



Dom Maklerski BDM S.A.

ELEKTROTIM

RAPORT ANALITYCZNY

Spółka w 3Q'22 i 4Q'22 pozytywnie zaskoczyła wynikami. Bardzo dobra na koniec roku była pozycja gotówkowa. Spółka w grudniu sfinalizowała sprzedaż spółki zależnej Procom System, na sprzedaż wystawiony jest także Zeus. Zaprezentowana w kwietniu strategia (2023-25) zakłada realizację min. 350 mln PLN przychodów i 10 mln PLN zysku netto rocznie. Naszym zdaniem na tle branży nie są to wymagające cele, ale kluczowe w przypadku spółki powinno być zbudowanie powtarzalności wyników i powrót do wypłaty dywidendy. W ostatnich miesiącach spółka pozyskała także dość istotną ilość średniej wielkości kontraktów na 2023 i 2024 rok, które powinny ograniczyć erozję przychodów po zakończeniu kontraktu na granicy z Białorusią. Outlook zarządu na 2023 na konferencji wynikowej był optymistyczny, wyniki powinny być powyżej celów minimalnych ze strategii, spółka chciałaby utrzymać wysoki poziom marż. Skłania nas to do podniesienia naszych prognoz wyników ujętych w modelu. Obecną cenę docelową wyznaczamy na poziomie 13,0 PLN, co implikuje zalecenie Kupuj.

W 3Q'22 spółce udało się przełamać negatywną serię raportowania rozczarowujących wyników a 4Q'22 był potwierdzeniem tego trendu. W ostatnim kwartale 2022 roku Elektrotim odnotował 234 mln PLN przychodów oraz 15,6 mln PLN zysku netto. W całym roku było to odpowiednio 506 / 22,0 mln PLN. Na koniec roku gotówka netto wynosiła 51 mln PLN (spółka podała w prezentacji, że także na koniec kwietnia nie korzystała z kredytów, co odbieramy pozytywnie w świetle wzrostu zaangażowania kapitału obrotowego na finalizacji kontraktu na granicy).

Po 4Q'22 backlog grupy wynosił 558 mln PLN (ok. 90 mln PLN kontrakt na granicy) a po 1Q'23 wzrósł on do >600 mln PLN. Kontrakty mają zdaniem zarządu średni horyzont realizacji <18 m-cy, co powinno zbliżyć się w 2023 roku przychodowo do poziomu z 2022 roku. Celem zarządu wydaje się także utrzymanie marż. Sezonowo zwracamy uwagę, że 1Q zwykle jest najsłabszy w roku (często ze stratą netto), kumulacja wyników następuje w 3/4Q – w tym roku 1Q'23 powinien zakończyć się na plusie, a na 2Q'23 przypadnie prawdopodobnie rozliczenie kontraktu na granicy (jednocześnie nadal 2H'23 powinno być sezonowo lepsze).

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

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

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	276,8	277,2	505,6	498,0	469,0	473,7
EBITDA [mln PLN]	28,6	14,8	38,1	29,0	23,1	22,8
EBIT [mln PLN]	23,2	9,3	33,2	23,4	17,6	17,2
Wynik brutto [mln PLN]	21,6	7,6	30,4	26,8	19,6	18,0
Wynik netto [mln PLN]	16,6	6,6	22,0	21,7	15,9	14,6
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-10,9	-10,1	-50,5	-25,0	-30,3	-32,3
DPS [PLN/akcję]	0,00	0,00	0,00	1,16	1,44	1,19
P/BV	1,5	1,36	1,07	1,0	1,0	0,9
P/E	6,4	16,1	4,8	4,9	6,7	7,3
EV/EBITDA	3,3	6,5	1,5	2,8	3,3	3,2
EV/EBIT	4,1	10,3	1,7	3,4	4,3	4,3

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

KUPUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 13,0 PLN

10 MAJ 2023, 09:22 CEST

Wycena DCF [PLN]	13,5
Wycena porównawcza [PLN]	11,8
Wycena końcowa [PLN]	13,0
Potencjał do wzrostu / spadku	23,0%
Koszt kapitału	13,8%
Cena rynkowa [PLN]	10,6
Kapitalizacja [mln PLN]	105,8
Ilość akcji [mln. szt.]	10,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	10,80
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	6,82
Stopa zwrotu za 3 mc	27,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	35,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	32,8%
Struktura akcjonariatu:	
Krzysztof i Ewa Folta	17,2%
Krzysztof Wieczorkowski	13,2%
Aviva OFE	9,8%
Mirosław Nowakowski	6,1%
NN OFE	5,9%
Pozostali	47,8%

Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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

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

SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
SPRZEDAŻ UDZIAŁÓW W PROCOM SYSTEM	7
STRATEGIA NA LATA 2023-25	8
PROGNOZY NA 1Q'23 I KOLEJNE OKRESY	10
DANE FINANSOWE	16

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E	---	6,4	16,1	4,8	4,9	6,7	7,3
P/BV	2,0	1,5	1,4	1,1	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	---	3,3	6,5	1,5	2,8	3,3	3,2
EV/EBIT	---	4,1	10,3	1,7	3,4	4,3	4,3
EV/S	0,5	0,3	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2
BVPS	5,3	7,0	7,6	9,8	10,8	11,0	11,3
EPS	-1,5	1,7	0,7	2,2	2,2	1,6	1,5
DPS (w danym roku)	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	1,4	1,2
Payout ratio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,7	0,8

Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	258,6	276,8	277,2	505,6	498,0	469,0	473,7
Instalacje	108,2	100,8	142,9	303,5	250,5	219,0	221,2
Sieci	101,3	135,6	99,8	158,9	247,5	250,0	252,5
Automatyka	48,9	40,3	34,5	42,3	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	9,1	38,7	32,5	67,5	50,1	44,2	44,3
Instalacje	-8,1	7,6	12,5	47,9	28,3	22,2	22,3
Sieci	8,9	22,5	13,7	13,5	21,9	22,0	22,0
Automatyka	8,3	8,6	6,3	6,1	0,0	0,0	0,0
SG&A	22,3	23,8	22,6	28,1	26,7	26,6	26,9
PPO/PKO	-2,9	8,3	-0,6	-6,2	0,0	0,0	-0,2
EBITDA	-11,3	28,6	14,8	38,1	29,0	23,1	22,8
EBIT	-16,1	23,2	9,3	33,2	23,4	17,6	17,2
Zysk brutto	-18,1	21,6	7,6	30,4	26,8	19,6	18,0
Zysk netto	-14,5	16,6	6,6	22,0	21,7	15,9	14,6
Dług netto	21,8	-10,9	-10,1	-50,5	-25,0	-30,3	-32,3

Wskaźniki	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	-17%	7%	0%	82%	-1%	-6%	1%
EBITDA zmiana r/r	---	---	-48%	158%	-24%	-20%	-1%
Zysk netto zmiana r/r	---	---	-60%	233%	-1%	-27%	-8%
Marża brutto na sprzedaży	3,5%	14,0%	11,7%	13,3%	10,1%	9,4%	9,4%
Marża EBITDA	-4,4%	10,3%	5,3%	7,5%	5,8%	4,9%	4,8%
Marża netto	-5,6%	6,0%	2,4%	4,3%	4,4%	3,4%	3,1%
ROE	-	23,9%	8,7%	22,4%	20,1%	14,5%	13,0%
ROA	-9,3%	9,1%	3,6%	8,2%	8,2%	6,1%	5,6%

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	48,7	44,5	39,2	57,1	56,6	56,7	56,7
WNiP	10,2	10,7	10,0	6,5	6,5	6,5	6,5
Rzeczowe aktywa trwałe	19,0	21,6	18,8	12,4	11,9	12,0	12,1
Pozostałe aktywa trwałe	19,5	12,3	10,3	38,1	38,1	38,1	38,1
Aktywa obrotowe	108,4	138,0	141,7	211,2	208,2	201,7	203,8
Zapasy	2,8	4,3	3,7	3,4	3,3	3,1	3,1
Należności krótkoterminowe	100,7	110,4	119,3	151,2	174,7	164,5	166,1
Środki pieniężne	4,9	23,3	18,7	56,7	30,2	34,1	34,5
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	157,1	182,5	180,8	268,3	264,8	258,3	260,5
Kapitał własny	53,0	69,5	76,2	98,1	108,2	109,8	112,4
Udziały mniejszości	1,5	1,8	1,8	1,1	1,0	1,0	1,0
Zobowiązania i rezerwy	102,7	111,3	102,9	169,2	155,5	147,5	147,1
Rezerwy na zobowiązania	11,2	17,1	13,6	21,6	16,5	16,5	16,5
Oprocentowane zobowiązania	26,7	12,4	8,6	6,2	5,2	3,7	2,2
Zobowiązania pozostałe	64,7	81,8	80,6	141,4	133,7	127,2	128,3
Pasywa razem	157,1	182,5	180,8	268,3	264,8	258,3	260,5
Dług netto	21,8	-10,9	-10,1	-50,5	-25,0	-30,3	-32,3
Dług netto / Kapitał własny	0,4	-0,2	-0,1	-0,5	-0,2	-0,3	-0,3
Dług netto / EBITDA	-1,9	-0,4	-0,7	-1,3	-0,9	-1,3	-1,4

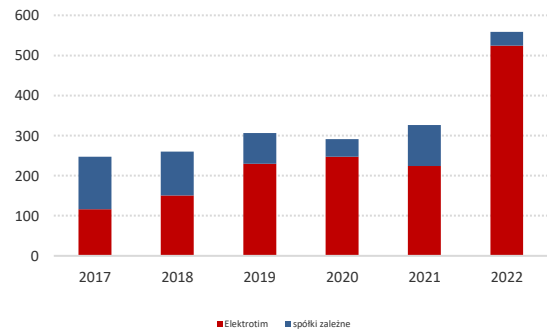
Rachunek przepływu [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
CFO	5,7	34,4	1,8	37,5	-9,3	25,3	18,5
CFI	-2,3	6,6	-0,2	5,5	-4,7	-5,6	-4,5
CF	-1,6	-22,6	-6,2	-5,0	-12,5	-15,8	-13,6
- w tym dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	11,5	14,3	11,9
Przepływy pieniężne netto	1,8	18,4	-4,6	38,0	-26,5	3,8	0,5
CAPEX / Amortyzacja	6%	14%	20%	34%	91%	101%	101%

