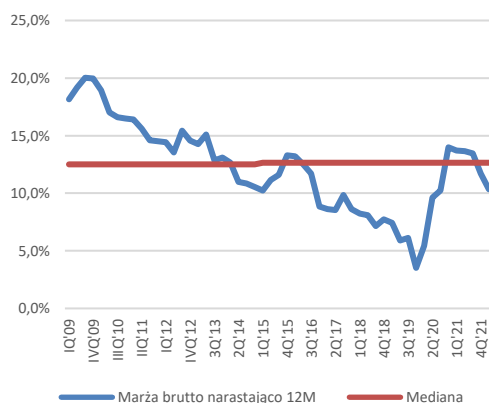
W kontekście 2022 roku, oprócz pozyskania rekordowego zlecenia na granicy białoruskiej (zakładamy realizację umowy w 2022/2023 roku), zwracamy uwagę, że już po 3Q'21 spółka posiadała rekordowy backlog (373 mln PLN GK Elektrotim w tym 271 mln PLN ET SA) pozyskując w okresie 2-3Q'21 ponad 200 mln PLN zamówień czyli po relatywnie dobrych cenach. **Tym samym spółkę stać na więcej niż podwojenie ubiegłorocznego wyniku netto.** Jeszcze w styczniu oczekiwaliśmy, że będzie to ok. 9 mln PLN netto (inflacja kosztowa i erozja marż) vs 6 mln PLN netto w naszej ostatniej rekomendacji z sierpnia'21.

### Wybrane dane finansowe- kwartalne (mln PLN)

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	zmiana r/r	1Q'22P BDM	różnica
Przychody	57,1	65,3	53,3	82,8	52,6	49,9	70,6	103,7	52,2	77,7	56,7	90,5	52,4	0%	60,8	-13,9%
jednostkowe	39,5	43,5	36,5	54,5	35,7	34,4	51,6	77,9	39,3	64,3	42,1	62,3	34,1	-13%	53,0	-35,6%
zależne	17,6	21,8	16,8	28,3	16,9	15,5	19,0	25,8	13,0	13,4	14,6	28,2	18,2	41%	7,9	131,6%
EBIT	-4,4	-8,9	-0,5	-2,3	5,5	3,7	3,6	10,4	-0,6	4,1	2,7	3,0	-4,4			-1,0
jednostkowe	-3,1	-8,4	0,5	-5,1	5,2	3,3	1,5	8,1	-0,2	5,9	3,5	2,1	-3,9			-0,9
zależne	-1,4	-0,5	-1,0	2,8	0,3	0,4	2,1	2,3	-0,5	-1,8	-0,7	0,9	-0,5			-0,1
EBIT adj. (bez PDO)	-4,5	-7,6	-2,7	1,6	-0,4	1,3	4,0	10,1	-0,8	4,9	1,9	3,8	-4,9			-1,0
Wynik netto	-4,3	-9,1	-1,1	0,0	4,2	2,7	2,0	7,7	-1,5	3,1	1,9	3,1	-5,4			-1,2
jednostkowe	-2,9	-8,9	-0,5	-2,0	4,3	2,5	0,6	9,3	-0,7	7,6	2,7	-0,1	-4,5			-2,7
zależne	-1,4	-0,2	-0,7	2,1	-0,1	0,2	1,4	-1,5	-0,8	-4,5	-0,8	3,2	-0,9			1,5
Marża EBIT	-7,8%	-13,6%	-0,9%	-2,8%	10,5%	7,3%	5,1%	10,0%	-1,2%	5,3%	4,8%	3,3%	-8,4%			-1,6%
jednostkowa	-7,7%	-19,3%	1,4%	-9,3%	14,6%	9,5%	2,9%	10,4%	-0,4%	9,2%	8,3%	3,3%	-11,5%			-1,6%
zależne	-7,8%	-2,2%	-6,0%	9,9%	2,1%	2,6%	11,2%	8,7%	-3,6%	-13,2%	-5,1%	3,3%	-2,6%			-1,6%
Marża netto	-7,6%	-13,9%	-2,1%	0,0%	8,0%	5,4%	2,8%	7,5%	-2,9%	4,0%	3,3%	3,4%	-10,3%			-2,0%
jednostkowa	-7,3%	-20,4%	-1,3%	-3,8%	11,9%	7,2%	1,1%	11,9%	-1,7%	11,9%	6,3%	-0,1%	-13,3%			-5,1%
zależne	-8,1%	-1,0%	-3,9%	7,3%	-0,3%	1,3%	7,4%	-6,0%	-6,3%	-33,9%	-5,4%	11,2%	-4,7%			19,3%
Backlog	235,8	224,4	313,9	306,4	294,3	356,2	301,6	291,2	302,6	313,4	373,4	326,7	598,0	98%	575,1	4,0%
RMK netto	41,9	36,9	32,9	20,7	0,4	-2,3	11,3	3,7	-3,1	23,0	15,7	7,6	27,7		7,3	279,7%
Kapitał obrotowy netto	13,9	19,1	22,4	22,4	34,3	20,8	28,4	31,7	44,1	26,9	30,2	36,4	14,8	-66%	47,7	-69,0%
Dług netto	23,7	35,7	36,8	21,8	10,1	-10,5	5,5	-10,9	-3,9	4,6	-2,6	-10,1	-4,6		2,0	
P/E										5,7	5,8	9,8	24,2			
EV/EBITDA										3,0	2,8	3,7	5,5			

