



Dom Maklerski BDM S.A.

ELEKTROTIM

RAPORT ANALITYCZNY

Wyniki Elektrotimu za 2Q'22 były poniżej naszych oczekiwań. Spółka odczuwała nadal znaczący wzrost kosztów na kontraktach pozyskanych w latach 2019-21. Umowa na budowę bariery elektronicznej na granicy z Białorusią nie dożyła się dotychczas w znaczący sposób do wyników. Outlook zarządu na 2H'22 po konferencji wynikowej był optymistyczny. Zwracamy jednocześnie uwagę, że w portfelu nadal znajdują się kontrakty na słabych marżach oraz ekspozycję spółki na kursy walut (część zakupów materiałów). Zakończenie kontraktu na granicy z Białorusią przesunie się 1Q'23 (przy podpisaniu umowy zakładano jego zamknięcie na początku 4Q'22). Biorąc te czynniki pod uwagę obniżyliśmy nasze założenia wynikowe na 2022 rok. Negatywny wpływ na wycenę ma także wzrost stopy wolnej od ryzyka oraz zmiany w wycenie porównawczej. Obecną cenę docelową wyznaczamy na poziomie 6,79 PLN, co implikuje zalecenie Trzymaj.

Wyniki spółki za 2Q'22 to kolejny z rzędu kwartał, w którym wypadły poniżej naszych założeń (1Q'22: aktualizacja marż na kontraktach, 4Q'21: odpisy, 3Q'21: słabe wyniki spółek zależnych). Zarząd zwraca uwagę na wzrost kosztów oraz głęboki spadek przychodów w cenach stałych. Ze względu na skalę kontraktu ze Strażą Graniczną, wyniki w 2H'22 będą zdeterminowane postępowaniem prac i rozpoznawaną na nim rentownością. Spółka zawarła kontrakt w marcu 2022, a w sierpniu 2022 podpisano aneks zwiększający jego wartość o 9 mln PLN do 279 mln PLN i wydłużający termin realizacji do 120 dni po zakończeniu robót budowlanych na barierze fizycznej (wcześniej: 90 dni). Segment Instalacji w 2Q'22, w którym ujmowany jest kontrakt, miał jedynie 2% marży brutto ze sprzedaży na poziomie jednostkowym (mimo, że w 2Q'22 przychody z granicy mogły stanowić już większość jego przychodów).

W 3Q'22 spółka nadal zwiększała backlog (szacujemy, że o przynajmniej 100 mln PLN netto). W większość są to umowy, których główny zakres prac przypadnie na 2023 rok. Podtrzymujemy, że średnim/długim terminie spółka może być beneficjentem wzrostu nakładów na sieci energetyczne oraz obszar wojskowy (referencje i posiadane certyfikaty). Bieżąca kapitalizacja Elektrotimu to 65 mln PLN. Gotówka netto na koniec 2Q'22 wynosiła 18 mln PLN (przy czym spółka otrzymała w tym okresie zaliczkę na kontrakt na granicy – 15% jego wartości). Jednocześnie spółka w ostatnich latach miała duże problemy z ustabilizowaniem wyników. W okresie 2017-21 trzykrotnie odnotowała stratę netto, a wynik wahał się od -15 do +17 mln PLN (średnia za ostatnie 5 lat: 0 mln PLN, za ostatnie 10 lat: 4 mln PLN). Sprawnej realizacji długoterminowej strategii nie sprzyja także dość rozdrobniona struktura akcjonariatu.

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	258,6	276,8	277,2	456,2	444,5	392,5
EBITDA [mln PLN]	-11,3	28,6	14,8	22,7	20,8	15,5
EBIT [mln PLN]	-16,1	23,2	9,3	17,3	15,3	9,9
Wynik brutto [mln PLN]	-18,1	21,6	7,6	17,3	13,7	10,7
Wynik netto [mln PLN]	-14,5	16,6	6,6	13,6	11,1	8,6
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	21,8	-10,9	-10,1	9,0	-10,2	-18,5
P/BV	1,2	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7
P/E	---	3,9	9,8	4,8	5,8	7,5
EV/EBITDA	---	1,9	3,7	3,2	2,6	3,0
EV/EBIT	---	2,3	5,9	4,3	3,6	4,6

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

TRZYMAJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 6,79 PLN

18 PAŹDZIERNIK 2022, 12:00 CEST

Wycena DCF [PLN]	6,81
Wycena porównawcza [PLN]	6,76
Wycena końcowa [PLN]	6,79
Potencjał do wzrostu / spadku	4,8%
Koszt kapitału	12,0%
Cena rynkowa [PLN]	6,48
Kapitalizacja [mln PLN]	64,7
Ilość akcji [mln. szt.]	10,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	7,98
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	5,58
Stopa zwrotu za 3 mc	-5,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	-14,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	-19,4%
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	3
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
WYNIKI ZA OSTATNIE OKRESY	7
PROGNOZY NA 3Q'22 I KOLEJNE OKRESY	9
DANE FINANSOWE	13