ELEKTROTIM

Rekomendacja	Kupuj	www: www.elektrotim.pl
Wycena końcowa [PLN]	13,0	
Potencjał	23,0%	daty najbliższych raportów:
Cena rynkowa [PLN]	10,60	1Q'23: 30 maj
Ilość akcji [mln. szt.]	10,0	2Q'23: 27 wrz
Kapitalizacja [mln PLN]	105,8	

Wyniki Q [mln PLN]	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22
Przychody	56,7	90,5	52,4	76,5	143,0	233,7
Instalacje	29,5	46,2	21,8	30,4	80,9	170,3
Sieci	20,2	30,4	19,8	33,8	48,9	56,4
Automatyka	7,0	14,0	10,8	12,3	13,1	6,0
Zysk brutto ze sprzedaży	7,0	9,8	0,7	4,8	21,5	40,5
Instalacje	2,0	4,6	-0,9	0,6	13,2	35,0
Sieci	4,2	2,6	0,1	3,2	6,2	3,9
Automatyka	0,8	2,5	1,5	0,9	2,1	1,6
SG&A	5,1	6,0	5,6	6,6	6,1	9,8
PPO/PKO	0,8	-0,8	0,5	1,2	-2,5	-5,4
EBITDA	4,1	4,4	-3,1	0,8	13,9	26,6
EBIT	2,7	3,0	-4,4	-0,6	12,9	25,3
Zysk brutto	2,5	2,2	-4,8	-0,3	13,5	22,0
Zysk netto	1,9	3,1	-5,4	0,7	11,1	15,6
Dług netto	-2,6	-10,1	-4,6	-18,4	-26,6	-50,5

Wskaźniki	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22
Przychody zmiana r/r	-19,6%	-12,7%	0,3%	-1,6%	152,2%	158,2%
EBITDA zmiana r/r	122,7%	-62,3%	---	-86,2%	239,3%	499,0%
Zysk netto zmiana r/r	---	-59,7%	---	-77,9%	490,5%	402,0%
Marża brutto na sprzedaży	12,4%	10,8%	1,3%	6,3%	15,1%	17,3%
Marża EBITDA	7,2%	4,9%	-5,9%	1,0%	9,7%	11,4%
Marża netto	3,3%	3,4%	-10,3%	0,9%	7,8%	6,7%

Portfel zleceń [mln PLN]

Główne czynniki ryzyka:

- ryzyko skokowego wzrostu kosztów materiałowych przekładające się na spadek marż w trakcie realizacji projektów (ryzyko mitygowane przez relatywnie krótki backlog średnio ok. 15 miesięcy).
- ryzyko znaczącej umowy na granicy białoruskiej o wartości 279 mln PLN wynikające z wartości kontraktu i b. napiętych terminów
- ryzyko braku wykwalifikowanych pracowników (istotny spadek zatrudnienia w 2020-2021 po odejściu poprzedniego CEO);
- potencjalna podaż akcji ze strony poprzednich członków Zarządu/RN;
- zatory płatnicze i upadłości w branży budowlanej
- problemy z pozyskaniem finansowania i gwarancji bankowych;
- ryzyko braku pozyskiwania nowych zleceń i wysokiej konkurencji;
- ryzyko problemów i upadłości spółek zależnych

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Elektrotim opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza na bazie krajowych spółek budowlanych powiązanych z branżą instalacyjną i energetyczną, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2023–2025 dała wartość 1 akcji na poziomie 11,8 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2023-2032 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 13,5 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej (brak spółki bliskiej w 100% porównywalności do Elektrotimu). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 13,0 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	13,5
Wycena metodą porównawczą, w tym:	30%	11,8
Wycena 1 akcji Elektrotim [PLN]		13,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (6,0%), premii za ryzyko rynkowe (6,5%) oraz współczynnika beta = 1,0.

Główne założenia modelu:

- W 2023 roku spodziewamy się skonsolidowanych przychodów grupy na poziomie ok 500 mln PLN (korekta w górę w stosunku do poprzedniego modelu wynika głównie z pozyskania nowych kontraktów w ostatnich miesiącach).
- W kolejnych latach zakładamy ustabilizowanie się sprzedaży w okolicy 470-500 mln PLN, a więc powyżej poziomu zakładanego przez zarząd w strategii na lata 2023-25.
- Spółka posiada dość istotny udział materiałów oraz wynagrodzeń w strukturze kosztowej (struktura bardziej typowa dla podwykonawcy lub małego wykonawcy niż typowego generalnego wykonawcy). Marża brutto ze sprzedaży w latach 2013-22 (ostatnie 10 lat) wahała się w przedziale 3,5%-14% (średnia ważona 10,7%). Dodatkowo była bardzo zróżnicowana ze względu na segmenty (zwykle najwyższe marże w automatyce a najniższe w instalacjach, segment automatyki od 2023 będzie zmarginalizowany – w 4Q'22 sprzedano spółkę zależną Procom System).
- W 2022 roku marża wyniosła nieco ponad 13%. Zakładamy, że rentowność brutto ze sprzedaży w 2023 roku wyniesie ok 10% i na dość zbliżonych poziomach (9-10%) utrzyma się w kolejnych latach. Zwracamy przy tym uwagę, że w przypadku spółek budowlanych/installacyjnych im wyższe przychody tym trudniej generalnie utrzymywać wysokie marże (konieczność wyjścia poza nisze, wyższe ryzyka na większych kontraktach).
- Przyjmujemy CAPEX w horyzoncie szczegółowej prognozy na poziomie zbliżonym do amortyzacji.
- Zakładamy, że 2023 rok będzie bardziej wymagający pod względem kapitału obrotowego, m.in. ze względu na rozliczenie zaliczki, którą spółka otrzymała w 2022 na kontrakt na barierę na granicy czy większe wymagania finansowe ze strony kontraktów samorządowych.
- Nie zakładamy akwizycji, ani sprzedaży podmiotów zależnych.
- Efektywną stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 19,0% w długim terminie.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1,0%.
- Dług netto przyjęto na poziomie z końca 2022 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy liczbę akcji na poziomie 9,98 mln sztuk.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 135 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 13,5 PLN.

Model DCF

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	498,0	469,0	473,7	478,4	483,2	488,0	492,9	497,9	502,8	507,9
EBIT [mln PLN]	23,4	17,6	17,2	17,1	17,0	16,8	16,6	16,4	16,2	15,9
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]	4,5	3,3	3,3	3,2	3,2	3,2	3,2	3,1	3,1	3,0
NOPLAT [mln PLN]	19,0	14,2	13,9	13,8	13,7	13,6	13,4	13,3	13,1	12,9
Amortyzacja [mln PLN]	5,5	5,6	5,6	5,6	5,7	5,7	5,8	5,8	5,8	5,9
CAPEX [mln PLN]	-5,0	-5,6	-5,7	-5,7	-5,8	-5,8	-5,8	-5,9	-5,9	-6,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-36,1	4,1	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
FCF [mln PLN]	-16,6	18,3	13,2	13,1	13,0	12,9	12,7	12,5	12,3	12,1
DFCF [mln PLN]	-15,4	15,1	9,7	8,5	7,5	6,6	5,8	5,1	4,5	3,9
Suma DFCF [mln PLN]	51,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	107,1									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	34,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	85,8									
Dług netto 2022 [mln PLN]	-50,5									
Udział mniejszości [mln PLN]	1,1									
Wartość kapitału [mln PLN]	135,2									
Ilość akcji [mln szt.]	10,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	13,5									

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

Przychody zmiana r/r	-1,5%	-5,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	-29,4%	-25,0%	-2,1%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-1,2%	-1,3%	-1,4%	-1,4%
FCF zmiana r/r	---	---	-27,9%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-1,4%	-1,4%	-1,5%	-1,6%
Marża EBITDA	5,8%	4,9%	4,8%	4,8%	4,7%	4,6%	4,5%	4,5%	4,4%	4,3%
Marża EBIT	4,7%	3,7%	3,6%	3,6%	3,5%	3,4%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%
Marża NOPLAT	3,8%	3,0%	2,9%	2,9%	2,8%	2,8%	2,7%	2,7%	2,6%	2,5%
CAPEX / Przychody	1,0%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
CAPEX / Amortyzacja	91,1%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%
Zmiana KO / Przychody	7,2%	-0,9%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-475,8%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			Beta				
	0,00%	1,00%	2,00%	0,00%	1,00%	2,00%	0,9	1,0	1,1		
	0,8	14,4	14,8	15,3	5,5%	14,1	14,5	15,0	5,5%	15,1	14,5
0,9	13,8	14,1	14,6	6,0%	13,6	14,0	14,4	6,0%	14,6	14,0	13,5
1,0	13,2	13,5	13,9	6,5%	13,2	13,5	13,9	6,5%	14,1	13,5	13,0
1,1	12,8	13,0	13,3	7,0%	12,9	13,1	13,5	7,0%	13,7	13,1	12,6
1,2	12,3	12,5	12,8	7,5%	12,5	12,8	13,0	7,5%	13,3	12,8	12,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