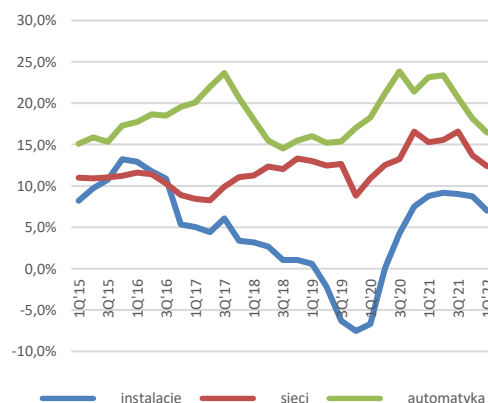
Źródło: BDM, spółka

### Marża brutto narastająco [%]



Źródło: BDM, spółka

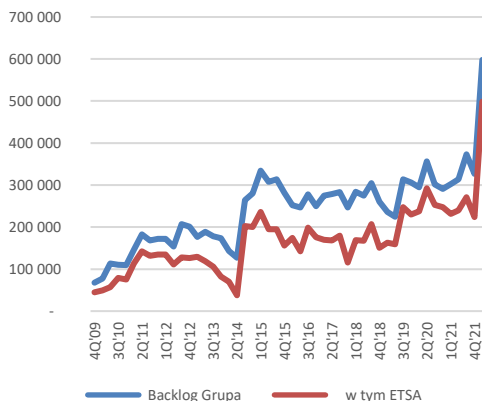
### Marża brutto narastająco- segmenty [%]



Źródło: BDM, spółka

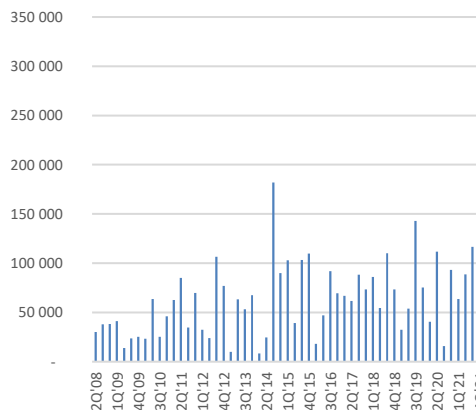


Portfel zamówień [tys. PLN]



Źródło: BDM, spółka

Nowe zamówienia GK Elektrotim [tys. PLN]



Źródło: BDM, spółka

Konferencja po wynikach za 1Q'22 nie została zaplanowana. Poniżej podsumowanie wypowiedzi prasowych z 07.06.22 i z 27.05.22 oraz konferencji wynikowej po 4Q'21 (04.05.222).

#### **Podsumowanie wywiadu z CEO dla Parkiet (07.06.2022):**

- efekty negocjacji cen kontraktów będą widoczne już nawet w 2Q'22;
- wyniki w 2022 roku ulegną poprawie, po 1H'22 spółka powinna mieć już zysk;
- spółka przygotowała projekt perymetrii na granicy białoruskiej, jest po pierwszych uwagach SG;
- zakres prac na granicy białoruskiej obejmuje wybudowanie linii zasilającej i transmisji danych wraz z zainstalowaniem żelbetowych słupów na których będą kamery + linia sensoryczna, która wykryje próby naruszenia bariery fizycznej. Za analizę danych odpowiada własny system integrujący;
- materiały jak perymetria i kamery zostały już zamówione zgodnie z budżetem. Resztę materiałów stanowią słupy, kable, przewody, gdzie spółka również złożyła zamówienia;
- po realizacji kontraktu spółka zamierza zostawić kapitał pod realizację kolejnych dużych zleceń nie tylko z obszaru obronności, ale i energetyki. Zarząd dopuszcza wypłatę dywidendy w 2023 roku;
- prezes podtrzymał do końca roku aktualizację strategii, która będzie odpowiadać na wyzwania PEP 2040;
- spółka chce utrzymać poziom przychodów powyżej 400 mln PLN;

#### **Podsumowanie wywiadu z CEO dla PAP (27.05.2022):**

- Elektrotim, pomimo odnotowanej w 1Q'22 straty, cały 2022 r. chce zakończyć zyskiem wyższym niż ten pokazany w 2021 r.- CEO;
- w 1Q'22 na wyniki wpływ miały m.in. rosnące koszty, ale (wg prezesa) – część kontraktów już udało się renegotjować, a rozmowy na temat kolejnych trwają;
- W tej chwili mamy ok. 700 tys. PLN już uzgodnionych zwyżek z umów i uwzględnionych roszczeń, natomiast chcielibyśmy uzyskać dużo większe kwoty. Rozmowy trwają dłużej, bo dokumentowanie zwyżek jest czasochłonne”- CEO;
- „Obecnie renegotjujemy umowy z 2019-2020, bo zwłaszcza one tego wymagają” – CEO
- projekt techniczny bariery elektronicznej został przekazany Straży Granicznej i czeka na akceptację;
- "Część poniesionych kosztów została już wykazana jako koszty pierwszego kwartału, a zostały one poniesione na rzecz dużego projektu, którego fizyczną realizację rozpoczniemy prawdopodobnie na początku lipca” – CEO;

