



Dom Maklerski BDM S.A.

ELEKTROTIM

RAPORT ANALITYCZNY

Od połowy 2022 roku Elektrotim był w okresie wysokiego momentum wynikowego. Szacujemy, że za cały rok 2023 wynik netto powinien przekroczyć sumę zysków, która spółka planowała w scenariuszu „minimum” na lata 2023-25. Sprzyjał wysoki portfel zleceń oraz spadek presji kosztowej i nawet kwestia upadłości Zeusa nie miała aż tak istotnego znaczenia. Obecnie baza wynikowa będzie się robić bardziej wymagająca. Okres okołowyborczy przekłada się na niską decyzyjność w rozstrzyganiu nowych przetargów publicznych, ale portfel spółki jest dość mocno wypełniony na 1H'24. W perspektywie 2H'24/2025 kluczowe jest podpisanie kontraktu na perymetrię na rzece Bug (227 mln PLN). Przetarg został rozstrzygnięty jeszcze przez poprzedni rząd, ale ma on finansowanie unijne, więc zakładamy, że zostanie finalnie podpisana umowa wykonawcza. W średnim terminie spółka powinna być beneficjentem odblokowania środków unijnych (ekspozycja na transformację energetyczną). Obecną cenę docelową wyznaczamy na poziomie 19,1 PLN, co implikuje zalecenie Akumuluj (poprzednio Kupuj).

Wyniki za ostatnie okresy

W 1-3Q'23 spółka osiągnęła 409 mln PLN przychodów (+50% r/r) oraz 26,7 mln PLN zysku netto (+320% r/r). W samym 3Q'23 było to odpowiednio 183 mln PLN oraz 9,7 mln PLN (-12% r/r). Na raportowany EBIT negatywny wpływ miało złożenie wniosku o upadłość Zeusa (spółka zależna miała -7 mln PLN EBIT w 3Q'23; Elektrotim wskazuje, że nie oczekuje już dalszego negatywnego wpływu). Wyniki za 3Q'23 były wyraźnie lepsze r/r i powyżej naszych prognoz, jeżeli oczyścimy je o to zdarzenie. Na koniec 3Q'23 spółka odnotowała spadek zapotrzebowania na kapitał obrotowy q/q, co pozwoliło na spadek długu netto do 5 mln PLN.

Portfel

Po 3Q'23 backlog grupy wynosił 474 mln PLN. Portfel zleceń wyraźnie spadł w ujęciu q/q i r/r. Spółka zakłada, że może być pod presją do 1Q'24, ze względu na spowolnienie decyzyjności w podmiotach i spółkach publicznych w okresie okołowyborczym. Pomoc może ewentualnie zdobyć nowych kontraktów na perymetrię (spółka ma najkorzystniejszą ofertę na odcinek na Bugu, ogłoszony jest także mniejszy przetarg na rzece Świsłocz).

Pozycjonowanie segmentowe

Biznes Elektrotimu opiera się obecnie na dwóch segmentach: Instalacje i Sieci. W ramach tego pierwszego kluczowe pionierzy to obronność, przemysł i utrzymanie. Natomiast w ramach drugiego: dystrybucja i trakcja. W 2023 roku mocny był przede wszystkim ten drugi segment. Dużo wyższy niż zaprezentowany w 2023 roku jest natomiast potencjał w obszarze Instalacji (w ubiegłym roku wpływ kontraktu na granicy z Białorusią jest dużo niższy niż rok wcześniej). Podtrzymujemy, że średnim/długim terminie spółka powinna być beneficjentem wzrostu nakładów na sieć dystrybucji energii, będącego pochodną rozwoju OZE (dodatkowe wsparcie w ramach KPO/FEnIKS) oraz utrzymania podwyższonych nakładów na obszar wojskowy. Także pionierzy utrzymania i trakcji są eksponowane na napływ środków unijnych.

Prognozy wyników, wskaźniki

Oceniamy, że założenia zarządu ze strategii na lata 2023-25 powinny być poddane aktualizacji, ponieważ nie odzwierciedlają obecnej pozycji spółki. Zakładamy, że spółka w 2023 roku wypracowała 580 mln PLN przychodów oraz 37,0 mln PLN zysku netto (zwracamy uwagę, że wpływ na ostateczne wyniki może mieć ewentualna finalna utrata kontroli nad Zeusem, czego nie ujmujemy w prognozie, spółka zależna miała -10 mln straty EBIT w 1-3Q'23). Do 2024 podchodzimy bardziej konserwatywnie ze względu na niższy portfel oraz wygaśnięcie pozytywnego efektu spadku presji kosztowej. W 2024-25 estymujemy obecnie po ok. 500 mln PLN przychodów oraz 34 / 27 mln PLN zysku netto. Nasze prognozy implikują EV/EBITDA'24=3,3x, P/E'24=5,2x.

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

AKUMULUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 19,1 PLN

4 STYCZNIA 2024, 09:55 CEST

Wycena DCF [PLN]	19,1
Wycena porównawcza [PLN]	19,1
Wycena końcowa [PLN]	19,1
Potencjał do wzrostu / spadku	9,3%
Koszt kapitału	13,3%
Cena rynkowa [PLN]	17,5
Kapitalizacja [mln PLN]	174,5
Ilość akcji [mln. szt.]	10,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	18,8
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	12,1
Stopa zwrotu za 3 mc	20,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	23,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	79,8%
Struktura akcjonariatu:	
Krzysztof i Ewa Folta	17,2%
Krzysztof Wieczorkowski	13,2%
OFE Allianz	9,8%
Miroslaw Nowakowski	6,1%
NN OFE	5,9%
Pozostali	47,8%

stopa zwrotu po uwzględnieniu dywidend

Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



Elektrotim skoryg. WIG znorm.

SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	5
PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....	6
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	8
DANE FINANSOWE	13

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
P/E	10,5	26,5	7,9	4,7	5,2	6,5	7,2
P/BV	2,5	2,3	1,8	1,5	1,3	1,3	1,3
EV/EBITDA	5,7	11,1	3,3	3,1	3,3	3,9	4,3
EV/EBIT	7,0	17,8	3,7	3,3	3,7	4,4	4,9
EV/S	0,6	0,6	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
BVPS	7,0	7,6	9,8	12,0	13,0	13,1	13,5
EPS	1,7	0,7	2,2	3,7	3,4	2,7	2,4
DPS (w danym roku)	0,0	0,0	0,0	1,5	2,4	2,5	2,0
Payout ratio	0,0	0,0	0,0	0,7	0,7	0,8	0,8

Wyniki roczne [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	276,8	277,2	505,6	580,0	501,3	516,2	537,9
Instalacje	100,8	142,9	303,5	180,0	206,3	206,5	212,6
Sieci	135,6	99,8	158,9	400,0	295,0	309,8	325,2
Automatyka	40,3	34,5	42,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	38,7	32,5	67,5	85,6	66,9	61,7	60,0
Instalacje	7,6	12,5	47,9	25,4	26,8	22,7	22,3
Sieci	22,5	13,7	13,5	60,2	40,1	39,0	37,7
Automatyka	8,6	6,3	6,1	0,0	0,0	0,0	0,0
SG&A	23,8	22,6	28,1	26,4	27,1	28,4	30,1
PPO/PKO	8,3	-0,6	-6,2	-8,9	0,0	-0,3	-0,3
EBITDA	28,6	14,8	38,1	54,7	44,4	37,4	34,1
EBIT	23,2	9,3	33,2	50,3	39,8	33,0	29,6
Zysk brutto	21,6	7,6	30,4	48,9	41,5	33,4	30,0
Zysk netto	16,6	6,6	22,0	37,0	33,6	27,0	24,3
Dług netto	-10,9	-10,1	-50,5	-6,5	-29,1	-28,0	-28,0

Wskaźniki	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	7%	0%	82%	15%	-14%	3%	4%
EBITDA zmiana r/r	---	-48%	158%	44%	-19%	-16%	-9%
Zysk netto zmiana r/r	---	-60%	233%	68%	-9%	-20%	-10%
Marża brutto na sprzedaży	14,0%	11,7%	13,3%	14,8%	13,3%	12,0%	11,2%
Marża EBITDA	10,3%	5,3%	7,5%	9,4%	8,9%	7,3%	6,3%
Marża netto	6,0%	2,4%	4,3%	6,4%	6,7%	5,2%	4,5%
ROE	23,9%	8,7%	22,4%	30,8%	26,0%	20,6%	18,0%
ROA	9,1%	3,6%	8,2%	14,5%	13,6%	10,8%	9,4%

Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	44,5	39,2	57,1	28,7	29,0	29,3	29,6
WNiP	10,7	10,0	6,5	6,6	6,7	7,0	7,2
Rzeczowe aktywa trwałe	21,6	18,8	12,4	12,9	13,2	13,2	13,2
Pozostałe aktywa trwałe	12,3	10,3	38,1	9,1	9,1	9,1	9,1
Aktywa obrotowe	138,0	141,7	211,2	227,0	218,9	221,8	228,8
Zapasy	4,3	3,7	3,4	3,9	3,3	3,4	3,6
Należności krótkoterminowe	110,4	119,3	151,2	211,5	182,8	188,2	196,1
Środki pieniężne	23,3	18,7	56,7	11,7	32,8	30,2	29,1
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	182,5	180,8	268,3	255,7	247,9	251,2	258,3
Kapitał własny	69,5	76,2	98,1	120,1	129,3	131,1	135,1
Udziały mniejszości	1,8	1,8	1,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Zobowiązania i rezerwy	111,3	102,9	169,2	135,8	118,8	120,2	123,4
Rezerwy na zobowiązania	17,1	13,6	21,6	16,5	16,5	16,5	16,5
Oprocentowane zobowiązania	12,4	8,6	6,2	5,2	3,7	2,2	1,1
Zobowiązania pozostałe	81,8	80,6	141,4	114,0	98,5	101,5	105,7
Pasywa razem	182,5	180,8	268,3	255,7	247,9	251,2	258,3
Dług netto	-10,9	-10,1	-50,5	-6,5	-29,1	-28,0	-28,0
Dług netto / Kapitał własny	-0,2	-0,1	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Dług netto / EBITDA	-0,4	-0,7	-1,3	-0,1	-0,7	-0,7	-0,8

Rachunek przepływu [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
CFO	34,4	1,8	37,5	-24,4	51,8	28,2	24,4
CFI	6,6	-0,2	5,5	-4,7	-4,8	-3,7	-3,7
CCF	-22,6	-6,2	-5,0	-16,0	-25,9	-26,9	-21,5
- w tym dywidenda	0,0	0,0	0,0	15,0	24,4	25,2	20,3
Przepływy pieniężne netto	18,4	-4,6	38,0	-45,0	21,1	-2,4	-0,9
CAPEX / Amortyzacja	14%	20%	34%	113%	108%	103%	100%

ELEKTROTIM

Rekomendacja	Akumuluj	www:	www.elektrotim.pl
Wycena końcowa [PLN]	19,1		
Potencjał	9,3%	daty najbliższych raportów:	
Cena rynkowa [PLN]	17,48	4Q'23:	b.d.
Ilość akcji [mln. szt.]	10,0	1Q'24:	b.d.
Kapitalizacja [mln PLN]	174,5		

Wyniki Q [mln PLN]	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23P
Przychody	143,0	233,7	97,5	128,3	183,2	171,0
Instalacje	80,9	170,3	59,9	39,4	34,9	45,9
Sieci	48,9	56,4	37,6	89,0	148,3	125,1
Automatyka	13,1	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	21,5	40,5	14,7	20,3	27,5	23,2
Instalacje	13,2	35,0	9,5	5,0	4,1	6,9
Sieci	6,2	3,9	5,2	15,3	23,4	16,3
Automatyka	2,1	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0
SG&A	6,1	9,8	5,7	5,5	5,2	10,0
PPO/PKO	-2,5	-5,4	-1,5	0,0	-7,5	0,0
EBITDA	13,9	26,6	8,6	15,9	15,8	14,4
EBIT	12,9	25,3	7,5	14,8	14,8	13,2
Zysk brutto	13,5	22,0	7,9	14,2	14,1	12,7
Zysk netto	11,1	15,6	5,8	11,2	9,7	10,3
Dług netto	-26,6	-50,5	-59,7	16,7	5,2	-6,5

Wskaźniki	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23P
Przychody zmiana r/r	152,2%	158,2%	86,1%	67,8%	28,1%	-26,8%
EBITDA zmiana r/r	239,3%	499,0%	---	2002,8	14,4%	-46,0%
Zysk netto zmiana r/r	490,5%	402,0%	---	1537,5	-12,1%	-34,1%
Marża brutto na sprzedaży	15,1%	17,3%	15,1%	15,8%	15,0%	13,5%
Marża EBITDA	9,7%	11,4%	8,9%	12,4%	8,6%	8,4%
Marża netto	7,8%	6,7%	5,9%	8,7%	5,3%	6,0%

Wskaźniki II	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
EPS, Adj+	0,66	2,20	3,70	3,37	2,71	2,43
Revenue	277,2	505,6	580,0	501,3	516,2	537,9
Gross Margin %	11,7%	13,3%	14,8%	13,3%	12,0%	11,2%
EBIT	9,3	33,2	50,3	39,8	33,0	29,6
EBITDA	14,8	38,1	54,7	44,4	37,4	34,1
Net Income Adj+	6,6	22,0	37,0	33,6	27,0	24,3
Net Debt	-10,1	-50,5	-6,5	-29,1	-28,0	-28,0
BPS	7,63	9,82	12,03	12,95	13,13	13,53
DPS	0,00	0,00	1,50	2,45	2,53	2,03
Return on Equity %	8,7%	22,4%	30,8%	26,0%	20,6%	18,0%
Return on Assets %	3,6%	8,2%	14,5%	13,6%	10,8%	9,4%
Depreciation	4,8	4,7	4,2	4,2	4,2	4,2
Amortization	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
Free Cash Flow	1,6	43,0	-29,0	47,0	24,5	20,6
CAPEX	1,1	1,7	5,0	4,8	4,5	4,5

Główne czynniki ryzyka:

- ryzyko skokowego wzrostu kosztów materiałowych przekładające się na spadek marż w trakcie realizacji projektów (ryzyko mitygowane przez relatywnie krótki backlog średnio ok. 15 miesięcy).
- ryzyko znaczących umów realizowanych lub potencjalnie realizowanych dla Straży Granicznej wynikające z wartości kontraktów i napiętych terminów
- ryzyko braku wykwalifikowanych pracowników
- potencjalna podaż akcji ze strony głównych akcjonariuszy
- zatory płatnicze i upadłości w branży budowlanej
- problemy z pozyskaniem finansowania i gwarancji bankowych;
- ryzyko braku pozyskiwania nowych zleceń i wysokiej konkurencji;
- ryzyko problemów i upadłości spółek zależnych

WYCENA I PODSUMOWANIE

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	19,1
Wycena metodą porównawczą, w tym:	20%	19,1
Wycena 1 akcji Elektrotim [PLN]		19,1

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 (5,25%), premii za ryzyko rynkowe (8,0%, poprzednio 9,5% - spadek wynika z wejście spółki do SWIG80) oraz współczynnika beta = 1,0. Wycena została sporządzona na dzień 4 stycznia 2024.

Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	501,3	516,2	537,9	566,5	588,4	599,0	608,0	616,0	622,1	628,4
EBIT [mln PLN]	39,8	33,0	29,6	28,4	26,6	27,1	27,5	27,9	28,2	28,5
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]	7,6	6,3	5,6	5,4	5,1	5,2	5,2	5,3	5,4	5,4
NOPLAT [mln PLN]	32,2	26,8	24,0	23,0	21,6	22,0	22,3	22,6	22,8	23,1
Amortyzacja [mln PLN]	4,4	4,4	4,5	4,6	4,6	4,6	4,7	4,7	4,7	4,7
CAPEX [mln PLN]	-4,8	-4,5	-4,5	-4,6	-4,7	-4,7	-4,7	-4,8	-4,8	-4,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	14,5	-2,8	-4,0	-5,3	-4,0	-2,0	-1,7	-1,5	-1,1	-1,1
FCF [mln PLN]	46,4	23,9	20,0	17,7	17,5	19,9	20,6	21,0	21,6	21,8
DFCF [mln PLN]	41,0	18,7	13,8	10,8	9,4	9,5	8,6	7,8	7,1	6,3
Suma DFCF [mln PLN]	133,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	180,6									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	52,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	185,2									
Dług netto 2023P [mln PLN]	-6,5									
Udział mniejszości [mln PLN]	1,1									
Wartość kapitału [mln PLN]	190,6									
Ilość akcji [mln szt.]	10,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	19,1									