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

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

Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	258,6	276,8	277,2	456,2	444,5	392,5	402,8
Instalacje	108,2	100,8	142,9	286,7	266,9	204,0	209,1
Sieci	101,3	135,6	99,8	124,3	131,5	141,1	145,3
Automatyka	48,9	40,3	34,5	45,1	46,0	47,4	48,4
Zysk brutto ze sprzedaży	9,1	38,7	32,5	40,9	41,2	36,2	37,1
Instalacje	-8,1	7,6	12,5	23,2	21,8	15,4	15,8
Sieci	8,9	22,5	13,7	11,9	13,1	14,1	14,6
Automatyka	8,3	8,6	6,3	5,7	6,3	6,6	6,7
SG&A	22,3	23,8	22,6	25,2	25,9	26,2	26,9
PPO/PKO	-2,9	8,3	-0,6	1,7	0,0	0,0	-0,2
EBITDA	-11,3	28,6	14,8	22,7	20,8	15,5	15,6
EBIT	-16,1	23,2	9,3	17,3	15,3	9,9	10,0
Zysk brutto	-18,1	21,6	7,6	17,3	13,7	10,7	10,2
Zysk netto	-14,5	16,6	6,6	13,6	11,1	8,6	8,3
Dług netto	21,8	-10,9	-10,1	9,0	-10,2	-18,5	-18,7

Wskaźniki	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	-17%	7%	0%	65%	-3%	-12%	3%
EBITDA zmiana r/r	---	---	-48%	54%	-9%	-25%	1%
Zysk netto zmiana r/r	---	---	-60%	107%	-18%	-22%	-4%
Marża brutto na sprzedaży	3,5%	14,0%	11,7%	9,0%	9,3%	9,2%	9,2%
Marża EBITDA	-4,4%	10,3%	5,3%	5,0%	4,7%	3,9%	3,9%
Marża netto	-5,6%	6,0%	2,4%	3,0%	2,5%	2,2%	2,1%
ROE	-	23,9%	8,7%	15,2%	11,8%	8,9%	8,4%
ROA	-9,3%	9,1%	3,6%	5,7%	4,7%	3,9%	3,7%

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	48,7	44,5	39,2	35,7	35,8	35,8	35,9
WNiP	10,2	10,7	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Rzeczowe aktywa trwałe	19,0	21,6	18,8	15,4	15,4	15,5	15,6
Pozostałe aktywa trwałe	19,5	12,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3
Aktywa obrotowe	108,4	138,0	141,7	204,1	200,4	186,1	189,0
Zapasy	2,8	4,3	3,7	6,0	5,9	5,2	5,3
Należności krótkoterminowe	100,7	110,4	119,3	196,4	174,7	154,3	158,3
Środki pieniężne	4,9	23,3	18,7	1,6	19,9	26,6	25,3
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	239,8	236,2	221,9	224,9
Kapitał własny	53,0	69,5	76,2	89,8	94,1	97,2	99,0
Udziały mniejszości	1,5	1,8	1,8	1,3	1,2	1,2	1,2
Zobowiązania i rezerwy	102,7	111,3	102,9	148,7	140,8	123,5	124,6
Rezerwy na zobowiązania	11,2	17,1	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6
Oprocentowane zobowiązania	26,7	12,4	8,6	10,6	9,6	8,1	6,6
Zobowiązania pozostałe	64,7	81,8	80,6	124,5	117,6	101,7	104,4
Pasywa razem	157,1	182,5	180,8	239,8	236,2	221,9	224,9
Dług netto	21,8	-10,9	-10,1	9,0	-10,2	-18,5	-18,7
Dług netto / Kapitał własny	0,4	-0,2	-0,1	0,1	-0,1	-0,2	-0,2
Dług netto / EBITDA	-1,9	-0,4	-0,7	0,4	-0,5	-1,2	-1,2

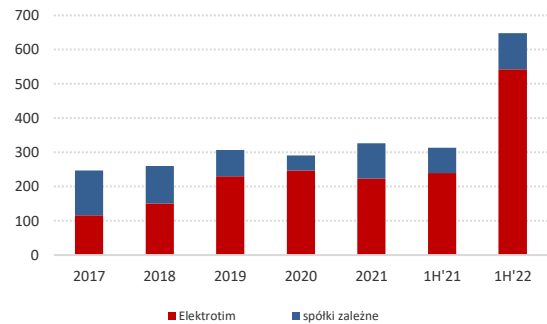
Rachunek przepływu [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
CFO	5,7	34,4	1,8	-17,1	31,3	19,4	11,9
CFI	-2,3	6,6	-0,2	-2,0	-5,2	-5,6	-4,8
CFE	-1,6	-22,6	-6,2	2,0	-7,8	-7,1	-8,4
- w tym dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	6,8	5,6	6,5
Przepływy pieniężne netto	1,8	18,4	-4,6	-17,1	18,2	6,8	-1,3
CAPEX / Amortyzacja	6%	14%	20%	37%	100%	101%	101%

ELEKTROTIM

Rekomendacja	Trzymaj	www:	www.elektrotim.pl
Wycena końcowa [PLN]	6,79		
Potencjał do wzrostu /	4,8%	daty najbliższych raportów:	
Cena rynkowa [PLN]	6,48	3Q'22:	15 lis
Ilość akcji [mln. szt.]	10,0		
Kapitalizacja [mln PLN]	64,7		