#### **Podsumowanie wywiadu dla PB.PL (27.05.2022):**

- Na wyniki 1Q'22 wpłynęła periodycznie niższa sprzedaż, niższe wyceny kontraktów i częściowe zaangażowanie zasobów w przygotowanie projektu „ granica”.- CEO
- W 1Q'22 sprzedawaliśmy m.in. kontrakty zawarte w 2020, a nawet w 2019 r., przy nieporównywalnie niższych cenach materiałów niż obecne. Największa część dotyczy umów z jedną z grup energetycznych i firmami z obszaru obronności, więc rozmowy o waloryzacji są trudne- CEO;
- Podkreślam, że mierzymy się z takimi samymi problemami jak cała branża. Nie mamy nic specjalnego w portfelu w sensie negatywnym. Po prostu średnia marża kontraktów w portfelu spadła- CEO;
- W 2Q'22 będzie jeszcze widoczny negatywny wpływ aktualizacji wycen niektórych kontraktów. Nasze działania zmierzające do uzyskania wyższego wynagrodzenia umownego przyniosą rezultat najwcześniej w 2-3 kwartale- CEO

**Podsumowanie konferencji po 4Q'21 (04.05.2022):**

- największy problem to wzrost kosztów materiałów budowlanych, maleje rentowność portfela, ale sytuacja spółki jest lepsza niż innych bo portfel jest „dostyć zdrowy”, większa wartość dodana w prowadzonych projektach. Od paru miesięcy pracuje „zespół roszczeń”, który ma negocjować z klientami odnośnie cen;
- 68,8 mln PLN portfel Procom, ZEUS ma niewystarczający portfel i wykorzystany w projekcie na granicy, podobnie jak Ostoya;
- Odpis na udziałach w ZEUS 2,165 mln PLN w JSF (25% wartości), w SSF -0,3 mln PLN wartości firmy;
- Procom 0,2 mln PLN zysku netto, ZEUS -1,7 mln PLN EBIT, netto -2,5 mln PLN. Wyniki niepokoją, spółka sprawna operacyjnie ale wymaga wsparcia w pozyskiwaniu zleceń i zarządzaniu finansowym. Projekt na granicy wymaga zaangażowania ZEUS'a;
- spółka obserwuje większe zaliczkowanie umów;
- wpłynęła zaliczka 35 mln PLN ze Straży Granicznej;

**Q&A:**

- pierwsza marża na BOSG (granica ukraińska) 25%, ale tamten projekt przy innym ryzyku. Teraz spółka uwzględniła szereg ryzyk łącznie z tym że pracuje w strefie wojny;
- erozja marż dotyczy całego portfela nie ma jednego trudnego i dużego projektu;
- udział TIM w zakupach to 3% ogółem;
- spółka ma wszystkie wymagane certyfikaty tajności do startowania w przetargach wojskowych;
- zastrzyk pieniędzy dla ZEUS ? spółka wymaga pomocy operacyjnej i finansowej;
- przetargi w kolei ? poza MUZA nie ma tutaj jakiejś aktywności w tym obszarze;
- zarząd widzi przestrzeń do negocjacji cen, zidentyfikowała kilkanaście kontraktów, ale żaden nie jest dużym problemem;
- marże spadną do poziomów ujemnych ? większość kontraktów trwa 1-1,5 roku. Część się już zamyka. Nie ma ryzyk ujemnych marż. Niski backlog ZEUS'a wynika z obawy o marże;
- odpływ pracowników ? 5 pracowników z Ukrainy zostało w pracy;
- duże projekty z przemysłu/chemii >100 mln PLN ? Rozstrzyga się kontrakt na Olefinach. Spółka startuje tam w konsorcjum;
- nie ma indeksacji cen materiałów w kontrakcie na granicy Białoruskiej (krótki kontrakt, ryzyka ujęte w marży brutto);
- komponenty elektroniczne ? spółka ma rozpoznanych dostawców z kontraktu dla Bieszczadzkiego Oddziału (BOSG), ale czeka na zatwierdzenie projektu. Spółka nie jest w stanie zamówić przed zatwierdzeniem projektu;

**Prasa:**

- Elektrotim pracuje nad nową trzyletnią strategią, którą chce opublikować pod koniec roku. Strategia ma pomóc grupie maksymalnie skorzystać ze zmian w energetyce, przewidywanych w "Polityce Energetycznej Polski do 2040 r." (PEP 2040), a także ze wzrostu liczby kontraktów w sektorze obronności;
- Zarząd spodziewa się, że przychody Elektrotimu w latach 2022-23 mogą być na poziomie 400-500 mln PLN, m.in. dzięki realizacji kontraktu na budowę bariery elektronicznej na granicy z Białorusią;
- Zarząd spodziewa się kolejnych dużych przetargów z obszaru obronności i - jak powiedział prezes - Elektrotim zamierza w nich uczestniczyć.