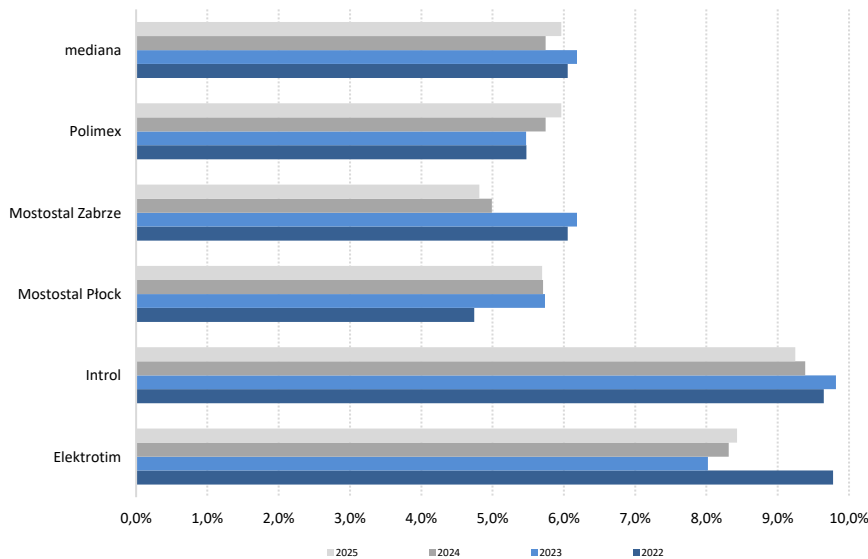
Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych operujących w segmencie instalacyjnym i energetycznym. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 30% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (33% wagi dla poszczególnych lat 2023-25). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie czyli 11,8 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Introl	5,2	5,6	5,5	3,6	3,5	3,3
Mostostal Płock	11,8	11,5	11,4	3,7	3,4	3,1
Mostostal Zabrze	5,5	7,8	9,1	1,9	2,4	2,4
Polimex	8,9	8,5	8,3	2,0	1,7	1,1
Mediana	7,2	8,2	8,7	2,8	2,9	2,7
Elektrotim	4,9	6,7	7,3	2,8	3,3	3,2
Premia/dyskonto do spółki	-32,5%	-18,2%	-16,1%	1,1%	13,4%	17,5%
Wycena wg wskaźnika	15,71	12,96	12,64	10,52	9,71	9,50
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		13,8			9,9	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	11,8					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

Porównanie rentowność EBITDA



Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

SPRZEDAŻ UDZIAŁÓW W PROCOM SYSTEM

Wyniki Procom System [mln PLN]

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Przychody netto ze sprzedaży	42,3	41,6	49,1	48,9	40,3	34,5
Zysk brutto ze sprzedaży	8,2	8,5	7,6	8,3	8,6	6,3
SG&A	4,6	5,1	5,3	5,3	5,3	5,3
Wynik na sprzedaży	3,5	3,4	2,3	3,0	3,4	1,0
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	0,2	-0,1	0,4	0,0	0,1	-0,3
EBITDA	4,1	3,7	3,0	4,4	4,8	2,0
EBIT	3,8	3,3	2,7	3,0	3,5	0,7
Saldo działalności finansowej	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,4	-0,3
Wynik brutto	3,9	3,2	2,6	2,9	3,1	0,4
Wynik netto	3,1	2,6	2,1	2,7	2,4	0,2
Kapitał własny	9,2	9,8	10,3	12,9	15,4	12,6
Dług netto	3,9	3,2	3,9	3,2	-2,6	0,3
Dywidenda	2,6	2,0	1,7	0,0	0,0	3,0

Źródło: BDM S.A., KRS

Wyniki segmentu Automatyki (=Procom System) w Elektrotimie [mln PLN]

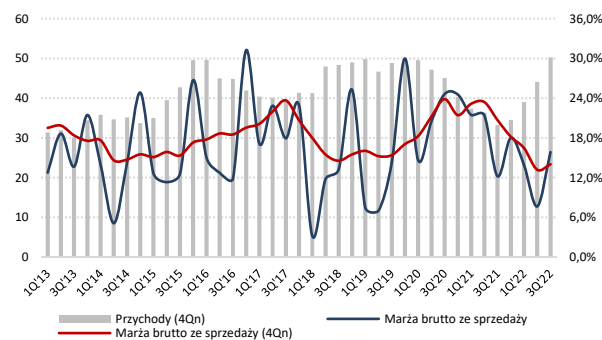
Segment Automatyki [mln PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	1-3Q'21	1-3Q'22*
Przychody	30,0	34,4	33,7	49,5	41,9	41,3	49,0	48,9	40,3	34,5	20,5	36,3
Zysk brutto ze sprzedaży	5,6	6,0	5,2	8,6	8,2	8,5	7,6	8,3	8,6	6,3	3,8	4,5
marża	18,6%	17,5%	15,5%	17,3%	19,5%	20,6%	15,5%	17,0%	21,4%	18,2%	18,3%	12,5%

Źródło: BDM S.A., spółka, *wg prezentacji po 3Q'22 w 1-3Q'22 Procom miał +0,1 mln PLN EBIT oraz -0,6 mln PLN straty netto

W połowie grudnia 2022 Elektrotim sfinalizował sprzedaż 16 osobom fizycznym 90,91% (wszystkie posiadane) akcji Procom System za 9,09 mln PLN. Wśród nabywców są prezes i członek zarządu Procom System, jego pracownicy oraz niepowiązane ze spółką osoby.

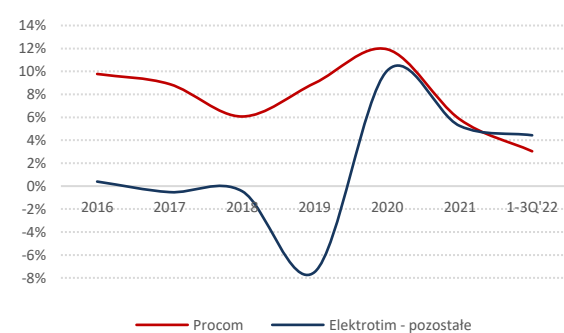
Zgodnie z umową sprzedaży kwota 7,69 mln PLN została wypłacona Elektrotimowi 13 grudnia 2022 roku. Natomiast pozostałe 1,4 mln PLN płatne będzie w dwóch ratach po 0,7 mln PLN (do 12 i 24 miesięcy od daty zawarcia umowy sprzedaży). Zawarcie umowy zostało poprzedzone wypłatą dywidendy przez Procom w kwocie 2,16 mln PLN (na wszystkie akcje, czyli 1,96 mln PLN przypadło na Elektrotim).

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBITDA Procom vs cała pozostała działalność Elektrotim



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Transakcja jest efektem prowadzonego od lipca przez Elektrotim przeglądu opcji strategicznych dla podmiotów zależnych. Procom w podziale segmentowym grupy odpowiadał ze segment Automatyki i był pierwszą spółką, od której w 2007 roku Elektrotim rozpoczął budowę grupy kapitałowej. Nabyto wtedy 100% akcji za 4,0 mln PLN od osób fizycznych. Spółka specjalizuje się w projektowaniu oraz wdrażaniu rozwiązań w zakresie automatyki i sterowania dla elektroenergetyki systemowych, elektrociepłowni, ciepłowni, obiektów gospodarki wodno-ściekowej oraz zakładów przemysłowych. W 2021 roku spółka podpisała m.in. umowy podwykonawcze na elektrykę i AKPiA dla kontraktów wykonywanych przez Instal Kraków, Miko-Tech czy Instal Warszawa.

Spółka na przestrzeni ostatnich lat generowała ok 2-3 mln PLN zysku netto (przy rentowności EBITDA wyraźnie lepszej niż w pozostałej działalności grupy Elektrotim). Wyniki popsuły się w 2021 roku, kiedy wyraźnie spadły przychody a wynik netto był niewiele wyższy od zera. W 1-3Q'22 sprzedaż dynamicznie odbiła, wyraźnie natomiast spadła rentowność brutto ze sprzedaży. Spółka na koniec 2021 miała minimalny dług netto (zadłużenie to głównie leasingi).

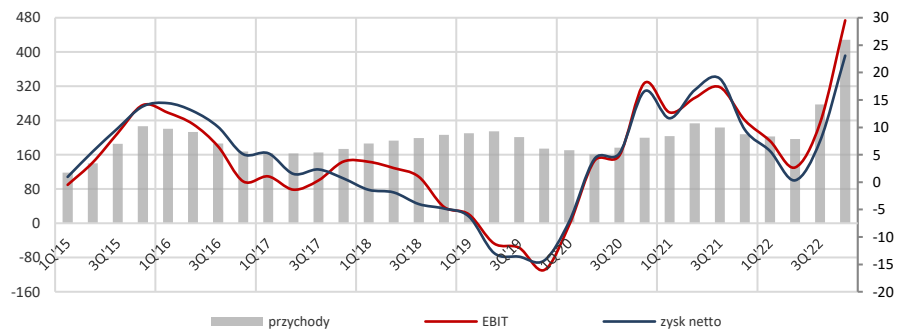
STRATEGIA NA LATA 2023-25

Założenie strategii na lata 2023-25 [mln PLN]

2023-25 minimum [mln PLN]	
Przychody	350
EBIT	15
Zysk netto	10
marża EBIT	4,3%
marża netto	2,9%
2023-25 maksimum	
dług netto/aktywa	0,25
dług/aktywa	0,70

Źródło: BDM S.A., spółka

Przychody jednostkowe (skala lewa), EBIT, zysk netto (skala prawa) narastająco za 4Q [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Na początku kwietnia 2023 zarząd przedstawił strategię (Elektrotim S.A.) i politykę dywidendową na lata 2023-25.

- Założenia liczbowe (dotyczą poziomu jednostkowego) w strategii to wypracowanie rocznie minimum 350 mln PLN przychodów, 15 mln PLN EBIT i 10 mln PLN zysku netto w latach 2023-25. Dla przychodów oprócz celu minimum wyznaczono także cel przedziałowy: 350-450 mln PLN.
- Spółka chce wypłacać 50-75% zysku jednostkowego w postaci dywidendy.
- Uważamy, że główne kierunki wyznaczone przez zarząd (głębsza integracja procesów, PSE, wykorzystanie szans w wojsko/OZE/atom/transport) to naturalna ścieżka rozwoju spółki.
- Założenia przychodowe postrzegamy lekko pozytywnie (wg wypowiedzi zarządu z poprzednich konferencji wynikowych celowano w utrzymaniu 400-450 mln PLN na poziomie skonsolidowanym po zakończeniu kontraktu na granicy z Białorusią, zwracamy uwagę, że w końcówce 4Q'22 sprzedano Procom System, który miał roczny potencjał na ok. 40-50 mln PLN przychodów, w grupie pozostają nadal Zeus i Ostoya, które w sumie dodają obecnie ok 35-40 mln PLN przychodów). Zakładane marże, nieco ponad 4% dla EBIT i prawie 3% netto nie wyróżniają się pozytywnie na tle branży (historycznie spółka także była w dobrych latach generować znaczenie wyższe poziomy). Ważniejsza jednak z punktu widzenia akcjonariuszy może być ich stabilizacja (ostatnie lata przynosiły ich bardzo dużą zmienność).
- Spółka (w horyzoncie obowiązywania strategii) dopuszcza realizację skupu akcji własnych, wdrożenie programu motywacyjnego, zakończenie, rozszerzenie lub kontynuację procesu przeglądu opcji strategicznych.
- Jako główne ryzyka realizacji strategii zarząd postrzega: niestabilność otoczenia makro i politycznego, niedobór wykwalifikowanych pracowników, negatywne zjawiska cenowe oraz rosnące uzależnienie wielkości przychodów od pojedynczych kontraktów.