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

Przychody zmiana r/r	-13,6%	3,0%	4,2%	5,3%	3,9%	1,8%	1,5%	1,3%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	-20,9%	-16,9%	-10,4%	-4,0%	-6,3%	1,8%	1,5%	1,3%	1,0%	1,0%
FCF zmiana r/r	---	-48,5%	-16,3%	-11,4%	-1,3%	13,9%	3,1%	2,3%	2,6%	1,0%
Marża EBITDA	8,8%	7,3%	6,3%	5,8%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Marża EBIT	7,9%	6,4%	5,5%	5,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Marża NOPLAT	6,4%	5,2%	4,5%	4,1%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%
CAPEX / Przychody	1,0%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
CAPEX / Amortyzacja	108,5%	102,7%	99,6%	100,4%	100,9%	101,3%	101,5%	101,7%	101,8%	101,9%
Zmiana KO / Przychody	-2,9%	0,5%	0,7%	0,9%	0,7%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%
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	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%
Udział kapitału własnego	98,5%	99,1%	99,6%	99,8%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Udział kapitału obcego	1,5%	0,9%	0,4%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	13,1%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

beta	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				Beta			
	0,00%	1,00%	2,00%		0,00%	1,00%	2,00%		0,9	1,0	1,1	
	0,8	20,9	21,6	22,4	6,0%	21,6	22,3	23,2	6,0%	23,5	22,3	21,2
	0,9	19,7	20,2	20,9	7,0%	20,0	20,6	21,2	7,0%	21,7	20,6	19,5
	1,0	18,7	19,1	19,6	8,0%	18,7	19,1	19,6	8,0%	20,2	19,1	18,1
	1,1	17,7	18,1	18,5	9,0%	17,5	17,9	18,3	9,0%	19,0	17,9	16,9
	1,2	16,9	17,2	17,6	10,0%	16,5	16,8	17,1	10,0%	17,9	16,8	15,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

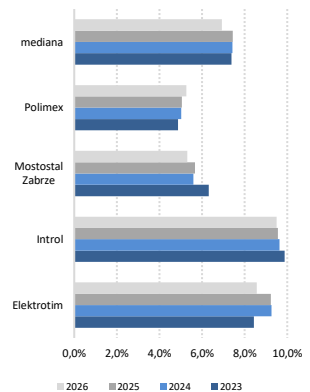
WYCENA PORÓWNAWCZA

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 (33% wagi dla każdego z roku 2024-26). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki 19,1 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Intrtol	7,0	6,9	6,9	4,3	4,1	3,9
Mostostal Zabrze	10,1	10,4	11,7	3,3	3,0	3,0
Polimex	8,2	8,3	8,1	3,3	2,7	2,0
Mediana	8,2	8,3	8,1	3,3	3,0	3,0
Elektrotim	5,2	6,5	7,2	3,3	3,9	4,3
Premia/dyskonto do spółki	-36,6%	-22,4%	-11,0%	-1,3%	28,4%	42,2%
Wycena wg wskaźnika	27,6	22,5	19,6	17,7	14,2	13,1
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]	23,2			15,0		
Waga wskaźnika	50%			50%		
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	19,1					

Porównanie rentowności EBITDA



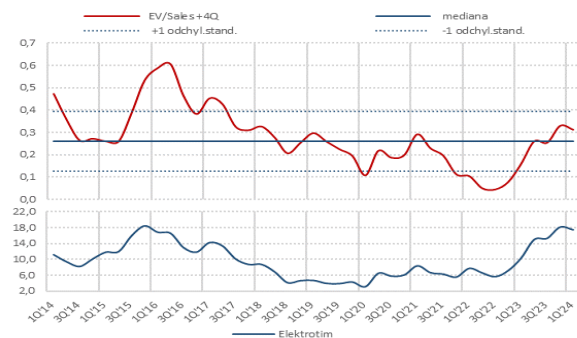
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

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)

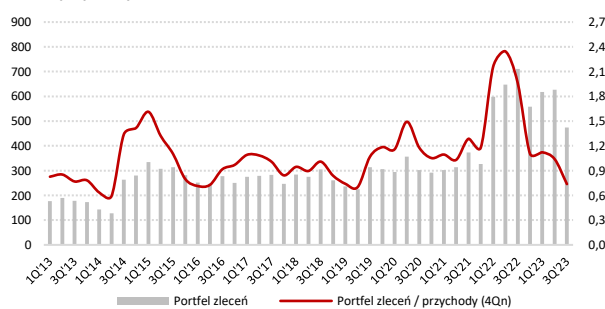
PORTFEL ZAMÓWIEŃ

Istotne kontrakty podpisane od początku 2019 roku

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]	Koniec
2023				
2023-12-28	PL Szczecin-Goleniów	Wykonanie systemu świetlnych pomocy nawigacyjnych CAT II	41	nko
2023-12-06	GDDKiA	Poprawa bezpieczeństwa ruchu drogowego na DK35 w m. Unisław Śląski	10	nko
2023-12-18	Tauron Dystrybucja	Budowa linii kablowej 110 kV (GPZ Walecznych - Kurkowa)	24	nko
2023-12-15	Ząbkowice Śl.	Budowa infrastruktury elektroenergetycznej dla Strefy inwestycyjnej Europark Ząbkowice Śląskie	13	nko
2023-11-16	KGHM	Wymiana rozłączników prądowych oraz magistrali szyn prądowych przy grupach waniek elektrol. w Hucie Miedzi Głogów	45	2025-01
2023-11-14	KG Straży Granicznej	Budowa zabezpieczenia granicy państwowej z Białorusią na odcinku rzeki Bug w Nadbużańskim Oddziale SG	227	nko
2023-10-05	Stołeczny Zarząd Infrast.	Rozbudowa systemu alarmowego w kompleksie wojskowym K-0596 Goławice	4	2025-03
2023-08-07	Stołeczny Zarząd Infrast.	Wymiana ogrodzenia w kompleksie wojskowym nr K-0596 Goławice	11	2025-01
2023-06-05	PGE Dystrybucja	Budowy stacji 110 kV Krasnosielc wraz z linią zasilającą 110 kV	22	2024-12
2023-05-19	Cent. Zas. Cyberprzes. SZ	Budowa linii światłowodowych pomiędzy kompleksami w m. Gdynia, Rumia, Łężyce, Wejherowo, Rzucewo	15	2024-12
2023-04-05	RZI w Gdyni	Przebudowa budynków w Porcie Wojennym Gdynia	15	2025-10
2023-03-29	PKP Energetyka	Budowa podstacji trakcyjnej PT Knyszyn i RS Knyszyn	24	2024-06
2023-03-07	Tauron Dystrybucja	Projekt i roboty na stacji R-Uczniowska w Wałbrzychu	15	2024-11
2023-01-31	PKP Energetyka	Budowa podstacji trakcyjnej Lubinek i Zdruńska Wola Karsznice	54	2023-07
2022				
2022-12-22	PGE EO	Wykonie linii kablowej 110 kV oraz stacji elektroenergetycznej GPO dla farmy PV Jezioro	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 „Małopolce” wraz z linią zasilającą	23	2023-10
2022-07-27	PGE Dystrybucja	Modernizacja rozdzielni 110kV GPZ Boryszew	9	2023-07
2022-07-15	Budimex	Wykonaniu instalacji i sieci branży elektrycznej i teletechnicznej w ramach zadań inwestycyjnych dla wojska	23	2024-12
2022-07-11	Kąty Wrocławskie	Rewitalizacja rynku w Kątach Wrocławskich	16	2023-12
2022-03-24	Podlaski Oddział SG	Zaprojektowanie i wybudowanie bariery elektronicznej na granicy polsko-białoruskiej (202 km)	279	2023-12*
2021				
2021-08-25	SK	Budowa linii kablowej 110kV oraz stacji GPO dla zakładu produkcji separatorów baterii litowo-jonowych w Dąbrowie G.	25	2023-02
2021-05-06	E&W	Wybudowanie GPO Żółkiewka 110 kV (GPZ).	8	2022-04
2021-04-30	PGE GIEK	Połączenie EC Pomorzany z polami nowej rozdzielni 110 kV Pomorzany	10	2022-10
2021-03-12	Enea	Modernizacja stacji WN/SN Pyrzyce	12	2022-01
2020				
2020-07-29	Enea Operator (Szczecin)	Modernizacja stacji 110/SN kV Reclaw, Gryfice i Gumińce	27	2022-07
2019				
2019-12-19	Bieszczadzki oddział SG	Rozbudowa systemów ochrony technicznej granicy zewnętrznej UE w zakresie urzędzeń nadzoru	18	2021-09
2019-12-13	PSE	ZKO Poznań etap II	16	2023-12
2019-12-04	PSE	ZKO Bydgoszcz	13	2023-12
2019-11-14	Tauron Dystrybucja	Rozbudowa infrastruktury technicznej Systemu Łączności Dyspozytorskiej	11	2020-11
2019-09-12	Enea Operator	Przebudowa stacji elektroenergetycznej 110/15kV GPZ Żelechowo – etap I – Przebudowa rozdzielni 15kV	11	---
2019-09-11	Tauron Dystrybucja	Budowa stacji 110/20 kV Jawor Strefa	22	2021-05
2019-08-16	Tauron Dystrybucja	Rozbudowa infrastruktury technicznej Systemu Łączności Dyspozytorskiej	10	2020-11
2019-08-12	Tauron Dystrybucja	Rozbudowa infrastruktury technicznej Systemu Łączności Dyspozytorskiej	9	2020-11
2019-08-08	Tauron Dystrybucja	Rozbudowa infrastruktury technicznej Systemu Łączności Dyspozytorskiej	13	2020-11
2019-08-07	SK	Budowa linii kablowej 110kV oraz stacji GPO dla zakładu produkcji separatorów do akumulatorów w Dąbrowie G.	23	2020-12