## PROGNOZA NA 2Q'22 I KOLEJNE OKRESY

W 2Q'22 zakładamy pierwsze fakturowanie z kontraktu „Granica” (projekt 13,5 mln PLN). Zgodnie z umową z dn. 24.03.22 spółka była zobowiązana przygotować projekt bariery elektronicznej do 23.05.22. Liczymy, że uda się go rozliczyć na średniej marży kontraktu (początkowo 23%, finalnie 15% marży brutto). Na konferencji po wynikach 4Q'21 (04.05.22) zarząd informował, że technicznie podobny projekt na granicy ukraińskiej zakończył się marżą na poziomie 25% brutto. Cena bariery wynosiła wtedy 0,56 mln PLN/km (kontrakt pozyskany w grudniu'19). Obecnie to 1,34 mln PLN/km (+137%), przy czym wzrost kosztów miedzi w tym okresie to +81%, a pracy +36% r/r. Pozwala to oczekiwać satysfakcjonującej rentowności. Dzięki temu spółka w 2Q'22 wypracuje zysk. Bez fakturowania „Granicy” oczekujemy spadku przychodów o -31% r/r i straty netto choć mniejszej niż w 1Q'22. Na poziomie jednostkowym możliwy odpis ok. -6 mln PLN wartości ZEUS.

### Przychody w najbliższych kwartałach z wyodrębnieniem kontraktu „Granica” [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22P	3Q'22P	4Q'22P	1Q'23P	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P	2021	2022P	2023P
Przychody	52,2	77,7	56,7	90,5	52,4	67,1	133,8	190,8	120,8	79,2	84,7	121,8	277,2	444,0	406,6
przychody bez kontraktu "Granica"	52,2	77,7	56,7	90,5	52,4	53,6	54,6	83,7	50,6	79,2	84,7	121,8	277,2	244,2	336,4
przychody "Granica" zał. BDM						13,5	79,2	107,1	70,2				-	199,8	70,2
zaawansowanie %						5%	34%	74%	100%					74%	100%
kontrakt "Granica" zał. Harmonogram*						13,5	186,3	70,2					-	270,0	
zaawansowanie %						5%	74%	100%						100%	
Zmiana r/r	-0,8%	55,6%	-19,6%	-12,7%	0,3%	-13,7%	136,0%	110,7%	130,7%	18,1%	-36,7%	-36,1%	-0,1%	-37,6%	9,2%
zmiana r/r bez kontraktu "Granica"	-0,8%	55,6%	-19,6%	-12,7%	0,3%	-31,0%	-3,8%	-7,5%	-3,4%	47,9%	55,2%	45,6%	-0,1%	13,5%	-27,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, szacunki własne. \*- zakończenie 90 dni