Główne założenie dla segmentów:

- **Pion dystrybucji.** Spółka planuje m.in. ekspansję na rynku rozwiązań „Smart Grid” oraz w obszarze wysokich (110 kV dla spółek dystrybucyjnych) i najwyższych napięć (PSE), pozyskanie certyfikatów do budowy infrastruktury PSE dla elektrowni jądrowej, a także obecność w projektach powiązanych z OZE.
- **Pion utrzymania.** Elektrotim planuje rozwój usług komunalnych na Dolnym Śląsku oraz rozszerzenie oferty o magazyny energii i infrastrukturę elektromobilności.
- **Pion specjalny.** Spółka zakłada udział w dużych kontraktach wojskowych oraz rozwój produktów informatycznych
- **Pion przemysłu i wytwarzania.** Zarząd planuje rozszerzenie działalności o usługi projektowania w zakresie rozdzielnic, świadczenie usług optymalizacji kosztów inżynierskich oraz audytorskich. A także rozszerzenie działalności o funkcje integratora rozwiązań systemów teletechnicznych, systemów bezpieczeństwa w budynkach oraz produkcję zespołów prostownikowych (dla pionu trakcji). W tym segmencie także zakłada się pozyskanie certyfikatów do budowy infrastruktury dla elektrowni jądrowej
- **Pion trakcji.** Spółka zakłada udział w kontraktach na budowę oraz modernizację podstacji w ramach programu „MUZa” (PKP Energetyka) oraz podstacji w ramach inwestycji JST w obszarze infrastruktury transportu miejskiego. Spółka zakłada także realizację inwestycji związanych z instalacją magazynów energii w ramach infrastruktury kolejowej oraz transportu miejskiego.

Zarząd spółki zorganizował także telekonferencję dotyczącą strategii i politykę dywidendową na lata 2023-25. Poniżej przedstawiamy główne wątki.

- **Strategia podsumowanie:** spółka chce być transparentna i przewidywalna, z przejrzystą polityką dywidendową; spółka ma działać w formule EPCM, spółka preferuje generalne wykonawstwo, chce być mocna w projektowaniu; spółka jest zainteresowana zarówno małymi pakietami prac (<1 mln PLN), jak i średnimi projektami (kilkadziesiąt mln PLN); piony się uzupełniają, pozwalają też na dywersyfikację ;

spółka nie zakłada większych inwestycji w sprzęt, poza odtworzeniowymi; najlepsze obecnie perspektywy w pionach dystrybucji, trakcji i specjalnym; certyfikacja dla energetyki jądrowej 1-2 lat; spółka na poziomie jednostkowym chce zwiększyć zatrudnienie z ok 300 do 340 osób

- **Pion przemysłu i wytwarzania (instalacje);** rynek przemysłowy i wytwarzania energii -serwisy, modernizacje i nowe inwestycje; spółka skupia się na Dolnym Śląsku (zagłębie przemysłu)
- **Pion utrzymania:** rynek komunalny z regionu Dolnego Śląska i Opolszczyzny; najwięcej pracowników fizycznych, krótki horyzont realizacji zadań, duża powtarzalność
- **Pion specjalny:** MON, SG, resorty siłowe -systemy bezpieczeństwa, monitoringu, lotnicze; współpraca ze spółką zależną Ostoya; spółka widzi potencjał do powstania kolejnych odcinków perymetrii (Białoruś i Ukraina); spółka nie przewiduje udziału w projekcie na granicy z Kaliningradem
- **Pion Dystrybucji:** linie i stacje elektroenergetyczne, spółka planuje wejść na rynek najwyższych napięć; spółka widzi potencjał w sytuacji zmiany mix energetycznego; duży i rosnący popyt
- **Pion Trakcji:** systemy zasilania sieci trakcyjnej -kolej, tramwaje, trolejbusy, metro; obecnie największa dynamika wzrostu, działalności na terytorium całego kraju
- **Granica z Białorusią:** finalne rozliczenie przeszło na rok 2023 (2Q'23); marża nie odbiega w górę od przeciętnej dla dużych kontraktów; są wykonywane finalne etapy (kończony ostatni odcinek, szkolenia); szkolenia warunkują finalizację (15% rozliczenia kontraktu); zarząd nie widzi na ten moment ryzyka kar (przedłużenie kontraktu jest uzgodnione ze SG – m.in. kwestia dodatkowych wymagań)
- **Prognozy:** założenia są jednostkowe, spółka pokazuje minimalne cele jakie chce osiągać, celuje powyżej tych wielkości; spółka chce rozwijać się organicznie (nie są zakładane akwizycje), nie jest zakładane wyjście zagranicę (ewentualne możliwe jest wejście w projekty dotyczące odbudowy Ukrainy)
- **Polityka dywidendowa:** 50-75% zysku netto jednostkowego, spółka nie planuje przekraczać górnych widełek, polityka uwzględnia podzielenie się zyskiem za 2022 rok
- **Spółki zależne:** cenny zasób, ale coraz większy udział w przerobie na potrzeby wewnętrzne; przegląd opcji względem spółek zależnych nie jest zamknięty
- **Warianty działań:** pozostawienie uchylonych furtek dla skupu akcji, programu motywacyjnego, dalsze działania względem opcji strategicznych

PROGNOZY NA 1Q'23 I KOLEJNE OKRESY

Podsumowanie wyników 4Q'22

Wyniki za 4Q'2022 [mln PLN]

	4Q'21	4Q'22	zmiana r/r	4Q'22P BDM	odchyl.	2021	2022	zmiana r/r
Przychody	90,5	233,7	158,2%	230,5	1,4%	277,2	505,6	82,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	9,8	40,5	314,1%	24,9	62,6%	32,5	67,5	107,9%
Zysk na sprzedaży	3,8	30,7	701,5%	18,2	68,5%	9,8	39,4	300,7%
PPO/PKO	-0,8	-5,4	---	0,0	---	-0,6	-6,2	---
EBITDA	4,4	26,6	499,0%	19,6	35,6%	14,8	38,1	158,4%
EBIT	3,0	25,3	733,7%	18,2	38,8%	9,3	33,2	258,6%
Zysk brutto	2,2	22,0	912,1%	19,9	10,5%	7,6	30,4	299,7%
Zysk netto	3,1	15,6	402,0%	16,1	-2,9%	6,6	22,0	233,4%
Marża brutto ze sprzedaży	10,8%	17,3%		10,8%		11,7%	13,3%	
Marża EBITDA	4,9%	11,4%		8,5%		5,3%	7,5%	
Marża EBIT	3,3%	10,8%		7,9%		3,3%	6,6%	
Marża zysku netto	3,4%	6,7%		7,0%		2,4%	4,3%	

Źródło: BDM S.A., spółka

- Przychody w 4Q'22 wyniosły 233,7 mln PLN (+158% r/r), zgodnie z naszymi oczekiwaniami.
- Segment Instalacje na poziomie jednostkowym (tu ujmowany jest kontrakt na granicy z Białorusią) miał 157 mln PLN przychodów (vs 74 mln PLN w 3Q'22). W naszym prognozach zakładaliśmy 160 mln PLN przychodów z kontraktu na granicy w 4Q'22, wstępnie oceniamy, że musiało to być jednak kilkadziesiąt mln PLN mniej (spółka podała, że umowa odpowiadała za 44% przychodów jednostkowych w 2022 roku, co daje ok 188 mln PLN, po 1-3Q'22 przerób na kontrakcie szacowaliśmy na ok. 85 mln PLN).
- Rentowność brutto ze sprzedaży (17,3%) wyraźnie wyższa r/r i powyżej naszych założeń.
- Koszty SG&A aż o 65% wyższe r/r (w tym koszty zarządu ok. 100% wyższe r/r, wpływ mogły mieć premie za wyniki oraz zmiany w zarządzie).
- Wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej negatywny w 4Q'22 (-5,4 mln PLN) – głównie z tytułu ujęcia przewidywanych strat na kontraktach.
- EBITDA w 4Q'22 wyniosła 26,6 mln PLN (vs 4,4 mln PLN rok temu). Wynik lepszy od naszych założeń (spodziewaliśmy się 19,6 mln PLN).
- Saldo finansowe z lekko ujemnym wpływem na poziomie -0,7 mln PLN. Przed zyskiem brutto spółka ujęła także dodatkowo -2,6 mln PLN straty na utracie kontroli (transakcja sprzedaży udziałów w Procom).
- Zysk netto w 4Q'22 na poziomie 15,6 mln PLN (efektywna stopa podatku na poziomie 26%), zgodnie z naszymi prognozami.
- Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły +17,6 mln PLN w 4Q'22. Zaliczki na dostawy na poziomie 42,8 mln PLN (wzrost vs 3Q'22).
- Na koniec okresu spółka miała 51 mln PLN gotówki netto.
- Backlog: 558 mln PLN (vs 524 mln PLN po 3Q'22).
- Jednostkowy zysk netto za 2022 rok wyniósł 23,1 mln PLN. Przy polityce dywidendowej zakładającej wypłatę 50-75% zysku netto, przekłada się to na prognozowany DPS w zakresie 1,16-1,73 PLN.
- Spółka w 2023 roku „spodziewa się kolejnego bardzo dobrego roku”. Zarząd przewiduje, że spółka i grupa uzyskają „wyniki lepsze od lat poprzedzających rok 2022”. Spółka kontynuuje także proces przeglądu opcji strategicznych („kolejnym przedmiotem sprzedaży ma być Zeus”).