Wyniki Q [mln PLN]	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22
Przychody	52,2	77,7	56,7	90,5	52,4	76,5
Instalacje	30,3	36,9	29,5	46,2	21,8	30,4
Sieci	15,7	33,6	20,2	30,4	19,8	33,8
Automatyka	6,3	7,3	7,0	14,0	10,8	12,3
Zysk brutto ze sprzedaży	4,4	11,2	7,0	9,8	0,7	4,8
Instalacje	2,2	3,7	2,0	4,6	-0,9	0,6
Sieci	0,9	6,0	4,2	2,6	0,1	3,2
Automatyka	1,4	1,6	0,8	2,5	1,5	0,9
SG&A	5,2	6,3	5,1	6,0	5,6	6,6
PPO/PKO	0,2	-0,7	0,8	-0,8	0,5	1,2
EBITDA	0,7	5,5	4,1	4,4	-3,1	0,8
EBIT	-0,6	4,1	2,7	3,0	-4,4	-0,6
Zysk brutto	-1,0	4,0	2,5	2,2	-4,8	-0,3
Zysk netto	-1,5	3,1	1,9	3,1	-5,4	0,7
Dług netto	-3,9	4,6	-2,6	-10,1	-4,6	-18,4

Wskaźniki	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22
Przychody zmiana r/r	-0,8%	55,6%	-19,6%	-12,7%	0,3%	-1,6%
EBITDA zmiana r/r	-89,0%	-33,5%	122,7%	-62,3%	---	-86,2%
Zysk netto zmiana r/r	---	-47,6%	---	-59,7%	---	-77,9%
Marża brutto na sprzedaży	8,5%	14,4%	12,4%	10,8%	1,3%	6,3%
Marża EBITDA	1,4%	7,1%	7,2%	4,9%	-5,9%	1,0%
Marża netto	-2,9%	4,0%	3,3%	3,4%	-10,3%	0,9%

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 2022 – 2024 dała wartość 1 akcji na poziomie 6,76 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2022-2031 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 6,81 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 6,79 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	6,81
Wycena metodą porównawczą, w tym:	30%	6,76
Wycena 1 akcji Elektrotim [PLN]		6,79

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 (8,0%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta = 1,0.

Główne założenia modelu:

- W 2022 roku spodziewamy się skonsolidowanych przychodów grupy na poziomie 450-460 mln PLN. Wpływ na duży wzrost w porównaniu do lat poprzednich ma kontrakt na granicy z Białorusią, którego wartość przekracza średnie roczne przychody grupy za ostatnie trzy lata. Kontrakt został pozyskany pod koniec 1Q'22, a jego zakończenie powinno przypaść na 1Q'23.
- W 2023 roku zakładamy utrzymanie podobnego poziomu przychodów r/r (1Q'23 będzie jeszcze mocny na bazie kontraktu na granicy, kolejne kwartały także zapowiadają się dobrze przychodowo, biorąc pod uwagę inne zlecenia pozyskane już w 2022 roku). W kolejnych latach zakładamy ustabilizowanie się sprzedaży w okolicy 400-450 mln PLN.
- Spółka posiada dość istotny udział materiałów i energii oraz wynagrodzeń w strukturze kosztowej (struktura bardziej typowa dla podwykonawcy lub małego wykonawcy niż typowego generalnego wykonawcy). Marża brutto ze sprzedaży w latach 2012-21 (ostatnie 10 lat) wahała się w przedziale 3,5%-14,4%. Dodatkowo była bardzo zróżnicowana ze względu na segmenty (zwykle najwyższe marże w automatyce a najniższe w instalacjach).
- W 1H'22 marża wyniosła 4% vs 12% w analogicznych okresach w ostatnich 2 latach (sezonowo marż jest zwykle wyższa w 2H). Nasze dalsze założenia w modelu są w tym zakresie raczej konserwatywne. Zakładamy, że rentowność brutto ze sprzedaży w 2022 roku wyniesie nieco ponad 9% i na podobnych poziomach 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.
- Efektywną stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 19,0% w długim terminie.
- Wzrost FCFW w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1,0%.
- Dług netto przyjęto na poziomie z końca 2021 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy liczbę akcji na poziomie 9,98 mln sztuk.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 68,0 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 6,81 PLN.