### Perspektywy kolejnych kwartałów [mln PLN]

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22P	3Q'22P	4Q'22P
Przychody	57,1	65,3	53,3	82,8	52,6	49,9	70,6	103,7	52,2	77,7	56,7	90,5	52,4	67,1	133,8	190,8
instalacje	27,2	26,8	21,4	32,8	18,6	15,2	25,4	41,7	30,3	36,9	29,5	46,2	21,8	29,8	91,8	132,9
sieci	21,1	27,8	19,7	32,6	24,8	26,5	35,1	49,3	15,7	33,6	20,2	30,4	19,8	29,4	28,7	38,8
automatyka	8,6	10,7	12,2	17,4	9,3	8,3	10,1	12,6	6,3	7,3	7,0	14,0	10,8	7,9	13,4	19,1
Zysk brutto	0,5	-1,6	6,3	3,9	5,3	7,5	9,6	16,4	4,4	11,2	7,0	9,8	0,7	6,6	19,2	22,5
instalacje	-1,6	-5,4	-2,0	0,9	-0,1	1,3	1,8	4,6	2,2	3,7	2,0	4,6	-0,9	3,9	15,1	15,7
sieci	1,5	3,0	2,5	2,0	4,0	4,6	5,2	8,7	0,9	6,0	4,2	2,6	0,1	1,5	2,0	3,9
automatyka	0,6	0,7	1,7	5,2	1,4	1,7	2,5	3,1	1,4	1,6	0,8	2,5	1,5	1,2	2,0	2,9
SG&A	5,1	6,0	4,9	6,4	5,7	6,3	5,6	6,3	5,2	6,3	5,1	6,0	5,6	6,0	8,4	9,0
% sprzedaży	8,9%	9,2%	9,1%	7,7%	10,7%	12,5%	7,9%	6,1%	10,0%	8,2%	9,0%	6,6%	10,6%	8,9%	6,3%	4,7%
PDO	0,1	-1,3	2,1	-3,9	5,9	2,4	-0,4	0,3	0,2	-0,7	0,8	-0,8	0,5	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-3,4	-7,6	0,7	-1,0	6,7	5,0	5,1	11,8	0,7	5,5	4,1	4,4	-3,1	2,0	12,2	14,9
EBITDA adj.	-3,5	-6,4	-1,4	2,9	0,8	2,6	5,4	11,5	0,6	6,2	3,3	5,2	-3,5	2,0	12,2	14,9
EBIT	-4,4	-8,9	-0,5	-2,3	5,5	3,7	3,6	10,4	-0,6	4,1	2,7	3,0	-4,4	0,6	10,8	13,5
Zysk brutto	-4,8	-9,3	-1,0	-3,0	5,4	3,5	3,1	9,7	-1,0	4,0	2,5	2,2	-4,8	0,3	10,3	12,9
Zysk netto	-4,3	-9,1	-1,1	0,0	4,2	2,7	2,0	7,7	-1,5	3,1	1,9	3,1	-5,4	0,3	8,3	10,5
Backlog	235,8	224,4	313,9	306,4	294,3	356,2	301,6	291,2	302,6	313,4	373,4	326,7	598,0	610,8	585,5	500,7
w tym ET SA	163,0	159,2	247,2	230,0	237,7	292,7	252,7	247,2	231,8	239,7	271,2	223,9	498,6	506,8	490,3	438,4
r/r	-16,9%	-18,3%	3,0%	17,7%	24,8%	58,8%	-3,9%	-5,0%	2,8%	-12,0%	23,8%	12,2%	97,6%	94,9%	56,8%	53,3%
nowe zlecenia	32,5	53,9	142,8	75,3	40,6	111,8	15,9	93,3	63,6	88,5	116,7	43,9	323,6	80,0	108,5	106,0
Marża brutto	1,0%	-2,5%	11,8%	4,7%	10,0%	15,0%	13,5%	15,8%	8,5%	14,4%	12,4%	10,8%	1,3%	9,8%	14,3%	11,8%
instalacje	-5,9%	-20,3%	-9,5%	2,9%	-0,6%	8,3%	7,2%	11,0%	7,3%	9,9%	6,8%	10,0%	-4,1%	13,2%	16,5%	11,8%
sieci	7,0%	10,7%	12,6%	6,0%	16,2%	17,2%	15,0%	17,6%	5,5%	17,9%	20,6%	8,7%	0,3%	5,0%	7,0%	10,0%
automatyka	7,5%	7,0%	14,2%	30,0%	14,6%	20,4%	24,6%	24,5%	21,5%	21,4%	12,2%	18,0%	13,9%	15,0%	15,0%	15,0%
OCF	0,8	-8,2	-0,4	13,5	11,0	22,9	-16,8	17,3	-6,7	-8,1	8,4	8,2	-3,2	45,8	-51,1	-8,8
CAPEX	-0,3	0,0	-0,1	0,2	-0,4	0,0	-0,6	0,3	-0,1	-0,1	-0,4	-0,5	-0,4	-1,3	-1,4	-1,4
FCF	0,5	-8,2	-0,5	13,7	10,6	22,9	-17,4	17,6	-6,8	-8,2	8,0	7,7	-3,6	44,5	-52,5	-10,2
% kapitalizacji (12m)	-23,1%	-8,4%	2,0%	9,2%	26,3%	78,9%	50,3%	56,9%	27,5%	-25,0%	18,0%	1,3%	6,7%	95,7%	-6,6%	-36,8%
Dywidenda	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
DPS	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Zadłużenie netto	23,7	35,7	36,8	21,8	10,1	-10,5	5,5	-10,9	-3,9	4,6	-2,6	-10,1	-4,6	-48,8	4,1	14,9
/EBITDA 12m	21,2	-7,9	-5,8	-1,9	-8,3	-0,9	0,3	-0,4	-0,2	0,2	-0,1	-0,7	-0,4	-6,6	0,3	0,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, szacunki własne

### Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 23.08.2021 [mln PLN]

	2021			2022P			2023P		
	poprzednia	faktyczne	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	276,9	277,2	0%	270,9	444,0	64%	287,2	406,6	42%
Wynik brutto ze sprzedaży	37,2	32,5	-13%	32,6	48,9	50%	36,2	44,8	24%
EBITDA	18,8	14,8	-21%	14,1	25,9	84%	16,8	21,2	26%
EBITDA adj.	18,6	15,3	-18%	14,1	25,5	81%	16,8	21,2	26%
EBIT	13,1	9,3	-29%	8,4	20,4	143%	10,9	15,6	43%
Wynik brutto	11,9	7,6	-36%	7,2	18,7	160%	9,7	15,3	58%
Wynik netto	9,0	6,6	-27%	6,0	13,7	130%	8,0	12,5	56%
marża brutto	13,4%	11,7%		12,0%	11,0%		12,6%	11,0%	
marża EBITDA	6,8%	5,3%		5,2%	5,8%		5,9%	5,2%	
marża EBIT	4,7%	3,3%		3,1%	4,6%		3,8%	3,8%	
marża netto	3,3%	2,4%		2,2%	3,1%		2,8%	3,1%	
Backlog	277,2	326,7	18%	319,1	500,7	57%	341,8	397,5	16%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., szacunki własne