Wyniki spółki za 4Q'22 na poziomie przychodów i zysku netto były zgodne z naszymi prognozami. Rentowność brutto ze sprzedaży była wyraźnie powyżej naszych oczekiwań, jednak wyniki na niższych poziomach zostały obciążone przez różnego rodzaju zdarzenia, z których część można uznać za jednorazową. Na koniec roku spółka odnotowała bardzo dobrą pozycję gotówkową, przy czym wynika ona także z zaliczek. Kontrakt na barierze na granicy z Białorusią będzie miał wpływ jeszcze na wyniki co najmniej do 2Q'23, jednocześnie spółka ma znaczący portfel także w innych obszarach (zwracamy uwagę m.in. na wzrost w pionie kolejowym).

Podsumowanie konferencji wynikowej po 4Q'22 (9/05/2023)

- 4Q'22:** dzwignia operacyjna działała już na poziomie marży brutto ze sprzedaży (wynagrodzenia)
- Zeus:** spółka dysponuje dokładnie tymi samymi certyfikatami co Elektrotim i działa na tym samym rynku, stąd decyzja o wystawieniu na sprzedaż; zarząd na ten moment nie chce komentować procesu, możliwe jest także zatrzymanie spółki w grupie; spółka będzie konsolidowana za 1Q'23
- Opcje strategiczne:** dotyczą obecnie tylko spółek zależnych; zarząd nie szuka obecnie inwestora dla spółki-matki, spółka musiałaby formalnie rozszerzyć przegląd opcji
- Perymetria:** zakończono wszystkie prace instalacyjne i konfiguracyjne, brakuje jeszcze 150 metrów na ostatnim odcinku (wykonany był jesienią, ale został on zalany wodą, być może potrzebna będą poprawki,

trwa weryfikacja); spółka planuje na dniach zgłosić do odbioru 10 odcinków, a jeden brakujący w ciągu 2 tygodni (w maju) – to kończyłoby realizację; przewidywany termin zakończenia wszystkich prac to koniec maja/początek czerwca 2023 (rozliczenie końcowe ostatniej faktury możliwe w czerwcu); poziom dotychczasowych kar jest minimalny, wynika on dotychczas ze spraw organizacyjnych (kilkadziesiąt tys PLN); maksymalny poziom biorąc, pod uwagę ewentualną terminowość, który spółka obecnie widzi, to kilkaset tys PLN; sprzedaż z kontraktu w 2023 będzie na poziomie „pod 100 mln PLN”; spółka realizuje zakładaną rentowność (nie ma upside, ale też zarząd nie dostrzega ryzyk jej pogorszenia); nie było raczej dużych należności z kontraktu na koniec 2022, terminy płatności były korzystne

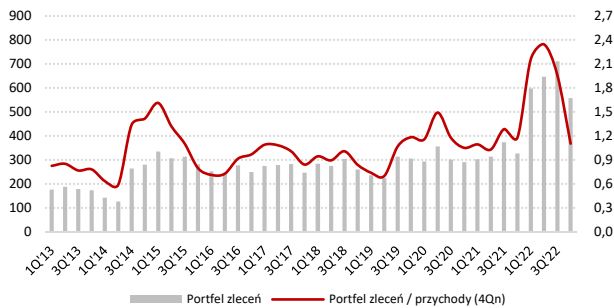
- **Portfel:** 703 mln PLN zleceń pozyskanych w 2022 (w tym 677 mln PLN w Elektrotim S.A.); po 1Q'23 portfel jednostkowy 569 mln PLN (522 mln PLN bez perymetrii), po 4Q'22 wynosił 524 mln PLN (416 mln PLN); portfel grupy po 1Q'23 wynosi >600 mln PLN (spółka preferowała ostatnio krótsze kontrakty, >400 mln PLN może przypadać na 2023, spółka skupia się na budowie na portfela na 2024); wzrost portfela nie odbywa się kosztem marży, spółka chciałaby utrzymać poziomy z 2022 w 2023
- **2023:** zarząd z optymizmem patrzy na ten rok, powinien być powyżej minimalnych założeń ze strategii; sezonowość: 1Q'23 może być najślabszy, ale będzie zyskowy, w 2Q'23 powinien być wzmocniony przez finalne rozliczenie perymetrii, 3/4Q'23 powinny być sezonowo najmocniejsze
- **Perspektywy rynku:** po wyborach może nastąpić spowolnienie w podaży nowych kontraktów; zakończenie odcinka białoruskiego powinno otworzyć kolejne przetargi dotyczące uszczelniania granicy
- **Rezerwy:** dobre wyniki wpłynęły na uprawnienia do premii, ugoda sądowa możliwa na koniec maja na jedną z rezerw kontraktowych na 4 mln PLN – spółka widzi potencjał do rozwiązania 2 mln PLN (w 2Q'23)
- **Pozycja gotówkowa:** część zaliczek z SG i Nestle była już rozliczona na koniec 2022; na koniec kwietnia spółka nie korzystała z kredytów obrotowych; na przełomie 2/3Q'23 (szczyt zapotrzebowania na kapitał obrotowy) spółka w pewnym stopniu może finansować się kredytem
- **Dywidenda:** w połowie maja będzie dyskusja z RN, wtedy powinna pojawić się rekomendacja

Portfel zleceń spółki

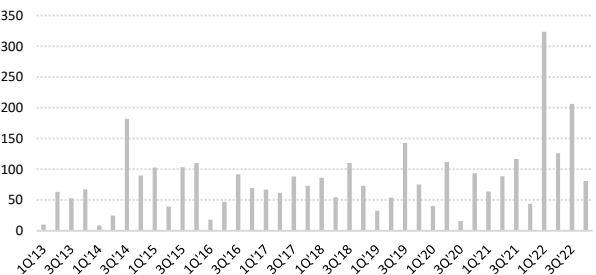
Istotne kontrakty podpisane od początku 2017 roku

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]	Koniec
2022				
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 Zdunińska Wola Karsznice	54	2023-07
2023				
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 „Małopole” wraz z linią zasilającą	23	2023-10
2022-07-27	PGE Dystrybucja	Modernizacja rozdzielni 110kV GPZ Boryszew	9	2023-07
2022-07-15	Budimex	Wykonaniu instalacji i sieci branży elektrycznej i teletechnicznej w ramach zadań inwestycyjnych dla wojska	23	2024-12
2022-07-11	Kąty Wrocławskie	Rewitalizacja rynku w Kątach Wrocławskich	16	2023-12
2022-03-24	Podlaski Oddział SG	Zaprojektowanie i wybudowanie bariery elektronicznej na granicy polsko-białoruskiej (202 km)	279	2023-01*
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 Gumiełce	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
2018				
2018-07-31	PGK w Wiszni Małej	Budowa sieci kanalizacji sanitarnej wraz z przepompowniami ścieków w miejscowości Psary gmina Wisznia Mała	20	2019-10
2017				
2017-08-18	Nestle Polska	Przebudowa wewnętrznych instalacji dla zakładu produkcyjnego - II etap	7	---
2017-05-08	Nestle Polska	Przebudowa wewnętrznych instalacji dla zakładu produkcyjnego - I etap	5	2017-05
2017-04-10	12. TOL w Warszawie	Modernizacja drogi startowej wraz z przebudową urzędzeń pomocniczych na lotnisku Łask	21	2018-04
2017-03-07	Lokum Deweloper	Skablowanie trzech dwutorowych linii napowietrznych 110kV przy ul. Gnieźnieńskiej we Wrocławiu	12	2018-01

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

Portfel / przychody za ostatnie 4Q


Źródło: DM BDM S.A., spółka

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


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

Wartość portfela zleceń grupy Elektrotim po 4Q'22 wynosiła 558 mln PLN. Backlog spadł o ok 153 mln PLN q/q, co jest pochodną rekordowo wysokiego przerobu w końcówce roku (a także sprzedaży spółki Procom). Na konferencji wynikowej po 4Q'22 spółka podała, że na koniec 1Q'23 portfel grupy przekraczał 600 mln PLN (z tego 569 mln PLN przypadało na jednostkę dominującą, a z tego ok 47 mln PLN dotyczyło perymetrii).

Kontrakt na perymetrię na granicy z Białorusią

Kluczowy kontrakt to obecnie pozyskana w marcu'22 umowa na zaprojektowanie i wybudowanie bariery elektronicznej na granicy polsko-białoruskiej (202 km) o wartości 279 mln PLN (pierwotnie 270 mln PLN, wartość wzrosła po aneksie z września). Bariera elektroniczna to m.in. kamery, czujniki ruchu, kable detekcyjne, transmisyjne i zasilające oraz centrum nadzoru. Na stronie gov.pl dostępna jest szeroka wersja umowy (oraz aneks z sierpnia).

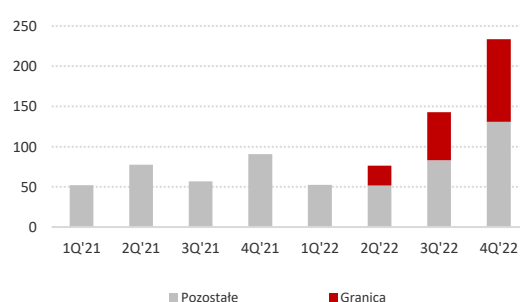
Według pierwotnej wersji bariera elektroniczna miała zostać ukończona w ciągu 90 dni po ukończeniu bariery fizycznej (60 dni na budowę + 30 dni na kalibrację), ale aneks z połowy sierpnia wydłużył czas prac Elektrotimu na 120 dni (90 dni na budowę). Jeżeli liczyć od końca września (jak wynika z oświadczenia przedstawiciela rządu, z końcem września - [link](#) - zakończono formalnie budowę bariery fizycznej) to prace zakończyć miały się według harmonogramu z końcem stycznia'23. Według informacji przekazywanych przez Elektrotim na konferencji wynikowej na początku maja trwała już tylko weryfikacja wykonanych wcześniej prac na krótkim fragmencie ostatniego odcinka (został on zalany wodą z roztopów, prace wykonane były już jesienią).