Model DCF

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	456,2	444,5	392,5	402,8	411,8	421,1	430,5	438,7	446,1	452,9
EBIT [mln PLN]	17,3	15,3	9,9	10,0	10,2	10,4	10,7	10,8	11,0	11,1
Stopa podatkowa	24,3%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	4,2	2,9	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1
NOPLAT [mln PLN]	13,1	12,4	8,1	8,1	8,3	8,4	8,6	8,8	8,9	9,0
Amortyzacja [mln PLN]	5,4	5,5	5,6	5,6	5,6	5,7	5,7	5,8	5,8	5,8
CAPEX [mln PLN]	-2,0	-5,5	-5,6	-5,7	-5,7	-5,8	-5,8	-5,8	-5,9	-5,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-37,4	15,1	5,8	-1,6	-1,4	-1,5	-1,5	-1,3	-1,2	-1,1
FCF [mln PLN]	-20,9	27,5	13,7	6,4	6,8	6,9	7,1	7,4	7,6	7,9
DFCF [mln PLN]	-20,4	23,8	10,5	4,3	4,1	3,7	3,3	3,1	2,8	2,6
Suma DFCF [mln PLN]	37,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	66,6									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	21,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	59,6									
Dług netto 2021 [mln PLN]	-10,1									
Udział mniejszości [mln PLN]	1,8									
Wartość kapitału [mln PLN]	68,0									
Ilość akcji [mln szt.]	10,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	6,81									

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

Przychody zmiana r/r	64,6%	-2,6%	-11,7%	2,6%	2,2%	2,2%	2,2%	1,9%	1,7%	1,5%
EBIT zmiana r/r	87,1%	-11,8%	-34,9%	0,5%	2,1%	2,1%	2,1%	1,7%	1,4%	1,2%
FCF zmiana r/r	---	---	-50,0%	-53,4%	5,8%	2,1%	2,1%	5,1%	3,1%	2,8%
Marża EBITDA	5,0%	4,7%	3,9%	3,9%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,7%
Marża EBIT	3,8%	3,4%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Marża NOPLAT	2,9%	2,8%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
CAPEX / Przychody	0,4%	1,2%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
CAPEX / Amortyzacja	36,8%	100,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%
Zmiana KO / Przychody	8,2%	-3,4%	-1,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	20,9%	128,8%	11,1%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
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	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Udział kapitału własnego	95,6%	95,9%	96,3%	97,1%	97,8%	98,4%	99,1%	99,7%	100,4%	100,4%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	7,2%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Udział kapitału obcego	4,4%	4,1%	3,7%	2,9%	2,2%	1,6%	0,9%	0,3%	-0,4%	-0,4%
WACC	12,7%	12,8%	12,8%	12,8%	12,9%	12,9%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%

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	
beta	0,8	7,13	7,37	7,66	3%	7,74	8,05	8,42	3%	8,28	8,05	7,83
	0,9	6,87	7,08	7,33	4%	7,13	7,37	7,66	4%	7,63	7,37	7,13
	1,0	6,62	6,81	7,03	5%	6,62	6,81	7,03	5%	7,08	6,81	6,56
	1,1	6,39	6,56	6,75	6%	6,18	6,33	6,50	6%	6,61	6,33	6,07
	1,2	6,18	6,33	6,50	7%	5,79	5,91	6,05	7%	6,20	5,91	5,66

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

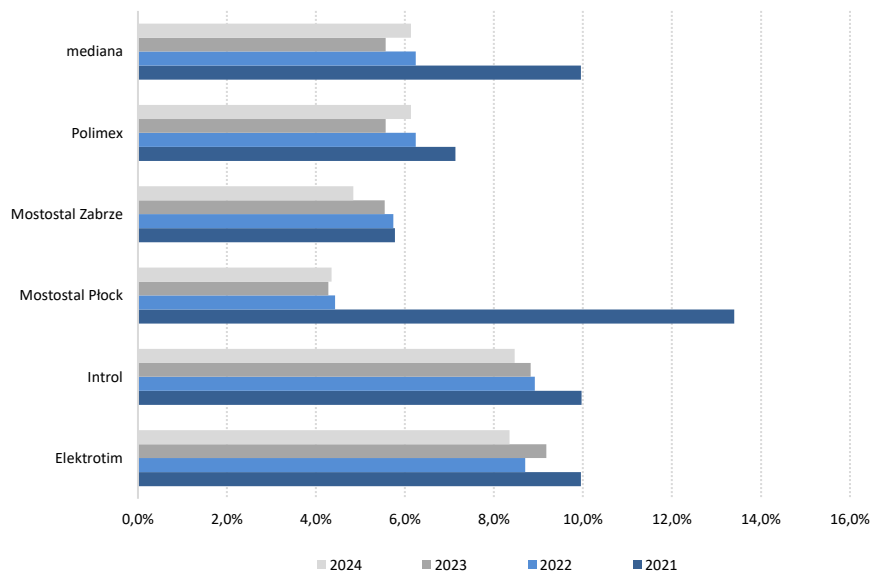
Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych operujących w segmencie instalacyjnym i energetycznym. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 30% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (20% wagi dla roku 2022 i po 40% dla kolejnych lat). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie czyli 6,76 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Introl	5,4	4,5	4,8	3,4	3,1	3,1
Mostostal Płock	9,3	13,2	12,5	3,2	3,4	3,1
Mostostal Zabrze	5,6	6,6	7,8	2,0	2,2	2,3
Polimex	5,1	8,7	8,6	0,8	2,1	1,5
Mediana	5,5	7,6	8,2	2,6	2,6	2,7
Elektrotim	4,8	5,8	8,0	3,2	2,6	3,1
Premia/dyskonto do spółki	-13,5%	-23,7%	-2,5%	24,9%	-1,2%	15,0%
Wycena wg wskaźnika	7,49	8,49	6,65	5,01	6,55	5,88
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		7,55			5,97	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		6,76				