## Perspektywa 2022+

Tak jak spodziewaliśmy się w poprzednim raporcie analitycznym z sierpnia 2021 roku, najtrudniejszy dla spółki powinien być 2022 rok, kiedy na realizowanych obecnie kontraktach odbiją się rekordowe koszty materiałów budowlanych czy trudna sytuacja kadrowa z lat 2020-2021. W tym kontekście obniżaliśmy założenia rentowności na starych kontraktach z ok. 12% do 7%. Niemniej wyniki 2022-2023 roku uratuje kontrakt na granicy białoruskiej pozyskany w marcu 2022 roku. W rezultacie przychody w latach 2022-2023 powinny przekroczyć rekordowe 400 mln PLN, co jest zgodne z przekazem zarządu z ostatniej konferencji wynikowej i wywiadów prasowych.

W latach 2023+ dostrzegamy korzystne perspektywy dla działalności spółki w głównych obszarach jak sieci (wzrost nakładów OSD), automatyka (nowe inwestycje w przemyśle), wojsko (rekordowy budżet MON, wzrost nakładów na obronność do 3% PKB od 2023 roku to podwojenie budżetu MON) czy budowanym obecnie segmencie trakcji (ok. 1 mld PLN rocznie na program MUZa). Widzimy więc potencjał do istotnie lepszej sprzedaży choć przy ryzyku niższej marży (szczególnie w 2022 roku).

Wskazujemy, że spółka prawdopodobnie wykona gł. cele ze strategii opublikowanej w 2018 roku (oprócz marży), gdzie celem w 2022 roku były przychody 340-400 mln PLN (prognozujemy 444 mln PLN), marża EBIT 7% (prognozujemy 4,6%) i ROE 15% (prognozujemy 15%). Zarząd po wynikach za 4Q'21 zapowiedział publikację nowej 3-letniej strategii w perspektywie końca 2022 roku.

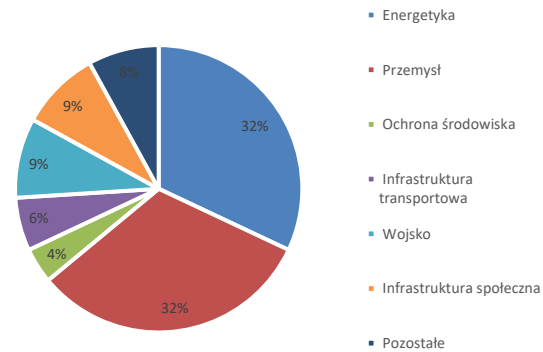
W horyzoncie 2030 roku oczekujemy istotnego wzrostu nakładów na sieci energetyczne, które są wąskim gardłem rozwoju OZE w Polsce. Wg informacji URE z czerwca'22 ok. 100 mld PLN wynoszą potrzeby inwestycyjne do 2030 roku, aby dostosować polską sieć energetyczną do zwiększonego przesyłu prądu wytwarzanego przez obecne i przyszłe indywidualne instalacje fotowoltaiczne. Taka kwota zostanie zaprezentowana w projekcie Karty Efektywnej Transformacji Sieci Dystrybucyjnych Polskiej Energetyki, nad którą prace powinny się zakończyć w czerwcu 2022 roku. Podkreślamy, że segment sieci stanowi 40-50% przychodów Elektrotim, a strategicznym klientem (ok. 20%) jest Tauron.