Po 3Q'22 szacowaliśmy, że ujęte w wynikach przychody z kontraktu wynosiły ok 85 mln PLN. Po 4Q'22 spółka podała, że umowa odpowiadała za 44% przychodów jednostkowych w 2022 roku, co daje ok 188 mln PLN. Z takich kalkulacji wynikałoby, że na 2023 pozostało jeszcze do rozpoznania ok. 90 mln PLN (na konferencji wynikowej zarząd przekazał, że sprzedaż z kontraktu w 2023 powinna wynieść „pod 100 mln PLN”).

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

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

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

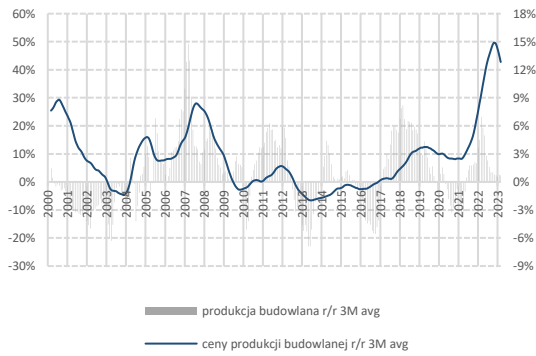
Przychody skonsolidowane kwartalnie Elektrotimu [mln PLN]


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

Strona kosztowa - aktualna sytuacja

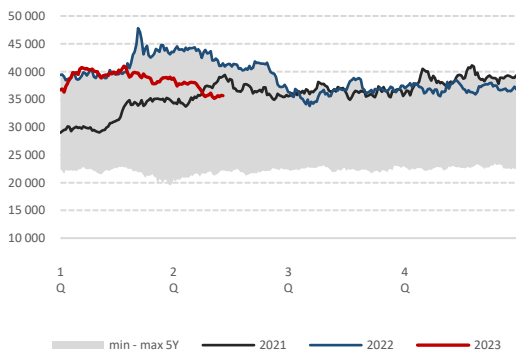
Największą pozycję w strukturze kosztów spółki stanowią koszty zużycia materiałów i energii (46% w 2022). Spółka w sprawozdaniu wskazuje na ekspozycję na miedź, aluminium i stal. Głównymi dostawcami dla spółki są hurtownie elektrotechniczne (Elektro-Invest i TIM) oraz producenci jak Siemens i Schneider.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

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



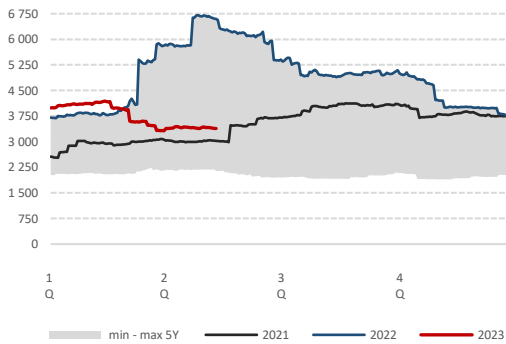
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Cena miedzi [PLN/t]



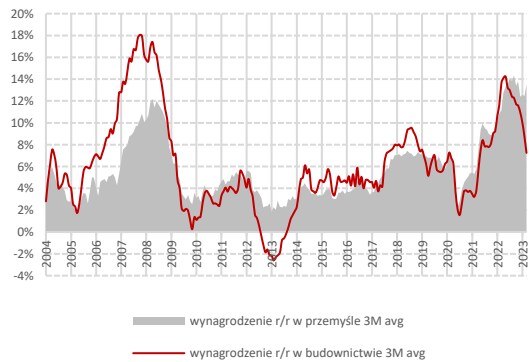
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena stali – Europa [PLN/t]



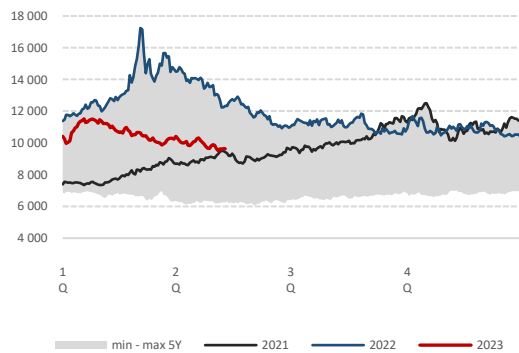
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce



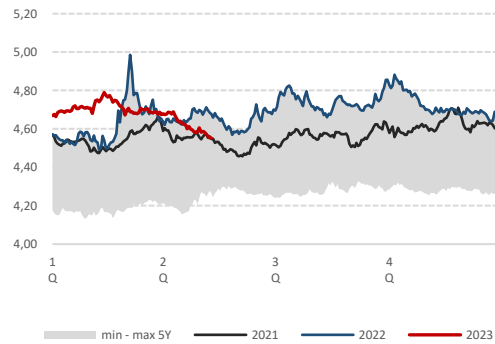
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Cena aluminium [PLN/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EUR/PLN



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Prognozy wyników kwartalne i roczne
Prognoza wyników na 1Q'23 [mln PLN]*

	1Q'22	1Q'23P	zmiana r/r	2022	2023P	zmiana r/r	2024P	zmiana r/r
Przychody	52,4	88,0	68,1%	505,6	498,0	-1,5%	469,0	-5,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	0,7	7,8	1054,8%	67,5	50,1	-25,7%	44,2	-11,9%
Zysk na sprzedaży	-4,9	2,1	---	39,4	23,4	-40,5%	17,6	-25,0%
PPO/PKO	0,5	0,0	---	-6,2	0,0	---	0,0	---
EBITDA	-3,1	3,5	---	38,1	29,0	-24,0%	23,1	-20,1%
EBIT	-4,4	2,1	---	33,2	23,4	-29,4%	17,6	-25,0%
Zysk brutto	-4,8	2,3	---	30,4	26,8	-12,0%	19,6	-26,8%
Zysk netto	-5,4	1,9	---	22,0	21,7	-1,3%	15,9	-26,9%
Marża brutto ze sprzedaży	1,3%	8,9%		13,3%	10,1%		9,4%	
Marża EBITDA	-5,9%	4,0%		7,5%	5,8%		4,9%	
Marża EBIT	-8,4%	2,4%		6,6%	4,7%		3,7%	
Marża zysku netto	-10,3%	2,1%		4,3%	4,4%		3,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *w stosunku do prognoz na 1Q'23 publikowanych w dniu 26/04/2023 (przed wynikami 4Q'22) w 1Q'23 podnieśmy poziom rentowności brutto ze sprzedaży i podwyższyliśmy koszty SG&A, dokonaliśmy także modyfikacji prognoz na lata 2023-24

Sezonowo 1Q była dla spółki zwykle trudny (w ostatnich 5 latach 4 razy odnotowano stratę netto). Uważamy, że przychodowo spółka w 1Q'23 powinna wyraźnie urosnąć r/r (dalsza budowa zapory elektronicznej na granicy z Białorusią plus wzrost portfela w ostatnich miesiącach). Baza na poziomie marży z 1Q'22 nie jest wymagająca (spółka zmagająca się wtedy ze wzrostem kosztów), prognozujemy, że EBITDA wzrośnie do 3,5 mln PLN z -3,1 mln PLN. Na poziomie netto, dźwignia operacyjna, powinna pozwolić na wypracowanie dodatniego wyniku (co potwierdził zarząd na ostatniej konferencji wyników).

Prognozy wyników kwartalnych [mln PLN]