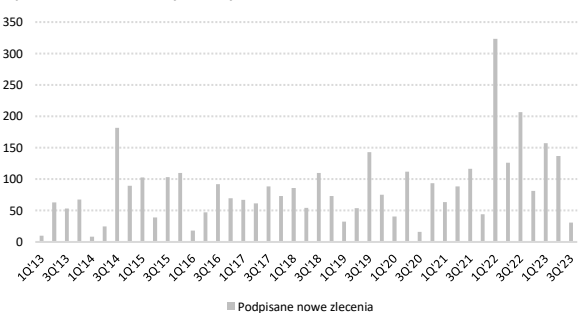
Źródło: BDM S.A., spółka, pierwotnie *120 dni od zakończenia robót budowlanych (wrzesień 2022) – kontrakt nadal w realizacji

Portfel / przychody za ostatnie 4Q



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



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

Po 3Q'23 backlog grupy wynosił 474 mln PLN (zawiera on jeszcze końcówkę kontraktu na granicy z Białorusią). Portfel zleceń wyraźnie spadł w ujęciu q/q i r/r. Spółka zakłada, że może być pod presją do 1Q'24, ze względu na spowolnienie decyzyjności w podmiotach i spółkach publicznych w okresie okołowyborczym. Pomoc może ewentualne zdobycie nowych kontraktów na perymetrię (spółka ma najkorzystniejszą ofertę na odcinek na Bugu, ogłoszony jest także mniejszy przetarg na rzece Świsłocz).

Nowe przetargi na perymetrię

Zapowiedzi przetargów na perymetrię na rzekach Bug i Świsłocz na granicy z Białorusią pojawiły się w końcu 2022 roku. Przetargi ogłoszono ostatecznie we wrześniu 2023 (Bug - [link](#) i Świsłocz - [link](#)). Odcinki

mają mieć odpowiednio ok. 172 km i 40 km długości. Zadania mają mieć charakter projektuj i buduj z okresem realizacji 18 miesięcy.

W połowie listopada oferta Elektrotimu (w konsorcjum ze spółką zależną Ostoya) została wybrana w postępowaniu na odcinku rzeki Bug w Nadbużańskim Oddziale SG. Wartość oferty to 227 mln PLN netto (279 mln PLN brutto). Prace mają być realizowane w formule P&B (projektuj i buduj). Spółka podała w komunikacie, że kolejnym etapem postępowania, zgodnie z PZP, jest zawarcie umowy. Jednocześnie podkreśliła, że wybór oferty nie jest tożsamy z zawarciem umowy.

Podsumowanie złożonych ofert – punktacja

	punkty	cena (max 60 pkt)	gwarancja (max 30 pkt)	czas (max 10 pkt)
Elektrotim - Ostoya	94,7	60,0	24,7	10,0
Sprint	88,3	51,6	30,0	6,7
Telbud	66,2	52,7	10,1	3,3
T4B	54,1	40,2	10,5	3,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wartość oferty w przeliczeniu na 1 km jest tylko minimalnie niższa (1,31 mln PLN/km) niż w przypadku perymetrii lądowej na granicy z Białorusią (1,38 mln PLN/km), która prawdopodobnie obejmowała więcej urządzeń.

Niewiadomą jest, jakie podejście do przetargu będzie mieć nowy rząd (Straż Graniczna podlega pod MSWiA). W warunkach przetargu zapisano, że może on być unieważniony, jeżeli środki publiczne, które zamawiający zamierza przeznaczyć na sfinansowanie zamówienia, nie zostaną mu przyznane. Jednocześnie należy zwrócić uwagę, że źródłem finansowania są środki unijne - Program Krajowego Instrumentu Wsparcia Finansowego na rzecz Zarządzania Granicami i Polityki Wizowej Funduszu Zintegrowanego Zarządzania Granicami (Polski Program IZGW; BMVI/2021/SA/1.5.8, w programie wprost zapisano przeznaczenie 67 mln EUR na budowę „technicznego zabezpieczenia granicy zewnętrznej UE na terenach podmokłych, nadbrzeżnych i rzekach wzdłuż granicy polsko-białoruskiej — 225 km” oraz dwóch mniejszych projektów).

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki za 3Q'2023 [mln PLN]

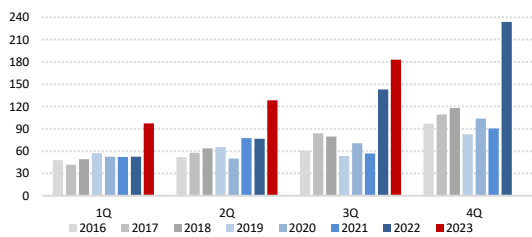
	3Q'22	3Q'23	zmiana r/r	3Q'23P BDM	odchyl.	1-3Q'22	1-3Q'23	zmiana r/r
Przychody	143,0	183,2	28,1%	145,0	26,4%	271,9	409,0	50,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	21,5	27,5	27,7%	23,7	16,2%	27,0	62,4	131,3%
Zysk na sprzedaży	15,4	22,3	44,5%	17,7	25,9%	8,7	46,0	427,2%
PPO/PKO	-2,5	-7,5	---	-2,5	---	-0,8	-8,9	---
EBITDA	13,9	15,8	14,4%	16,3	-3,1%	11,5	40,4	250,0%
EBIT	12,9	14,8	14,5%	15,2	-2,6%	7,9	37,1	368,0%
Zysk brutto	13,5	14,1	4,7%	13,4	5,2%	8,4	36,2	329,6%
Zysk netto	11,1	9,7	-12,1%	10,9	-10,2%	6,4	26,7	319,6%
Marża brutto ze sprzedaży	15,1%	15,0%		16,3%		9,9%	15,3%	
Marża EBITDA	9,7%	8,6%		11,3%		4,2%	9,9%	
Marża EBIT	9,0%	8,1%		10,5%		2,9%	9,1%	
Marża zysku netto	7,8%	5,3%		7,5%		2,3%	6,5%	

Źródło: BDM S.A., spółka

- Przychody w 3Q'23 wyniosły 183,2 mln PLN (+28% r/r), powyżej naszych oczekiwań. Wysoka była kontrybucja segmentu Sieci, który wypracował 148 mln PLN przychodów (+203% r/r). Segment Instalacje miał 35 mln PLN przychodów (-57% r/r, -11% q/q, efekt spadku znaczenia kontraktu na perymetrię na granicy z Białorusią).
- Segment Instalacje na poziomie jednostkowym (tu ujmowany jest kontrakt na granicy z Białorusią) miał 30 mln PLN przychodów (vs 74 mln PLN w 3Q'22). Po 3Q'23 została już tylko niewielka część kontraktu do rozpoznania, jednocześnie finalne rozliczenie kontraktu jest przez spółkę wykazywane czynnikach, które mogą mieć wpływ na przyszłe wyniki.
- Rentowność brutto ze sprzedaży (15,0%) porównywalna r/r i nieco poniżej naszych założeń. Koszty SG&A niższe r/r.
- Mocno negatywny wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej w 3Q'23 (-7,5 mln PLN, zakładaliśmy -2,5 mln PLN)
- Spółka na poziomie skonsolidowanym utworzyła odpis na należności (-2,8 mln PLN) oraz rezerwę na straty na kontraktach (-3,7 mln PLN). Zdarzenia te w dużej mierze związane są prawdopodobnie z sytuacją spółki zależnej Zeusa (we wrześniu złożono wnioski o upadłość). Na poziomie jednostkowym Elektrotimu ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło -4,3 mln PLN (w tym -1,9 mln PLN odpis pożyczki do Zeusa, -1,4 mln PLN odpis należności oraz -0,7 mln PLN kary/odszkodowania). Nieodpisana pozostała kwota 0,6 mln PLN zobowiązania pozabilansowego (brak przesłanej do pociągnięcia środków z gwarancji).
- Zdaniem zarządu powyższe odpisy wyczerpują potencjalne koszty upadłości Zeusa dla Elektrotimu (także na poziomie gotówkowym). Spółka pozostawała na koniec 3Q'23 w konsolidacji, więc ewentualne ogłoszenie upadłości może mieć jeszcze wpływ na raportowane wyniki w momencie utraty kontroli.
- EBITDA w 3Q'23 wyniosła 15,8 mln PLN (vs 13,9 mln PLN rok temu). Wynik nieco niższy od naszych założeń (spodziewaliśmy się 16,3 mln PLN), ale jest to pochodna wysokiego ujemnego salda pozostałej działalności operacyjnej.
- Saldo finansowe z lekko ujemnym wpływem na poziomie -0,7 mln PLN.
- Zysk netto w 3Q'23 wyniósł 9,7 mln PLN (efektywna stopa podatku na poziomie 37%), zakładaliśmy 10,9 mln PLN.
- Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły +30 mln PLN w 3Q'23 (odwrócenie około połowy ujemnych przepływów z 1H'23).
- Na koniec okresu spółka miała 5 mln PLN długu netto. W lipcu została wypłacona dywidenda.
- Spółka wskazuje, że w celu ofertowania na nowych przetargach na perymetrię musiała zabezpieczyć zasoby na poczet ewentualnej realizacji tych kontraktów. Spółka podała, że przy intensywnej realizacji portfela także w 4Q'23, jego wartość (poza ewentualnymi nowymi kontraktami granicznymi) może być przejściowo pod presją ze względu na obniżoną liczbę postępowań przetargowych czy niższy poziom decyzyjności niektórych zarządów spółek państwowych. Okres ten szacowany jest przez spółkę do końca 1Q'24 (wiosną'24 spółka zakłada poprawę warunków do odbudowy portfela).