### Prognoza ogólna na lata 2022-2031P [mln PLN]

	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody	276,8	277,2	444,0	406,6	357,8	328,0	325,0	324,7	324,7	324,7	324,7	324,7
instalacje	100,8	142,9	276,2	216,9	174,0	147,8	143,7	141,9	140,2	138,6	137,0	135,3
sieci	135,6	99,8	116,7	128,7	121,0	121,0	121,0	121,0	121,0	121,0	121,0	121,0
automatyka	40,3	34,5	51,1	61,0	62,8	59,2	60,3	61,9	63,5	65,1	66,7	68,4
Zysk brutto	38,7	32,5	48,9	44,8	39,6	37,8	37,9	38,2	38,7	39,1	39,5	39,9
instalacje	7,6	12,5	33,9	23,5	17,4	14,9	14,7	14,6	14,6	14,6	14,5	14,5
sieci	22,5	13,7	7,4	11,1	10,9	11,0	11,1	11,3	11,4	11,5	11,6	11,7
automatyka	8,6	6,3	7,5	10,3	11,3	11,8	12,1	12,4	12,7	13,0	13,3	13,7
SG&A	23,8	22,6	28,9	29,2	26,5	25,7	26,0	26,4	26,9	27,3	27,8	28,2
% sprzedaży	8,6%	8,2%	6,5%	7,2%	7,4%	7,8%	8,0%	8,1%	8,3%	8,4%	8,6%	8,7%
PDO	8,3	-0,6	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	28,6	14,8	25,9	21,2	18,4	17,3	17,1	17,1	17,1	17,0	17,0	16,9
<b>EBITDA adj.</b>	<b>20,3</b>	<b>15,3</b>	<b>25,5</b>	<b>21,2</b>	<b>18,4</b>	<b>17,3</b>	<b>17,1</b>	<b>17,1</b>	<b>17,1</b>	<b>17,0</b>	<b>17,0</b>	<b>16,9</b>
EBIT	23,2	9,3	20,4	15,6	13,1	12,0	11,8	11,8	11,8	11,8	11,7	11,7
Zysk brutto	21,6	7,6	18,7	15,3	13,1	12,0	11,8	11,8	11,8	11,8	11,7	11,7
<b>Zysk netto</b>	<b>16,6</b>	<b>6,6</b>	<b>13,7</b>	<b>12,5</b>	<b>10,8</b>	<b>9,9</b>	<b>9,8</b>	<b>9,7</b>	<b>9,7</b>	<b>9,7</b>	<b>9,7</b>	<b>9,6</b>
Backlog	291,2	326,7	500,7	397,5	364,4	361,1	360,8	360,8	360,8	360,8	360,8	360,8
w tym ET SA	247,2	223,9	438,4	360,6	290,7	253,8	250,1	249,7	249,6	249,6	249,6	249,6
r/r	-5,0%	12,2%	53,3%	-20,6%	-8,3%	-0,9%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
nowe zlecenia	261,7	312,7	618,0	303,4	324,7	324,7	324,7	324,7	324,7	324,7	324,7	324,7
Marża brutto	14,0%	11,7%	11,0%	11,0%	11,1%	11,5%	11,6%	11,8%	11,9%	12,0%	12,2%	12,3%
instalacje	7,5%	8,8%	12,3%	10,8%	10,0%	10,1%	10,2%	10,3%	10,4%	10,5%	10,6%	10,7%
sieci	16,6%	13,7%	6,4%	8,6%	9,0%	9,1%	9,2%	9,3%	9,4%	9,5%	9,6%	9,7%
automatyka	21,4%	18,2%	14,8%	16,8%	18,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
OCF	34,4	1,8	-17,2	47,8	5,7	20,4	15,5	15,1	15,0	15,0	15,0	14,9
CAPEX	-0,7	-1,1	-4,5	-5,6	-5,6	-5,2	-5,3	-5,3	-5,3	-5,3	-5,3	-5,3
FCF	33,7	0,7	-21,8	42,2	0,1	15,1	10,3	9,8	9,7	9,7	9,7	9,6
% kapitalizacji (12m)	56,9%	1,3%	-36,8%	71,4%	0,2%	25,6%	17,3%	16,6%	16,5%	16,4%	16,4%	16,3%
Dywidenda	---	---	---	-10,0	-10,0	-10,8	-9,9	-9,8	-9,7	-9,7	-9,7	-9,7
DPS	---	---	---	-1,0	-1,0	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Zadłużenie netto	-10,9	-10,1	14,9	-17,0	-7,2	-11,5	-11,9	-11,9	-11,9	-11,9	-11,9	-11,8
/EBITDA 12m	-0,4	-0,7	0,6	-0,8	-0,4	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7

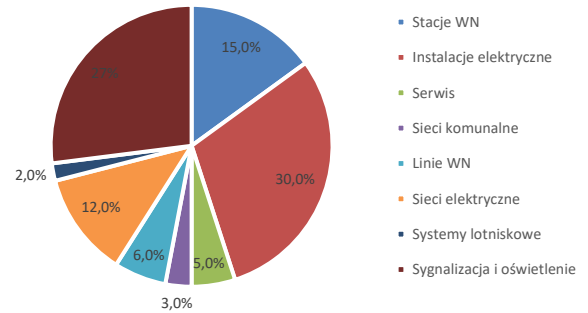
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, szacunki własne

Struktura branżowa sprzedaży GK Elektrotim w 2021 roku [%]



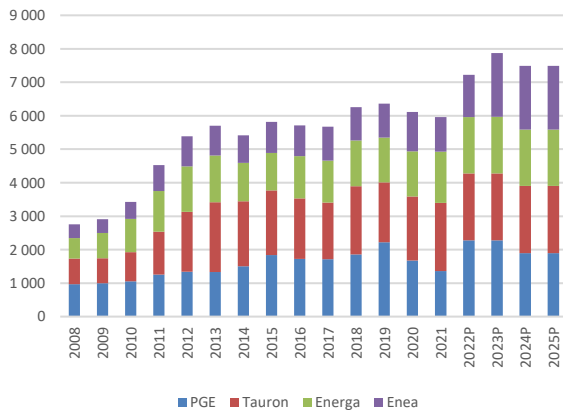
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura asortymentowa sprzedaży GK Elektrotim w 2021 roku [%]