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

Porównanie rentowność EBITDA



Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

WYNIKI ZA OSTATNIE OKRESY

Wyniki za 2Q'2022 [mln PLN]

	2Q'21	2Q'22	zmiana r/r	2Q'22P BDM	odchyl.	1H'21	1H'22	zmiana r/r
Przychody	77,7	76,5	-1,6%	67,1	14,0%	129,9	128,9	-0,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	11,2	4,8	-57,2%	6,6	-27,32%	15,6	5,5	-65,0%
Zysk na sprzedaży	4,9	-1,8	---	0,6	---	4,1	-6,7	---
PPO/PKO	-0,7	1,2	---	0,0	---	-0,6	1,7	---
EBITDA	5,5	0,8	-86,2%	2,0	-62,20%	6,2	-2,3	---
EBIT	4,1	-0,6	---	0,6	---	3,5	-5,0	---
Zysk brutto	4,0	-0,3	---	0,3	---	3,0	-5,1	---
Zysk netto	3,1	0,7	-77,9%	0,3	127,67%	1,6	-4,7	---
Marża brutto ze sprzedaży	14,4%	6,3%		9,8%		12,0%	4,2%	
Marża EBITDA	7,1%	1,0%		3,0%		4,8%	-1,8%	
Marża EBIT	5,3%	-0,8%		0,9%		2,7%	-3,9%	
Marża zysku netto	4,0%	0,9%		0,4%		1,2%	-3,7%	

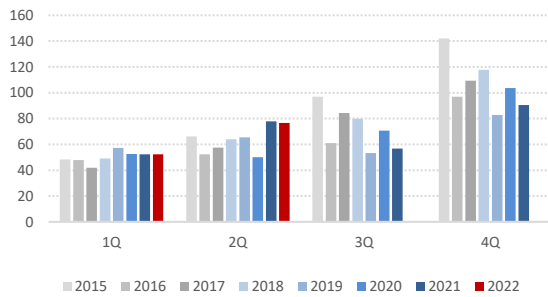
Źródło: BDM S.A., spółka

- Przychody w 2Q'22 wyniosły 76,5 mln PLN (-2% r/r), powyżej naszych oczekiwań.
- Rentowność brutto ze sprzedaży (6,3%) była wyraźnie niższa r/r i poniżej naszych założeń.
- Spółka zwraca uwagę na wzrost kosztów oraz głęboki spadek przychodów w cenach stałych biorąc pod uwagę CPI/PPI. Spółka prowadzi działania w celu rewaloryzacji kontraktów, ale nie przyniosły one na koniec czerwca finalnych rezultatów. Spółka znacząco ograniczyła liczbę mniejszych kontraktów w 1H'22, w związku z mobilizacją zasobów do kontraktu na barierę elektroniczną na granicy z Białorusią.
- Znaczący spadek rentowności r/r nastąpił w każdym segmencie.
- Na poziomie jednostkowym segment Instalacji miał w 2Q'22 24,4 mln PLN przychodów i 2,2% marży brutto ze sprzedaży (w 1Q'22 -8% przy 14 mln PLN). Wracamy na niego uwagę, ponieważ księgowany jest tu kontrakt na granicy z Białorusią. Od 24 marca spółka miała 60 dni na wykonanie projektu (13,5 mln PLN). Jak wynika z informacji prasowych w czerwcu były też już prowadzone prace budowlane, więc spółka zaksięgowała co najmniej kilkanaście mln PLN w 2Q'22 z kontraktu w tym segmencie.
- Koszty SG&A były minimalnie wyższe r/r.
- Wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej był lekko pozytywny w 2Q'22 (+1,2 mln PLN).
- EBITDA w 2Q'22 wyniosła 0,8 mln PLN (vs 5,5 mln PLN rok temu). Wynik był słabszy od naszych założeń (spodziewaliśmy się 2,0 mln PLN i nie zakładaliśmy dodatniego wpływu salda pozostałej działalności operacyjnej).
- Saldo finansowe z lekko dodatnim wpływem na poziomie +0,3 mln PLN.
- Zysk netto w 2Q'22 ukształtował się na poziomie 0,7 mln PLN (słabiej r/r, powyżej naszych założeń tylko dzięki ujęciu „ujemnego” podatku dochodowego).
- Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły +11,8 mln PLN w 2Q'22. Zwracamy uwagę m.in. na wzrost pozycji zaliczki na dostawy do poziomu 34,6 mln PLN (vs 8,3 mln PLN po 1Q'22). W 2Q'22 spółka otrzymała zaliczkę na kontrakt na granicy (15% wartości brutto od czego musiał zostać odprowadzony VAT).
- Na koniec okresu spółka miała 18 mln PLN gotówki netto.
- Backlog: 648 mln PLN (vs 598 mln PLN po 1Q'22 oraz 313 mln PLN po 2Q'21).