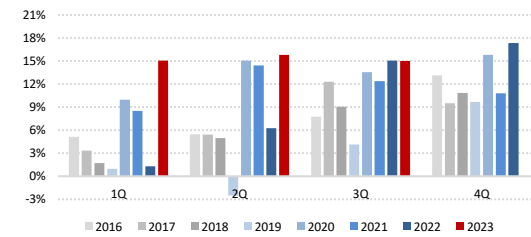
Podsumowując, wyniki spółki za 3Q'23 były wyraźnie powyżej naszych prognoz, jeżeli oczyścimy je o wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej. Na raportowany EBIT negatywny wpływ miało złożenie wniosku o upadłość Zeusa (Elektrotim wskazuje, że nie oczekuje już dalszego negatywnego wpływu kosztowego i gotówkowego). Na koniec 3Q'23 spółka odnotowała poprawę pozycji gotówkowej. Portfel zleceń wyraźnie spadł vs 2Q'23. Spółka zakłada, że może być pod presją do 1Q'24, pomóc może ewentualne zdobycie nowych kontraktów na perymetrię (spółka ma najkorzystniejszą ofertę na odcinek na Bugu, ogłoszony jest także mniejszy przetarg na rzece Świsłocz).

Przychody [mln PLN]



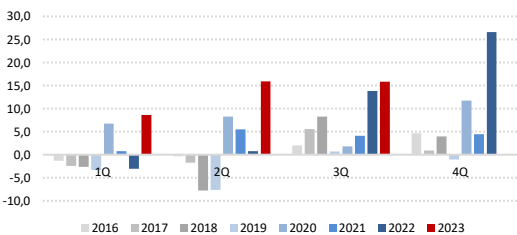
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży



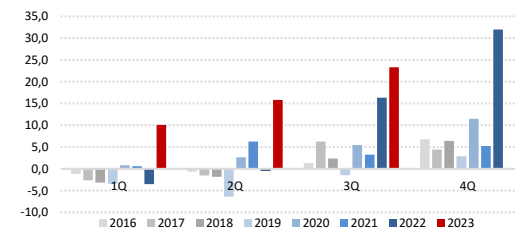
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA [mln PLN]



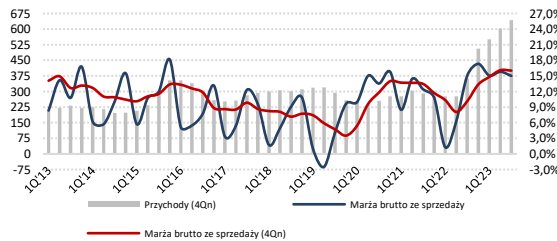
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA skoryg. [mln PLN]



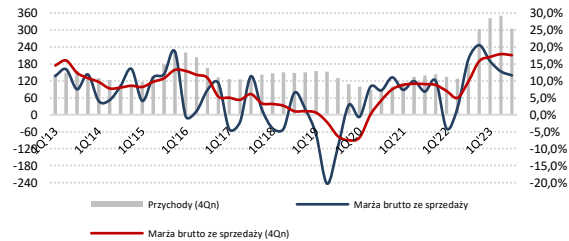
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody oraz marża brutto ze sprzedaży (narastająco 4Q)



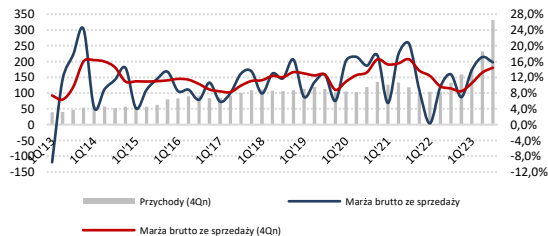
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Podsumowanie konferencji wynikowej po 3Q'23 (22/11/2023)

Wyniki 3Q'23

- strata na kontraktach dotyczy Zeusa
- wysoki podatek nie jest do odwrócenia w 4Q'23 (pochodna straty Zeusa, której nie można rozliczyć)
- na marżę pozytywny wpływ miało kilka mln PLN ugody (wciąż trwają rozmowy o waloryzacjach na kolejne kilka mln PLN)

Perspektywa 4Q'23

- system premii pracowników jest oparty o wyniki, należy spodziewać się rezerw w 4Q'23 i podwyższonych kosztów zarządu
- realizacja portfela idzie powyżej oczekiwań, pytanie o pogodę, należy pamiętać, że w końcówce 2022 spółka miała rozpędzony kontrakt na granicy z Białorusią

2023

- spółka raczej nie korzystała na spadku kosztów, ze względu na politykę ich zabezpieczania

2024

- intencją spółki jest dalszy wzrost
- część robót może przejść z 2023 na 1H'24

Pozycja gotówkowa

- 80 mln PLN do spłynięcia w styczniu z kontraktów trakcyjnych
- na przełomie 1/2Q'24 zapotrzebowanie spółki na kapitał obrotowy może znów wzrosnąć

Zeus

- spółka była jeszcze badana do października przez potencjalnych zainteresowanych (obecnie nikt nie jest zainteresowany)
- Elektrotim nie chciał nadal finansować spółki
- Zeus na rynku występował jako konkurencja Elektrotimu, oferował niższe marże, miał więcej długich kontraktów (P&B), nie poradził sobie ze wzrostem kosztów w 2022 roku
- obecnie oczekiwania na wyznaczenie syndyka lub zarządcy (to będzie równoważne z utratą kontroli i dekonsolidacją spółki), powinno to nastąpić w 4Q'23 lub do wyników rocznych
- Zeus nie powinien mieć problemów ze środkami by prowadzić postępowanie
- ewentualne ryzyka – pojawienie się dodatkowych kosztów w Zuesie w wyniku przeciągania sprawy, które musiałyby być wykazane na poziomie skonsolidowanym
- nie odpisane pozostają dwie gwarancje na łącznie 0,6 mln PLN (nie ma przesłanek do ich pociągnięcia przez inwestorów)
- Zeus w 1-3Q'23 miała -10 mln PLN straty EBIT
- Elektrotim będzie ostrożnie działał w kierunku kończenia kontraktów po Zeusie (chyba, że będzie taka chęć zamawiających)

Perymetria na granicy z Białorusią

- 21,5 mln PLN przychodów pozostało do rozliczenia
- do odebrania został projekt powykonawczy oraz algorytmy (termin powinien być wyznaczony w listopadzie)
- kontrakt powinien się zamknąć w tym roku
- w listopadzie projekt będzie rozliczony do 95%
- kontrakt nie jest na nadzwyczajnej marży, zarząd nie spodziewa się zaskoczeń w finalnym rozliczeniu marży
- kary naliczone były nieistotne dla wyniku kontraktu

Kontrakty dla PKP Energetyka

- w listopadzie odbiory
- 60 dniowy termin płatności, więc wpływ pozytywny na CF dopiero w 1Q'24
- spółka pozytywnie ocenia ten rynek, chce pozyskiwać kolejne kwartały