	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23P	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P
Przychody ze sprzedaży	52,6	49,9	70,6	103,7	52,2	77,7	56,7	90,5	52,4	76,5	143,0	233,7	88,0	120,0	130,0	160,0
Instalacje	18,6	15,2	25,4	41,7	30,3	36,9	29,5	46,2	21,8	30,4	80,9	170,3	50,5	60,0	60,0	80,0
Sieci	24,8	26,5	35,1	49,3	15,7	33,6	20,2	30,4	19,8	33,8	48,9	56,4	37,5	60,0	70,0	80,0
Automatyka	9,3	8,3	10,1	12,6	6,3	7,3	7,0	14,0	10,8	12,3	13,1	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	5,3	7,5	9,6	16,4	4,4	11,2	7,0	9,8	0,7	4,8	21,5	40,5	7,8	11,8	13,7	16,8
Instalacje	-0,1	1,3	1,8	4,6	2,2	3,7	2,0	4,6	-0,9	0,6	13,2	35,0	5,6	6,4	6,7	9,6
Sieci	4,0	4,6	5,2	8,7	0,9	6,0	4,2	2,6	0,1	3,2	6,2	3,9	2,3	5,4	7,0	7,2
Automatyka	1,4	1,7	2,5	3,1	1,4	1,6	0,8	2,5	1,5	0,9	2,1	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0
SG&A	5,7	6,3	5,6	6,3	5,2	6,3	5,1	6,0	5,6	6,6	6,1	9,8	5,7	6,5	6,3	8,3
Zysk na sprzedaży	-0,4	1,3	4,0	10,1	-0,8	4,9	1,9	3,8	-4,9	-1,8	15,4	30,7	2,1	5,3	7,4	8,6
Saldo PPO/PKO	5,9	2,4	-0,4	0,3	0,2	-0,7	0,8	-0,8	0,5	1,2	-2,5	-5,4	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	6,7	8,3	1,8	11,8	0,7	5,5	4,1	4,4	-3,1	0,8	13,9	26,6	3,5	6,7	8,8	9,9
EBIT	5,5	6,9	0,4	10,4	-0,6	4,1	2,7	3,0	-4,4	-0,6	12,9	25,3	2,1	5,3	7,4	8,6
Saldo finansowe	-0,2	-0,2	-0,5	-0,7	-0,4	-0,2	-0,3	-0,9	-0,3	0,3	0,6	-3,3	0,2	1,4	1,0	0,8
Zysk (strata) brutto	5,4	6,7	-0,2	9,7	-1,0	4,0	2,5	2,2	-4,8	-0,3	13,5	22,0	2,3	6,7	8,4	9,3
Zysk (strata) netto	4,2	5,9	-1,3	7,7	-1,5	3,1	1,9	3,1	-5,4	0,7	11,1	15,6	1,9	5,5	6,8	7,5
CFO	11,0	22,9	-16,8	-17,2	-6,7	21,5	-21,2	8,2	-2,4	11,8	10,5	17,6	-5,0	-5,0	0,0	0,7
Dług (gotówka) netto	10,1	-10,5	5,5	-10,9	-3,9	4,6	-2,6	-10,1	-4,6	-18,4	-26,6	-50,5	-44,1	-37,7	-24,8	-25,0
Przychody zmiana r/r	-7,9%	-23,5%	32,3%	25,2%	-0,8%	55,6%	-19,6%	-12,7%	0,3%	-1,6%	152,2%	158,2%	68,1%	56,9%	-9,1%	-31,5%
Instalacje	-31,9%	-43,2%	18,6%	27,2%	63,2%	142,5%	16,3%	10,8%	-28,1%	-17,5%	174,1%	268,7%	132,2%	97,3%	-25,9%	-53,0%
Sieci	17,2%	-4,6%	77,8%	51,1%	-36,8%	26,8%	-42,4%	-38,4%	26,3%	0,5%	142,2%	85,7%	89,5%	77,7%	43,1%	41,9%
Automatyka	7,9%	-22,6%	-17,1%	-27,2%	-32,4%	-12,0%	-31,0%	10,4%	71,9%	69,6%	88,3%	-57,0%	-100,0%	-100,0%	-100,0%	-100%
Marża brutto ze sprzedaży	10,0%	15,0%	13,5%	15,8%	8,5%	14,4%	12,4%	10,8%	1,3%	6,3%	15,1%	17,3%	8,9%	9,9%	10,5%	10,5%
Instalacje	-0,6%	8,3%	7,2%	11,0%	7,3%	9,9%	6,8%	10,0%	-4,1%	2,0%	16,3%	20,5%	11,0%	10,7%	11,1%	12,0%
Sieci	16,2%	17,2%	15,0%	17,6%	5,5%	17,9%	20,6%	8,7%	0,3%	9,6%	12,8%	7,0%	6,0%	9,0%	10,0%	9,0%
Automatyka	14,6%	20,4%	24,6%	24,5%	21,5%	21,4%	12,2%	18,0%	13,9%	7,6%	15,8%	26,1%	---	---	---	---
SG&A/przychody	10,7%	12,5%	7,9%	6,1%	10,0%	8,2%	9,0%	6,6%	10,6%	8,6%	4,3%	4,2%	6,5%	5,4%	4,8%	5,2%
Marża na sprzedaży	-0,8%	2,5%	5,7%	9,7%	-1,5%	6,3%	3,4%	4,2%	-9,3%	-2,4%	10,8%	13,1%	2,4%	4,5%	5,7%	5,3%
Marża EBITDA	12,8%	16,5%	2,6%	11,3%	1,4%	7,1%	7,2%	4,9%	-5,9%	1,0%	9,7%	11,4%	4,0%	5,6%	6,8%	6,2%
Marża EBIT	10,5%	13,8%	0,6%	10,0%	-1,2%	5,3%	4,8%	3,3%	-8,4%	-0,8%	9,0%	10,8%	2,4%	4,5%	5,7%	5,3%
Marża zysku netto	8,0%	11,8%	-1,8%	7,5%	-2,9%	4,0%	3,3%	3,4%	-10%	0,9%	7,8%	6,7%	2,1%	4,5%	5,2%	4,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Skorygowane prognozy wyników na lata 2023-2024 rok [mln PLN]

	2022P			2023P			2024P		
	poprzednio*	finalne	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	514,4	505,6	-1,7%	413,4	498,0	20,5%	398,1	469,0	17,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	53,7	67,5	25,7%	41,9	50,1	19,6%	38,5	44,2	14,9%
EBITDA	32,9	38,1	15,9%	21,1	29,0	37,4%	17,2	23,1	34,2%
EBIT	27,9	33,2	18,9%	15,6	23,4	50,7%	11,7	17,6	50,5%
Zysk (strata) netto	22,6	22,0	-2,5%	14,9	21,7	45,4%	12,2	15,9	30,3%
Dług (gotówka) netto	-1,2	-50,5	---	-27,1	-25,0	---	-31,7	-30,3	---
Marża zysku brutto ze sprzedaży	10,4%	13,3%		10,1%	10,1%		9,7%	9,4%	
Marża EBITDA	6,4%	7,5%		5,1%	5,8%		4,3%	4,9%	
Marża EBIT	5,4%	6,6%		3,8%	4,7%		2,9%	3,7%	
Marża zysku netto	4,4%	4,3%		3,6%	4,4%		3,1%	3,4%	

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

Biorąc pod uwagę zbudowany w ostatnich miesiącach portfel zleceń (który w dużej mierze przypada do realizacji na 2023 rok), podnosimy nasze założenia w porównaniu do poprzedniej rekomendacji z grudnia '22 (zwracamy uwagę, że ówczesne prognozy uwzględniały konsolidację Procomu). Zarząd w strategii określił oczekiwany poziom jednostkowych przychodów na 350-450 mln PLN. Spodziewamy się w, że spółka ma potencjał realizować skonsolidowaną sprzedaż powyżej górnego poziomu tych widełek. Obecnie oczekujemy wypracowania 498,0 mln PLN przychodów, 29,0 mln PLN EBITDA oraz 21,4 mln PLN zysku netto w 2023 roku.

W 2022 roku marża brutto ze sprzedaży wyniosła nieco ponad 13%. Konserwatywnie zakładamy, że rentowność brutto ze sprzedaży w 2023 roku spadnie do ok 10% i na dość zbliżonych poziomach (9-10%) utrzyma się w kolejnych latach. 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 4,7%, a w kolejnym roku na poziomie 3,7% (implikowane marża wg strategii to 4,3%, przy średniej ważonej za ostatnie 10 lat na poziomie 3,0%).

W przypadku pozycji gotówkowej uważamy, że 2023 rok będzie bardziej wymagający niż 2022 pod względem kapitału obrotowego (m.in. rozliczenie zaliczki z kontraktu na granicy, bardziej kapitałochłonne kontrakty w obszarze samorządów). Zakładamy, że spółka wypłaci dywidendę na poziomie 75% jednostkowego zysku netto za 2022 (ok. 17,3 mln PLN z 23,1 mln PLN zysku, poprzednio zakładaliśmy o ponad połowę niższą dywidendę).

Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży	293,1	310,5	258,6	276,8	277,2	505,6	498,0	469,0	473,7	478,4	483,2	488,0	492,9	497,9	502,8	507,9
Instalacje	142,8	150,6	108,2	100,8	142,9	303,5	250,5	219,0	221,2	223,4	225,6	227,9	230,2	232,5	234,8	237,1
Sieci	108,9	109,7	101,3	135,6	99,8	158,9	247,5	250,0	252,5	255,0	257,6	260,2	262,8	265,4	268,0	270,7
Automatyka	41,3	49,0	48,9	40,3	34,5	42,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	25,3	24,0	9,1	38,7	32,5	67,5	50,1	44,2	44,3	44,5	44,6	44,8	44,8	44,9	45,0	45,0
Instalacje	4,8	1,6	-8,1	7,6	12,5	47,9	28,3	22,2	22,3	22,4	22,5	22,6	22,8	22,9	23,0	23,1
Sieci	12,1	14,6	8,9	22,5	13,7	13,5	21,9	22,0	22,0	22,1	22,1	22,1	22,1	22,0	22,0	21,9
Automatyka	8,5	7,6	8,3	8,6	6,3	6,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SG&A	22,1	23,2	22,3	23,8	22,6	28,1	26,7	26,6	26,9	27,2	27,4	27,7	28,0	28,3	28,5	28,8
Zysk na sprzedaży	3,2	0,8	-13,2	14,9	9,8	39,4	23,4	17,6	17,5	17,3	17,2	17,1	16,8	16,6	16,4	16,2
Saldo PPO/PKO	-4,2	-2,1	-2,9	8,3	-0,6	-6,2	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
EBITDA	2,4	1,8	-11,3	28,6	14,8	38,1	29,0	23,1	22,8	22,7	22,6	22,5	22,4	22,2	22,0	21,8
EBIT	-1,0	-1,3	-16,1	23,2	9,3	33,2	23,4	17,6	17,2	17,1	17,0	16,8	16,6	16,4	16,2	15,9
Saldo finansowe	-1,6	-1,3	-2,0	-1,7	-1,6	-2,8	3,3	2,0	0,8	0,9	1,0	1,1	1,3	1,4	1,5	1,6
Zysk (strata) brutto	-2,6	-2,6	-18,1	21,6	7,6	30,4	26,8	19,6	18,0	18,0	18,0	17,9	17,9	17,8	17,6	17,5
Zysk (strata) netto	-4,5	-3,9	-14,5	16,6	6,6	22,0	21,7	15,9	14,6	14,6	14,6	14,5	14,5	14,4	14,3	14,2
CFO	0,0	-31,3	5,7	34,4	1,8	37,5	-9,3	25,3	18,5	18,4	20,0	18,2	18,1	17,9	17,7	17,6
Dług (gotówka) netto	-15,7	14,8	21,8	-10,9	-10,1	-50,5	-25,0	-30,3	-32,3	-35,2	-38,1	-41,1	-43,9	-46,7	-49,5	-52,2
Przychody zmiana r/r	13,6%	5,9%	-16,7%	7,0%	0,1%	82,4%	-1,5%	-5,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Instalacje	8,5%	5,5%	-28,1%	-6,8%	41,7%	112,4%	-17,4%	-12,6%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Sieci	29,1%	0,7%	-7,7%	34,0%	-26,4%	59,2%	55,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Automatyka	-1,5%	18,6%	-0,2%	-17,5%	-14,5%	22,6%	-100,0%	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Marża brutto ze sprzedaży	8,6%	7,7%	3,5%	14,0%	11,7%	13,3%	10,1%	9,4%	9,4%	9,3%	9,2%	9,2%	9,1%	9,0%	8,9%	8,9%
Instalacje	3,4%	1,1%	-7,5%	7,5%	8,8%	15,8%	11,3%	10,1%	10,1%	10,0%	10,0%	9,9%	9,9%	9,8%	9,8%	9,7%
Sieci	11,1%	13,3%	8,8%	16,6%	13,7%	8,5%	8,8%	8,7%	8,7%	8,7%	8,6%	8,5%	8,4%	8,3%	8,2%	8,1%
Automatyka	20,6%	15,5%	17,0%	21,4%	18,2%	14,4%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
SG&A/przychody	7,5%	7,5%	8,6%	8,6%	8,2%	5,6%	5,4%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Marża na sprzedaży	1,1%	0,3%	-5,1%	5,4%	3,5%	7,8%	4,7%	3,7%	3,7%	3,6%	3,6%	3,5%	3,4%	3,3%	3,3%	3,2%
Marża EBITDA	0,8%	0,6%	-4,4%	10,3%	5,3%	7,5%	5,8%	4,9%	4,8%	4,8%	4,7%	4,6%	4,5%	4,5%	4,4%	4,3%
Marża EBIT	-0,3%	-0,4%	-6,2%	8,4%	3,3%	6,6%	4,7%	3,7%	3,6%	3,6%	3,5%	3,4%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%
Marża zysku netto	-1,5%	-1,3%	-5,6%	6,0%	2,4%	4,3%	4,4%	3,4%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%	2,8%	2,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Bilans [mln PLN]												
Aktywa trwałe	39,2	57,1	56,6	56,7	56,7	56,8	56,9	56,9	57,0	57,1	57,2	57,2
Wartości niematerialne i prawne	10,0	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
Rzeczowe aktywa trwałe	18,8	12,4	11,9	12,0	12,1	12,2	12,2	12,3	12,4	12,4	12,5	12,6
Nieruchomości inwestycyjne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa trwałe	10,3	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1
Aktywa obrotowe	141,7	211,2	208,2	201,7	203,8	207,3	211,4	215,6	220,0	224,6	229,1	233,7
Zapasy	3,7	3,4	3,3	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2	3,3	3,3	3,3	3,4
Należności krótkoterminowe	119,3	151,2	174,7	164,5	166,1	167,8	169,5	171,2	172,9	174,6	176,4	178,1
Inwestycje krótkoterminowe	18,7	56,7	30,2	34,1	34,5	36,3	38,7	41,2	43,9	46,7	49,5	52,2
- w tym środki pieniężne	18,7	56,7	30,2	34,1	34,5	36,3	38,7	41,2	43,9	46,7	49,5	52,2
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	180,8	268,3	264,8	258,3	260,5	264,1	268,3	272,5	277,1	281,7	286,3	290,9
Kapitał (fundusz) własny	76,2	98,1	108,2	109,8	112,4	116,1	119,7	123,3	126,9	130,4	133,9	137,4
Kapitał mniejszości	1,8	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	102,9	169,2	155,5	147,5	147,1	147,0	147,6	148,1	149,1	150,2	151,4	152,5
Rezerwy na zobowiązania	13,6	21,6	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5
Zobowiązania długoterminowe	5,6	3,6	2,6	1,6	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	5,1	3,6	2,6	1,6	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	83,7	144,0	136,3	129,3	129,9	130,5	131,0	131,6	132,6	133,7	134,8	135,9
- w tym zobowiązania oprocentowane	3,6	2,6	2,6	2,1	1,6	1,1	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	180,8	268,3	264,8	258,3	260,5	264,1	268,3	272,5	277,1	281,7	286,3	290,9
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody netto ze sprzedaży	277,2	505,6	498,0	469,0	473,7	478,4	483,2	488,0	492,9	497,9	502,8	507,9
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	32,5	67,5	50,1	44,2	44,3	44,5	44,6	44,8	44,8	44,9	45,0	45,0
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	22,6	28,1	26,7	26,6	26,9	27,2	27,4	27,7	28,0	28,3	28,5	28,8
Zysk (strata) na sprzedaży	9,8	39,4	23,4	17,6	17,5	17,3	17,2	17,1	16,8	16,6	16,4	16,2
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-0,6	-6,2	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
EBITDA	14,8	38,1	29,0	23,1	22,8	22,7	22,6	22,5	22,4	22,2	22,0	21,8
EBIT	9,3	33,2	23,4	17,6	17,2	17,1	17,0	16,8	16,6	16,4	16,2	15,9
Saldo działalności finansowej	-1,6	-2,8	3,3	2,0	0,8	0,9	1,0	1,1	1,3	1,4	1,5	1,6
Zysk (strata) brutto	7,6	30,4	26,8	19,6	18,0	18,0	18,0	17,9	17,9	17,8	17,6	17,5
Zysk (strata) netto mniejszości	-0,1	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) netto**	6,6	22,0	21,7	15,9	14,6	14,6	14,6	14,5	14,5	14,4	14,3	14,2
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
CF [mln PLN]	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przepływy z działalności operacyjnej	1,8	37,5	-9,3	25,3	18,5	18,4	20,0	18,2	18,1	17,9	17,7	17,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0,2	5,5	-4,7	-5,6	-4,5	-4,5	-6,1	-4,4	-4,3	-4,3	-4,2	-4,1
Przepływy z działalności finansowej	-6,2	-5,0	-12,5	-15,8	-13,6	-12,2	-11,5	-11,4	-11,0	-10,8	-10,8	-10,7
Przepływy pieniężne netto	-4,6	38,0	-26,5	3,8	0,5	1,8	2,4	2,4	2,7	2,8	2,8	2,7
Środki pieniężne na początek okresu	23,3	18,7	56,7	30,2	34,1	34,5	36,3	38,7	41,2	43,9	46,7	49,5
Środki pieniężne na koniec okresu	18,7	56,7	30,2	34,1	34,5	36,3	38,7	41,2	43,9	46,7	49,5	52,2
Wskaźniki	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody zmiana r/r	0%	82%	-1%	-6%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	-48%	158%	-24%	-20%	-1%	0%	0%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%
Zysk netto zmiana r/r	-60%	233%	-1%	-27%	-8%	0%	0%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%
Marża brutto na sprzedaży	11,7%	13,3%	10,1%	9,4%	9,4%	9,3%	9,2%	9,2%	9,1%	9,0%	8,9%	8,9%
Marża EBITDA	5,3%	7,5%	5,8%	4,9%	4,8%	4,8%	4,7%	4,6%	4,5%	4,5%	4,4%	4,3%
Marża EBIT	3,3%	6,6%	4,7%	3,7%	3,6%	3,6%	3,5%	3,4%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%
Marża netto	2,4%	4,3%	4,4%	3,4%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%	2,8%	2,8%
SG&A / przychody	8,2%	5,6%	5,4%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
ROE	8,7%	22,4%	20,1%	14,5%	13,0%	12,5%	12,2%	11,8%	11,4%	11,0%	10,7%	10,3%
ROA	3,6%	8,2%	8,2%	6,1%	5,6%	5,5%	5,4%	5,3%	5,2%	5,1%	5,0%	4,9%
Dług	8,6	6,2	5,2	3,7	2,2	1,1	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	10,2%	6,0%	4,6%	3,3%	1,9%	0,9%	0,5%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	11,3%	6,4%	4,8%	3,4%	2,0%	1,0%	0,5%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	11,3%	6,4%	4,8%	3,4%	2,0%	1,0%	0,5%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-10,1	-50,5	-25,0	-30,3	-32,3	-35,2	-38,1	-41,1	-43,9	-46,7	-49,5	-52,2
Dług netto / kapitał własny	-0,13	-0,52	-0,23	-0,28	-0,29	-0,30	-0,32	-0,33	-0,35	-0,36	-0,37	-0,38
Dług netto / EBITDA	-0,7	-1,3	-0,9	-1,3	-1,4	-1,5	-1,7	-1,8	-2,0	-2,1	-2,2	-2,4
EV	95,7	55,3	80,8	75,5	73,5	70,6	67,7	64,8	61,9	59,1	56,4	53,6
Dług / EV	9,0%	11,3%	6,5%	4,9%	3,0%	1,6%	0,9%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,4%	0,3%	1,0%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
CAPEX / Amortyzacja	19,6%	33,8%	91,1%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%
Zmiana KO / Przychody	4,5%	-2,6%	7,2%	-0,9%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	3701,6%	-5,8%	-475,8%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%
P/E*	16,1	4,8	4,9	6,7	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,4	7,4	7,5
P/BV*	1,4	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA*	6,5	1,5	2,8	3,3	3,2	3,1	3,0	2,9	2,8	2,7	2,6	2,5
EV/EBIT*	10,3	1,7	3,4	4,3	4,3	4,1	4,0	3,9	3,7	3,6	3,5	3,4
EV/S*	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
DPS	0,00	0,00	1,16	1,44	1,19	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,08	1,07
Payout ratio	0,0%	0,0%	52,5%	66,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 10,6 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału
tel. (032) 208 14 12
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

Krzysztof Tkocz

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

Anna Tobiasz

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

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

Tomasz Ilczyszyn

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Piotr Komorowski

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	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 2Q'23*:

		, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:		
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	4	57%	0	0%
Akumuluj	1	14%	0	0%
Trzymaj	2	29%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwadzieścia miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Materiał analityczny został przygotowany przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>). BDM jest stroną „Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych” zawartej z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), na podstawie której świadczy usługę pokrycia analitycznego Emitenta przez okres obowiązywania umowy. Z tytułu usług świadczonych w ramach umowy BDM otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane przez BDM w ramach współpracy dostępne są pod adresem: <https://www.bdm.pl/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

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

Data sporządzenia materiału: 2023-05-10

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-05-10 (09:22 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-05-10 (09:22 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 wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Na dzień 2023-05-10:

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

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

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.