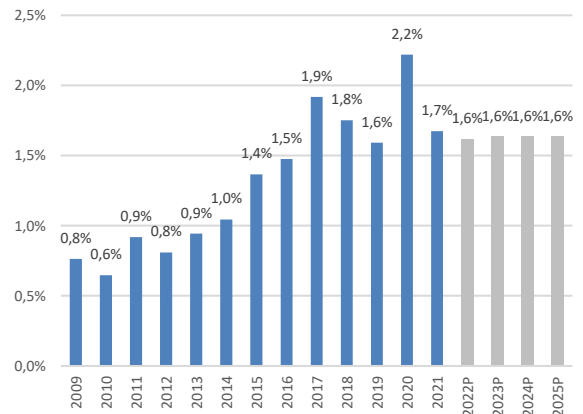
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Nakłady inwestycyjne 4 największych OSD [mln PLN]\*



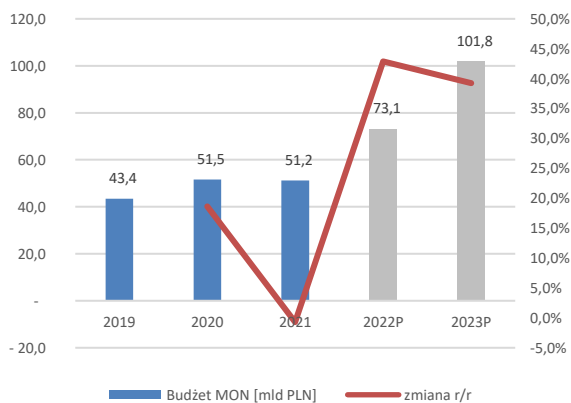
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \*- prognozy na podstawie strategii OSD.

Udział segmentu sieci GK Elektrotim w nakładach 4 OSD [%]\*



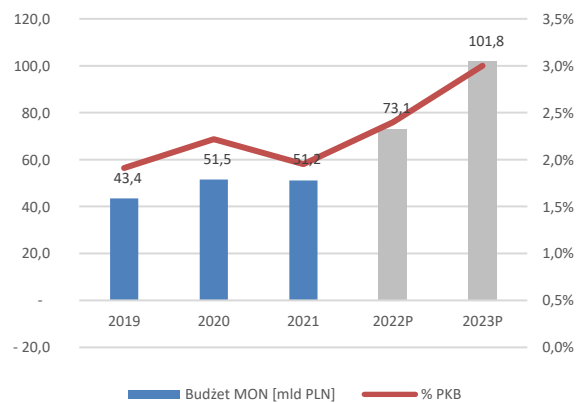
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \*- prognozy na podstawie strategii OSD.

Budżet MON [mld PLN, LS]\* i dynamika jego zmiany [r/r, PS]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., MON. \*- 2,4% PKB w 2022P i 3% PKB w 2023P. W ustawie budżetowej na 2022 rok 57,8 mld PLN, +13% r/r.

Budżet MON [mld PLN, LS]\* i udział w PKB Polski [%, PS]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., MON. \*- 2,4% PKB w 2022P i 3% PKB w 2023P. W ustawie budżetowej na 2022 rok 57,8 mld PLN, +13% r/r.

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**

**Krystian Brymora**

Dyrektor Wydziału  
tel. (+48) 501 238 443  
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl  
[strategia, chemia, przemysł, energetyka](#)

**Krzysztof Tkocz**

Analityk rynku akcji  
tel. (+48) 516 086 705  
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl  
[gry komputerowe](#)

**Anna Madziar**

Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (+48) 666 073 972  
e-mail: anna.madziar@bdm.pl

**Kajetan Sroczynski**

Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (+48) 668 516 977  
e-mail: kajetan.sroczynski@bdm.pl

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**

**Leszek Mackiewicz**

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

**Tomasz Ilczyszyn**

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

**Maciej Fink-Finowicki**

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

**Piotr Komorowski**

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

**Historia rekomendacji na temat spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
<b>Kupuj</b>	<b>11,0</b>	<b>Kupuj</b>	<b>10,2</b>	<b>15.06.2022*</b>	<b>07:00 CEST</b>	<b>6,50</b>	<b>53 247</b>
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*

**Objaśnienia używanej terminologii:**

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

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

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

**System rekomendacji:**

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'22*:		, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
liczba	%	liczba	%
Kupuj	4 67%	2	100%
Akumuluj	0 0%	0	0%
Trzymaj	2 33%	0	0%
Redukuj	0 0%	0	0%
Sprzedaj	0 0%	0	0%

\* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie emitentów dla których BDM świadczył usługi firm inwestycyjnych określone w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie [www.bdm.pl](http://www.bdm.pl).

**Nota prawna:**

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) 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.

Niniejszy raport 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>

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

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. 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 na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody 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.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

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 wahanom 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 portfelowo inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowo inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa dnia 15.06.2022 roku (07:00 CEST). Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyceniane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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.

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.

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.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu 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 nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 14.06.2022 roku:

- 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.