Portfel

- kontrakt dla KGHM – pion Instalacji (przemysł), spore przeroby w 2024 roku
- realizacja backlogu w 4Q'23 postępuje powyżej oczekiwań, portfel spadnie w 4Q'23
- spółka jest spokojna o 1H'24, portfel na 2H'24 powinien być odbudowany
- spółka za zdrowy backlog uważa 500-600 mln PLN, jest przy nim w stanie rosnać
- maksymalna pojemność backlogu dla spółki to obecnie 800 mln PLN
- spółka widzi skrócenie średniego czasu trwania kontraktów z 18 mc do 12 mcy

Nowe postępowania na perymetrię

- perymetria na Bugu – spółka czeka na uprawomocnienie się wyboru oferty (10 dni od wyboru), a później podpisanie umowy (nie ma wyznaczonego konkretnego terminu), kontrakt nie ma zaliczek, ale terminy płatności są racjonalne, mniejsze nasycenie bariery nad Bugiem elektronika niż bariery na granicy z Białorusią, mimo tego w przeliczeniu na 1km oferta jest podobna, zdaniem spółki oferta spółki jest racjonalna (np. efekt dobrych relacji z dostawcami)
- perymetria na Świsłoczy – spółka jest jednym z oferentów, czeka na wybór oferty, liczy na wygranie przetargu

Pipeline

- spółka ma złożone oferty z pierwszą ceną, ale postępowania są opóźniane
- kilkadziesiąt mln PLN w pierwszych cenach (poza Bugiem)
- KPO potencjalnie pozytywne dla pionu utrzymania i dystrybucji
- budowa lotniska we Wrocławiu: część wojskowa – nieprędko będzie rozstrzygnięta, część cywilna – na przełomie roku rozstrzygnięcie

Ostoya

- spółka traktowana jako jednostka badawczo-wdrożeniowa
- wyniki są dość zmienne, w zależności od fazy realizacji kontraktu
- spółka jest w konsorcjum na perymetrię na Bugu
- w spółce nie dzieje się nic niepokojącego

Zatrudnienie

- spółka zakłada wzrost zatrudnienia w 2024
- rotacja wynika z odejść na emeryturę i naturalnych odejść

Perspektywy rynku

- widać wzrost konkurencji, część ofert jest agresywna,
- spółka liczy na szybka odbudowę rynku i nie chce wchodzić w agresywne oferty
- w każdym pionie spółka widzi perspektywę do poprawy wyników w kolejnych latach
- w 2023 rynek przemysłowy był słaby, spółka widzi sygnały by nastąpiło odbicie
- środki unijne mogą przełożyć się na wzrost cen materiałów (spółka wpisuje waloryzację do umów)

Wyniki i prognozy wyników kwartalne [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23P	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
Przychody ze sprzedaży	52,2	77,7	56,7	90,5	52,4	76,5	143,0	233,7	97,5	128,3	183,2	171,0	75,0	130,0	137,5	158,8
Instalacje	30,3	36,9	29,5	46,2	21,8	30,4	80,9	170,3	59,9	39,4	34,9	45,9	35,0	40,0	52,5	78,8
Sieci	15,7	33,6	20,2	30,4	19,8	33,8	48,9	56,4	37,6	89,0	148,3	125,1	40,0	90,0	85,0	80,0
Automatyka	6,3	7,3	7,0	14,0	10,8	12,3	13,1	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	4,4	11,2	7,0	9,8	0,7	4,8	21,5	40,5	14,7	20,3	27,5	23,2	10,1	18,2	18,7	19,9
Instalacje	2,2	3,7	2,0	4,6	-0,9	0,6	13,2	35,0	9,5	5,0	4,1	6,9	4,9	5,6	6,8	9,5
Sieci	0,9	6,0	4,2	2,6	0,1	3,2	6,2	3,9	5,2	15,3	23,4	16,3	5,2	12,6	11,9	10,4
Automatyka	1,4	1,6	0,8	2,5	1,5	0,9	2,1	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SG&A	5,2	6,3	5,1	6,0	5,6	6,6	6,1	9,8	5,7	5,5	5,2	10,0	5,3	5,7	6,0	10,1
Zysk na sprzedaży	-0,8	4,9	1,9	3,8	-4,9	-1,8	15,4	30,7	9,0	14,7	22,3	13,2	4,8	12,5	12,7	9,8
Saldo PPO/PKO	0,2	-0,7	0,8	-0,8	0,5	1,2	-2,5	-5,4	-1,5	0,0	-7,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	0,7	5,5	4,1	4,4	-3,1	0,8	13,9	26,6	8,6	15,9	15,8	14,4	6,0	13,6	13,9	10,9
EBIT	-0,6	4,1	2,7	3,0	-4,4	-0,6	12,9	25,3	7,5	14,8	14,8	13,2	4,8	12,5	12,7	9,8
Saldo finansowe	-0,4	-0,2	-0,3	-0,9	-0,3	0,3	0,6	-3,3	0,3	-0,6	-0,7	-0,5	0,4	0,5	0,3	0,6
Zysk (strata) brutto	-1,0	4,0	2,5	2,2	-4,8	-0,3	13,5	22,0	7,9	14,2	14,1	12,7	5,2	12,9	13,0	10,4
Zysk (strata) netto	-1,5	3,1	1,9	3,1	-5,4	0,7	11,1	15,6	5,8	11,2	9,7	10,3	4,2	10,5	10,5	8,4
CFO	-6,7	21,5	-21,2	8,2	-2,4	11,8	10,5	17,6	9,2	-75,7	29,8	12,3	30,0	-25,0	15,0	31,8
Dług (gotówka) netto	-3,9	4,6	-2,6	-10,1	-4,6	-18,4	-26,6	-50,5	-59,7	16,7	5,2	-6,5	-35,3	-9,2	1,4	-29,1
Przychody zmiana r/r	-0,8%	55,6%	-19,6%	-12,7%	0,3%	-1,6%	152,2%	158,2%	86,1%	67,8%	28,1%	-26,8%	-23,0%	1,3%	-25,0%	-7,2%
Instalacje	63,2%	142,5%	16,3%	10,8%	-28,1%	-17,5%	174,1%	268,7%	175,1%	29,4%	-56,9%	-73,0%	-41,5%	1,6%	50,6%	71,4%
Sieci	-36,8%	26,8%	-42,4%	-38,4%	26,3%	0,5%	142,2%	85,7%	89,9%	163,5%	203,2%	121,8%	6,4%	1,2%	-42,7%	-36,1%
Automatyka	-32,4%	-12,0%	-31,0%	10,4%	71,9%	69,6%	88,3%	-57,0%	---	---	---	---	---	---	---	---
Marża brutto ze sprzedaży	8,5%	14,4%	12,4%	10,8%	1,3%	6,3%	15,1%	17,3%	15,1%	15,8%	15,0%	13,5%	13,5%	14,0%	13,6%	12,5%
Instalacje	7,3%	9,9%	6,8%	10,0%	-4,1%	2,0%	16,3%	20,5%	15,8%	12,8%	11,6%	15,0%	14,0%	14,0%	13,0%	12,0%
Sieci	5,5%	17,9%	20,6%	8,7%	0,3%	9,6%	12,8%	7,0%	13,9%	17,1%	15,8%	13,0%	13,0%	14,0%	14,0%	13,0%
Automatyka	21,5%	21,4%	12,2%	18,0%	13,9%	7,6%	15,8%	26,1%	---	---	---	---	---	---	---	---
SG&A/przychody	10,0%	8,2%	9,0%	6,6%	10,6%	8,6%	4,3%	4,2%	5,8%	4,3%	2,8%	5,8%	7,0%	4,4%	4,4%	6,4%
Marża na sprzedaży	-1,5%	6,3%	3,4%	4,2%	-9,3%	-2,4%	10,8%	13,1%	9,2%	11,5%	12,2%	7,7%	6,4%	9,6%	9,3%	6,1%
Marża EBITDA	1,4%	7,1%	7,2%	4,9%	-5,9%	1,0%	9,7%	11,4%	8,9%	12,4%	8,6%	8,4%	8,0%	10,5%	10,1%	6,9%
Marża EBIT	-1,2%	5,3%	4,8%	3,3%	-8,4%	-0,8%	9,0%	10,8%	7,7%	11,5%	8,1%	7,7%	6,4%	9,6%	9,3%	6,1%
Marża zysku netto	-2,9%	4,0%	3,3%	3,4%	-10,3%	0,9%	7,8%	6,7%	5,9%	8,7%	5,3%	6,0%	5,7%	8,0%	7,7%	5,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2023P		zmiana	2024P		zmiana	2025P		zmiana
	poprzednio*	aktualnie		poprzednio*	aktualnie		poprzednio*	aktualnie	
Przychody	535,0	580,0	8,4%	501,3	501,3	0,0%	486,2	516,2	6,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	81,6	85,6	4,9%	66,9	66,9	0,0%	57,6	61,7	7,1%
EBITDA	55,0	54,7	-0,5%	44,3	44,4	0,2%	35,3	37,4	6,1%
EBIT	50,5	50,3	-0,4%	39,7	39,8	0,2%	30,9	33,0	6,9%
Zysk (strata) netto	37,7	37,0	-1,9%	33,3	33,6	1,0%	25,6	27,0	5,6%
Dług (gotówka) netto	-23,4	-6,5	---	-36,9	-29,1	---	-39,6	-28,0	---
Marża zysku brutto ze sprzedaży	15,3%	14,8%		13,3%	13,3%		11,8%	12,0%	
Marża EBITDA	10,3%	9,4%		8,8%	8,9%		7,3%	7,3%	
Marża EBIT	9,4%	8,7%		7,9%	7,9%		6,4%	6,4%	
Marża zysku netto	7,0%	6,4%		6,6%	6,7%		5,3%	5,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja z 10.10.2023