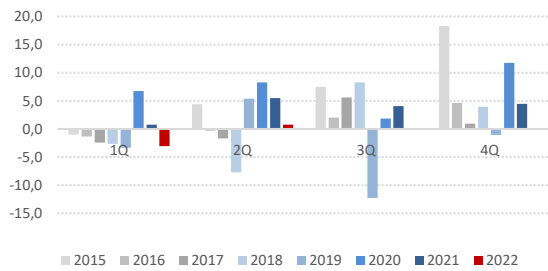
Podsumowując wyniki spółki za 2Q'22 były poniżej naszych oczekiwań na poziomie EBITDA, natomiast wynik netto został wsparty przez „ujemny” podatek dochodowy. To kolejny kwartał (czwarty z rzędu), w którym spółka zaprezentowała wyniki poniżej naszych założeń. Zarząd zwraca uwagę na wzrost kosztów oraz głęboki spadek przychodów w cenach stałych biorąc pod uwagę CPI/PPI. Spółka znacząco ograniczyła liczbę mniejszych kontraktów w 1H'22, w związku z mobilizacją zasobów do największego kontraktu w historii, który jest realizowany głównie w 2H'22 (bariera elektroniczna na granicy z Białorusią za 279 mln PLN). Poprawę pozycji gotówkowej w 2Q'22 wiążemy głównie z otrzymaną zaliczką na wspomniany kontrakt. Ze względu na skalę kontraktu wyniki w 2H'22 będą zdeterminowane postępowaniem prac na nim i rozpoznawaną rentownością (wyniki 2Q'22 w segmencie Instalacji były nadal słabe).



Przychody [mln PLN]

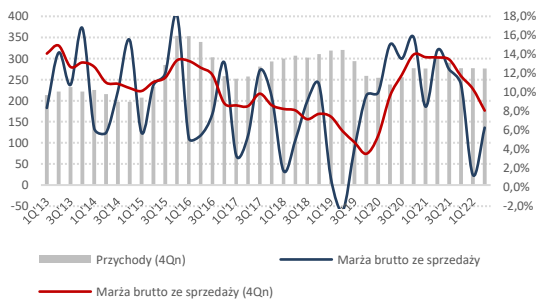


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka
EBITDA [mln PLN]



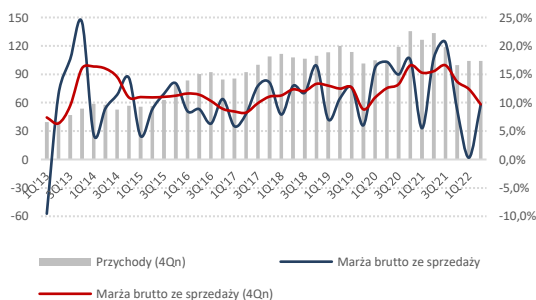
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody oraz marża brutto ze sprzedaży (narastająco 4Q)



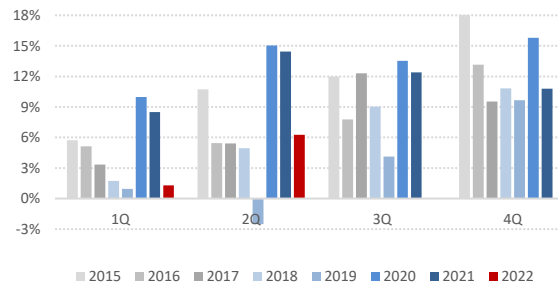
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



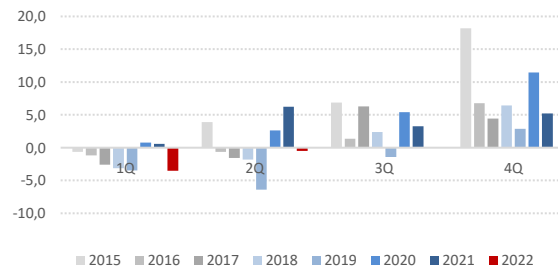
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży



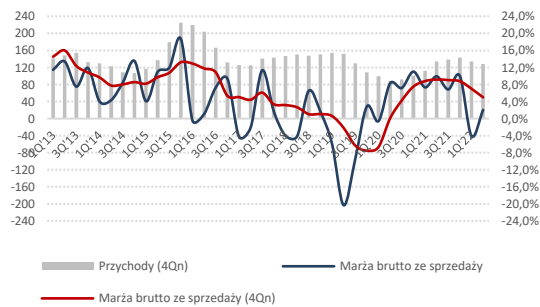
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA skoryg. [mln PLN]



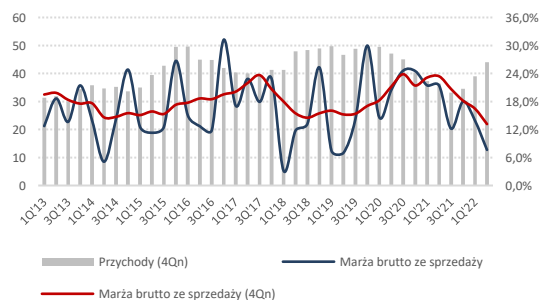
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

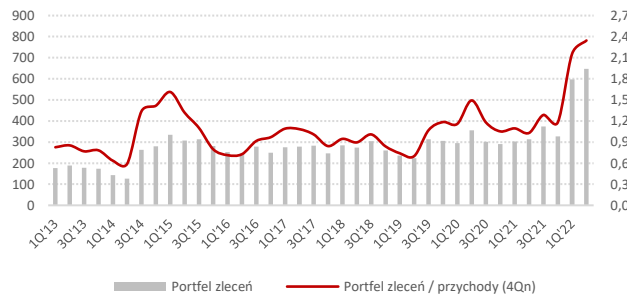


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

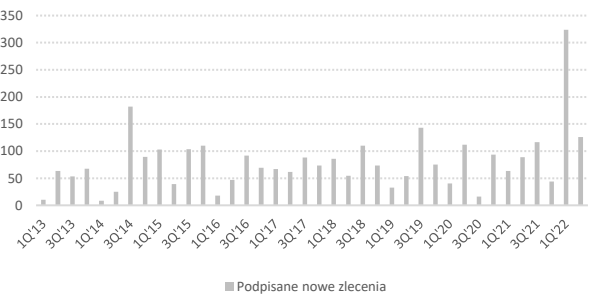
PROGNOZY NA 3Q'22 I KOLEJNE OKRESY

Portfel zleceń spółki

Portfel / przychody za ostatnie 4Q



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



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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

Wartość portfela zleceń grupy Elektrotim po 2Q'22 wynosiła 648 mln PLN, co jest rekordową wartością w historii. Backlog wzrósł o ok 50 mln PLN q/q i ponad 2x w stosunku do 2Q'21. Po 3Q'22 portfel powinien być jeszcze wyższy, biorąc pod uwagę, że wartość samym istotnych zleceń, o których spółka komunikowała raportami wynosi blisko 200 mln PLN.

Istotne kontrakty podpisane od początku 2017 roku

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]	Koniec
2022				
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
2022-07-07	PGE Dystrybucja	Modernizacja rozdzielni 110kV oraz dobudowa pola liniowego na stacji energetycznej 110/15kV GZP Boryszew	9	---
2022-07-04	PGE Dystrybucja	Budowa stacji 110 kV „Małopole” gm. Dąbrowka wraz z linią zasilającą 110 kV	23	---
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 Gumieńce	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 urządzeń 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 od zakończenia robót budowlanych (wrzesień 2022)

Kluczowy kontrakt 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.

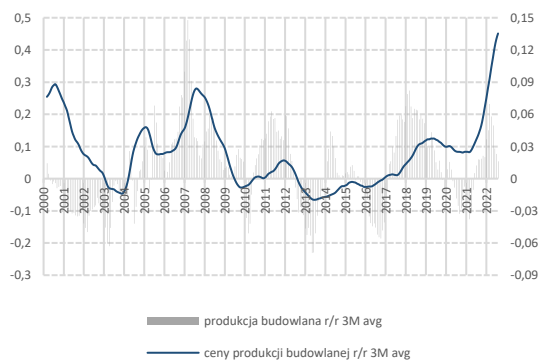
W 2Q'22 na kontrakcie toczyły się przede wszystkim prace projektowe (spółka miała 60 dni na sporządzenia projektu, który wyceniono na 5% umowy, czyli 13,5 mln PLN). Pierwotnie prace na barierze fizycznej miały zakończyć się z końcem lipca (150 dni od podpisania umów przez Budimex i Unibep, które nastąpiło na początku stycznia), ale formalnie zostały ukończone, jak wynika z oświadczenia przedstawiciela rządu, z końcem września ([link](#)). 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 więc od końca września to prace zakończą się według harmonogramu z końcem stycznia'23 (nie wykluczamy, że ostatecznie potwierdzą jeszcze dłużej, biorąc pod uwagę, że sam proces jest bardziej skomplikowany niż budowa bariery fizycznej).

Według informacji przekazywanych przez Straż Graniczną prace fizyczne na barierze elektronicznej toczą się od czerwca (część odcinków bariery fizycznej wtedy już odebrana). Ustawiane były m.in. słupy pod kamery oraz kładzione były kable. Według wersji końca sierpnia (a więc już po aneksie) na przełomie września/października miały być uruchamiane pierwsze kilometry bariery ([link](#)). Natomiast na początku października podano, że „pierwsze kilometry mają być uruchomione prawdopodobnie w październiku” ([link](#)).

Strona kosztowa - aktualna sytuacja

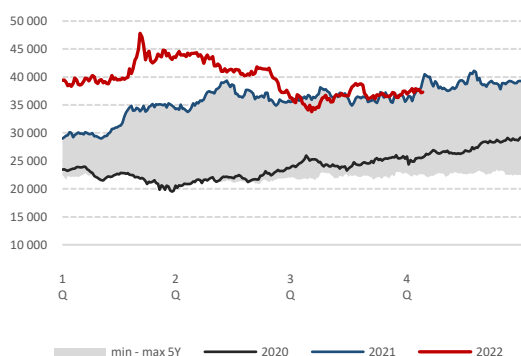
Największą pozycję w strukturze kosztów spółki stanowią koszty zużycia materiałów i energii (43% w 2021). Spółka w sprawozdaniu wskazuje na ekspozycję na miedź, aluminium i stal. Głównymi dostawcami dla spółki są hurtownie elektrotechniczne (Elektro-Invest i TIM) oraz producenci jak Siemens i Schneider. Kolejne pozycje kosztowe to usługi obce na poziomie 30% (głównie podwykonawcy) oraz wynagrodzenia z 23% udziałem (spółka w 2021 zatrudniała 454 osoby).