- W strategii na lata 2023-25 zarząd przedstawił, że spółka na poziomie jednostkowym celuje w minimum 350 mln PLN przychodów oraz 10 mln PLN zysku netto. Oceniamy, że te założenia powinny być poddane aktualizacji, ponieważ nie odzwierciedlają obecnej pozycji spółki.
- Obecnie zakładamy, że spółka w 2023 roku wypracuje 580 mln PLN przychodów, 50,3 mln PLN EBIT oraz 37,0 mln PLN zysku netto (zwracamy uwagę, że wpływ na ostateczne wyniki może mieć ewentualna finalna utrata kontroli nad Zeusem, czego nie ujmujemy w prognozie, spółka zależna miała -10 mln straty EBIT w 1-3Q'23). Zakładamy, że rentowność brutto ze sprzedaży w 2023 roku będzie wyższa r/r (efekt m.in. dobrych kontraktów pozyskanych w 2022 roku i spadku presji kosztowej).
- Do 2024 podchodzimy bardziej konserwatywnie ze względu na niższy portfel oraz wygaśnięcie pozytywnego efektu spadku presji kosztowej. W 2024-25 estymujemy obecnie po ok. 500 mln PLN przychodów oraz 34 / 27 mln PLN zysku netto.
- Zakładamy, że w 2024 roku marża brutto ze sprzedaży spadnie do ok 13%, do 12% w 2025 i 10% w średnim/długim terminie. Zwracamy przy tym uwagę, że w przypadku spółek budowlanych/installacyjnych im wyższe przychody tym trudniej generalnie utrzymywać wysokie marże (konieczność wyjścia poza nisze, wyższe ryzyka na większych kontraktach).

- Zakładana przez nas marża EBIT w 2023 roku kształtuje się na poziomie 8,7%, a w kolejnym roku na poziomie 7,9%. W długim terminie przyjmujemy 4,5% (implikowane marża wg strategii to 4,3%, przy średniej ważonej za ostatnie 10 lat na poziomie 3,0%).
- Nasza poprzednie prognozy zostały lekko podniesione głównie w latach 2025+. Wynik wyborów parlamentarnych powinien przełożyć się na odblokowanie środków unijnych, m.in. w KPO są zapisane istotne środki na sieć dystrybucji energii).
- W przypadku pozycji gotówkowej 2023 rok jest bardziej wymagający niż 2022 pod względem kapitału obrotowego (bardziej kapitałochłonne kontrakty w obszarze trakcji i samorządów). Zakładamy, że spółka na koniec rok będzie dysponować gotówką netto (ok. 5-10 mln PLN). Przyjmujemy, że w 2024 roku spółka wypłaci dywidendę na poziomie 66% zysku netto za 2023 (co daje DPS=2,5 PLN) i 75% w kolejnych okresach (zakładamy w kolejnych latach niższy zysk netto).

Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży	310,5	258,6	276,8	277,2	505,6	580,0	501,3	516,2	537,9	566,5	588,4	599,0	608,0	616,0	622,1	628,4
Instalacje	150,6	108,2	100,8	142,9	303,5	180,0	206,3	206,5	212,6	216,9	221,2	224,6	227,9	230,2	232,5	234,8
Sieci	109,7	101,3	135,6	99,8	158,9	400,0	295,0	309,8	325,2	349,6	367,1	374,5	380,1	385,8	389,6	393,5
Automatyka	49,0	48,9	40,3	34,5	42,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	24,0	9,1	38,7	32,5	67,5	85,6	66,9	61,7	60,0	60,5	59,9	61,0	61,9	62,7	63,4	64,0
Instalacje	1,6	-8,1	7,6	12,5	47,9	25,4	26,8	22,7	22,3	21,7	21,0	21,3	21,7	21,9	22,1	22,3
Sieci	14,6	8,9	22,5	13,7	13,5	60,2	40,1	39,0	37,7	38,8	38,9	39,7	40,3	40,9	41,3	41,7
Automatyka	7,6	8,3	8,6	6,3	6,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SG&A	23,2	22,3	23,8	22,6	28,1	26,4	27,1	28,4	30,1	31,8	33,0	33,6	34,1	34,5	34,9	35,2
Zysk na sprzedaży	0,8	-13,2	14,9	9,8	39,4	59,2	39,8	33,3	29,9	28,7	26,9	27,4	27,8	28,2	28,5	28,8
Saldo PPO/PKO	-2,1	-2,9	8,3	-0,6	-6,2	-8,9	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
EBITDA	1,8	-11,3	28,6	14,8	38,1	54,7	44,4	37,4	34,1	33,0	31,3	31,8	32,2	32,6	32,9	33,2
EBIT	-1,3	-16,1	23,2	9,3	33,2	50,3	39,8	33,0	29,6	28,4	26,6	27,1	27,5	27,9	28,2	28,5
Saldo finansowe	-1,3	-2,0	-1,7	-1,6	-2,8	-1,4	1,8	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,6	0,7	0,8	1,0
Zysk (strata) brutto	-2,6	-18,1	21,6	7,6	30,4	48,9	41,5	33,4	30,0	28,8	27,0	27,6	28,1	28,6	29,0	29,4
Zysk (strata) netto	-3,9	-14,5	16,6	6,6	22,0	37,0	33,6	27,0	24,3	23,3	21,9	22,3	22,7	23,2	23,5	23,8
CFO	-31,3	5,7	34,4	1,8	37,5	-24,4	51,8	28,2	24,4	24,0	22,0	24,4	25,0	25,4	26,0	26,2
Dług (gotówka) netto	14,8	21,8	-10,9	-10,1	-50,5	-6,5	-29,1	-28,0	-28,0	-27,9	-28,4	-32,4	-36,8	-41,5	-46,5	-51,6
Przychody zmiana r/r	5,9%	-16,7%	7,0%	0,1%	82,4%	14,7%	-13,6%	3,0%	4,2%	5,3%	3,9%	1,8%	1,5%	1,3%	1,0%	1,0%
Instalacje	5,5%	-28,1%	-6,8%	41,7%	112,4%	-40,7%	14,6%	0,1%	3,0%	2,0%	2,0%	1,5%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%
Sieci	0,7%	-7,7%	34,0%	-26,4%	59,2%	151,8%	-26,3%	5,0%	5,0%	7,5%	5,0%	2,0%	1,5%	1,5%	1,0%	1,0%
Automatyka	18,6%	-0,2%	-17,5%	-14,5%	22,6%	-100,0%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Marża brutto ze sprzedaży	7,7%	3,5%	14,0%	11,7%	13,3%	14,8%	13,3%	12,0%	11,2%	10,7%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
Instalacje	1,1%	-7,5%	7,5%	8,8%	15,8%	14,1%	13,0%	11,0%	10,5%	10,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Sieci	13,3%	8,8%	16,6%	13,7%	8,5%	15,0%	13,6%	12,6%	11,6%	11,1%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Automatyka	15,5%	17,0%	21,4%	18,2%	14,4%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
SG&A/przychody	7,5%	8,6%	8,6%	8,2%	5,6%	4,5%	5,4%	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Marża na sprzedaży	0,3%	-5,1%	5,4%	3,5%	7,8%	10,2%	7,9%	6,5%	5,6%	5,1%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Marża EBITDA	0,6%	-4,4%	10,3%	5,3%	7,5%	9,4%	8,9%	7,3%	6,3%	5,8%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Marża EBIT	-0,4%	-6,2%	8,4%	3,3%	6,6%	8,7%	7,9%	6,4%	5,5%	5,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Marża zysku netto	-1,3%	-5,6%	6,0%	2,4%	4,3%	6,4%	6,7%	5,2%	4,5%	4,1%	3,7%	3,7%	3,7%	3,8%	3,8%	3,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Bilans [mln PLN]												
Aktywa trwałe	57,1	28,7	29,0	29,3	29,6	29,7	29,8	29,9	29,9	29,9	30,0	30,0
Wartości niematerialne i prawne	6,5	6,6	6,7	7,0	7,2	7,4	7,5	7,5	7,6	7,6	7,6	7,6
Rzeczowe aktywa trwałe	12,4	12,9	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2
Nieruchomości inwestycyjne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa trwałe	38,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1
Aktywa obrotowe	211,2	227,0	218,9	221,8	228,8	238,9	246,9	254,8	262,5	270,1	277,5	284,9
Zapasy	3,4	3,9	3,3	3,4	3,6	3,8	3,9	4,0	4,0	4,1	4,1	4,2
Należności krótkoterminowe	151,2	211,5	182,8	188,2	196,1	206,6	214,5	218,4	221,7	224,6	226,8	229,1
Inwestycje krótkoterminowe	56,7	11,7	32,8	30,2	29,1	28,5	28,5	32,4	36,8	41,5	46,5	51,6
- w tym środki pieniężne	56,7	11,7	32,8	30,2	29,1	28,5	28,5	32,4	36,8	41,5	46,5	51,6
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	268,3	255,7	247,9	251,2	258,3	268,6	276,7	284,6	292,4	300,1	307,4	314,9
Kapitał (fundusz) własny	98,1	120,1	129,3	131,1	135,1	140,2	144,6	150,5	156,5	162,6	168,7	175,0
Kapitał mniejszości	1,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	169,2	135,8	118,8	120,2	123,4	128,5	132,3	134,3	136,1	137,6	138,8	140,1
Rezerwy na zobowiązania	21,6	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5
Zobowiązania długoterminowe	3,6	2,6	1,6	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	3,6	2,6	1,6	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	144,0	116,6	100,6	103,1	106,8	112,0	115,8	117,8	119,5	121,1	122,3	123,5
- w tym zobowiązania oprocentowane	2,6	2,6	2,1	1,6	1,1	0,6	0,1	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	255,7	247,9	251,2	258,3	268,6	276,7	284,6	292,4	300,1	307,4	314,9
Rachunek zysków i strat [mln PLN]												
Przychody netto ze sprzedaży	505,6	580,0	501,3	516,2	537,9	566,5	588,4	599,0	608,0	616,0	622,1	628,4
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	67,5	85,6	66,9	61,7	60,0	60,5	59,9	61,0	61,9	62,7	63,4	64,0
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	28,1	26,4	27,1	28,4	30,1	31,8	33,0	33,6	34,1	34,5	34,9	35,2
Zysk (strata) na sprzedaży	39,4	59,2	39,8	33,3	29,9	28,7	26,9	27,4	27,8	28,2	28,5	28,8
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-6,2	-8,9	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
EBITDA	38,1	54,7	44,4	37,4	34,1	33,0	31,3	31,8	32,2	32,6	32,9	33,2
EBIT	33,2	50,3	39,8	33,0	29,6	28,4	26,6	27,1	27,5	27,9	28,2	28,5
Saldo działalności finansowej	-2,8	-1,4	1,8	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,6	0,7	0,8	1,0
Zysk (strata) brutto	30,4	48,9	41,5	33,4	30,0	28,8	27,0	27,6	28,1	28,6	29,0	29,4
Zysk (strata) netto mniejszości	0,5	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) netto**	22,0	37,0	33,6	27,0	24,3	23,3	21,9	22,3	22,7	23,2	23,5	23,8
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
CF [mln PLN]												
Przepływy z działalności operacyjnej	37,5	-24,4	51,8	28,2	24,4	24,0	22,0	24,4	25,0	25,4	26,0	26,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	5,5	-4,7	-4,8	-3,7	-3,7	-5,6	-4,0	-4,0	-3,9	-3,8	-3,6	-3,5
Przepływy z działalności finansowej	-5,0	-16,0	-25,9	-26,9	-21,5	-18,8	-18,0	-16,5	-16,7	-17,1	-17,4	-17,6
Przepływy pieniężne netto	38,0	-45,0	21,1	-2,4	-0,9	-0,4	0,0	3,9	4,4	4,6	5,0	5,0
Środki pieniężne na początek okresu	18,7	56,7	11,7	32,8	30,4	29,5	29,1	29,1	33,0	37,4	42,0	47,0
Środki pieniężne na koniec okresu	56,7	11,7	32,8	30,4	29,5	29,1	29,1	33,0	37,4	42,0	47,0	52,0
Wskaźniki												
Przychody zmiana r/r	82%	15%	-14%	3%	4%	5%	4%	2%	1%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	158%	44%	-19%	-16%	-9%	-3%	-5%	2%	1%	1%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	233%	68%	-9%	-20%	-10%	-4%	-6%	2%	2%	2%	1%	1%
Marża brutto na sprzedaży	13,3%	14,8%	13,3%	12,0%	11,2%	10,7%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
Marża EBITDA	7,5%	9,4%	8,9%	7,3%	6,3%	5,8%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Marża EBIT	6,6%	8,7%	7,9%	6,4%	5,5%	5,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Marża netto	4,3%	6,4%	6,7%	5,2%	4,5%	4,1%	3,7%	3,7%	3,7%	3,8%	3,8%	3,8%
SG&A / przychody	5,6%	4,5%	5,4%	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
ROE	22,4%	30,8%	26,0%	20,6%	18,0%	16,6%	15,1%	14,8%	14,5%	14,2%	13,9%	13,6%
ROA	8,2%	14,5%	13,6%	10,8%	9,4%	8,7%	7,9%	7,8%	7,8%	7,7%	7,6%	7,6%
Dług	6,2	5,2	3,7	2,2	1,1	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	6,0%	4,2%	2,8%	1,7%	0,8%	0,4%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	6,4%	4,4%	2,9%	1,7%	0,8%	0,4%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	6,4%	4,4%	2,9%	1,7%	0,8%	0,4%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-50,5	-6,5	-29,1	-28,0	-28,0	-27,9	-28,4	-32,4	-36,8	-41,5	-46,5	-51,6
Dług netto / kapitał własny	-0,52	-0,05	-0,23	-0,21	-0,21	-0,20	-0,20	-0,22	-0,24	-0,25	-0,28	-0,30
Dług netto / EBITDA	-1,3	-0,1	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-1,6
EV	124,0	168,0	145,4	146,5	146,5	146,6	146,1	142,1	137,7	133,0	128,0	122,9
Dług / EV	5,0%	3,1%	2,6%	1,5%	0,8%	0,4%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,3%	0,9%	1,0%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
CAPEX / Amortyzacja	33,8%	113,0%	108,5%	102,7%	99,6%	100,4%	100,9%	101,3%	101,5%	101,7%	101,8%	101,9%
Zmiana KO / Przychody	-2,6%	12,4%	-2,9%	0,5%	0,7%	0,9%	0,7%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-5,8%	96,7%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%
P/E*	7,9	4,7	5,2	6,5	7,2	7,5	8,0	7,8	7,7	7,5	7,4	7,3
P/BV*	1,8	1,5	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA*	3,3	3,1	3,3	3,9	4,3	4,4	4,7	4,5	4,3	4,1	3,9	3,7
EV/EBIT*	3,7	3,3	3,7	4,4	4,9	5,2	5,5	5,2	5,0	4,8	4,5	4,3
EV/S*	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
DPS	0,00	1,50	2,45	2,53	2,03	1,82	1,75	1,64	1,68	1,71	1,74	1,76
Payout ratio	0,0%	68,1%	66,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 17,48 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału

tel. (032) 208 14 12

e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl

strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT
Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 35

e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl

oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy
Krzysztof Tkocz

Analityk rynku akcji

tel. (032) 208 14 38

e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl

gry komputerowe
Anna Tobiasz

Młodszy analityk rynku akcji

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 35

e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału

tel. (022) 62-20-848

e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

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	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 1Q'24*:

	Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'24*:		, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	4	40%	0	0%
Akumuluj	3	30%	0	0%
Trzymaj	1	10%	0	0%
Redukuj	2	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: 2024-01-04

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-01-04 (09:55 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-01-04 (09:55 CEST).

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatkowej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

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

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać 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 WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.". BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

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

Na dzień 2024-01-04:

	ELEKTROTIM
Czy BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.	TAK
Czy BDM znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	NIE
Czy osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	NIE
Czy emitent posiada pakiet udziałów przekraczający 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM	NIE
Czy BDM jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta	TAK
Czy BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta	NIE
Czy BDM 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	NIE
Czy BDM 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)	NIE
Czy BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji	NIE
Czy występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane*	TAK*
Czy istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych**	TAK**
Czy osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji otrzymywała lub kupowała akcje emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.	NIE
Czy 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.	TAK
Czy 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	NIE

*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.