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



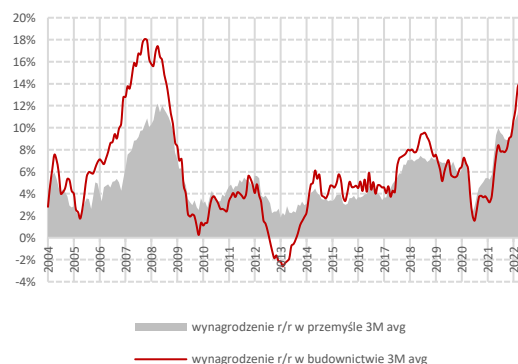
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Cena miedzi [PLN/t]



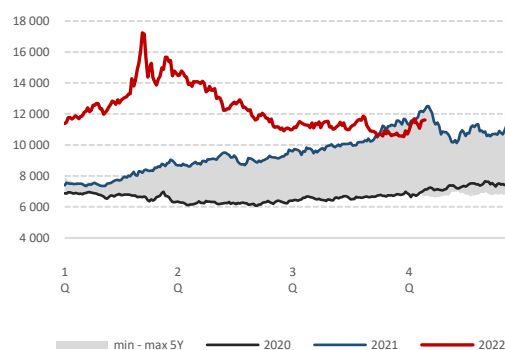
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce

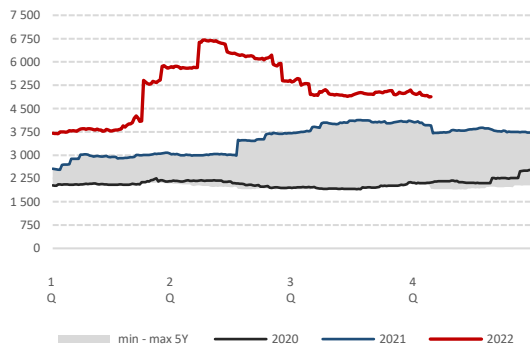


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

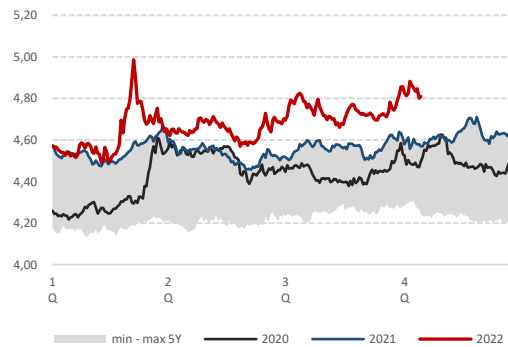
Cena aluminium [PLN/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena stali – Europa [PLN/t]


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EUR/PLN


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Prognozy wyników kwartalne i roczne
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'22P	4Q'22P	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	93,7	233,6	154,7	93,0	84,9	111,9
Instalacje	18,6	15,2	25,4	41,7	30,3	36,9	29,5	46,2	21,8	30,4	55,4	179,1	121,9	45,0	45,0	55,0
Sieci	24,8	26,5	35,1	49,3	15,7	33,6	20,2	30,4	19,8	33,8	28,3	42,5	21,8	35,5	29,7	44,6
Automatyka	9,3	8,3	10,1	12,6	6,3	7,3	7,0	14,0	10,8	12,3	10,0	12,0	11,0	12,6	10,2	12,2
Zysk brutto ze sprzedaży	5,3	7,5	9,6	16,4	4,4	11,2	7,0	9,8	0,7	4,8	10,6	24,8	12,2	7,7	8,8	12,4
Instalacje	-0,1	1,3	1,8	4,6	2,2	3,7	2,0	4,6	-0,9	0,6	5,5	17,9	9,4	3,0	3,6	5,7
Sieci	4,0	4,6	5,2	8,7	0,9	6,0	4,2	2,6	0,1	3,2	3,5	5,1	1,3	3,2	3,7	4,9
Automatyka	1,4	1,7	2,5	3,1	1,4	1,6	0,8	2,5	1,5	0,9	1,5	1,8	1,4	1,5	1,5	1,8
SG&A	5,7	6,3	5,6	6,3	5,2	6,3	5,1	6,0	5,6	6,6	6,4	6,7	5,7	6,8	6,5	6,9
Zysk na sprzedaży	-0,4	1,3	4,0	10,1	-0,8	4,9	1,9	3,8	-4,9	-1,8	4,2	18,1	6,5	1,0	2,3	5,5
Saldo PPO/PKO	5,9	2,4	-0,4	0,3	0,2	-0,7	0,8	-0,8	0,5	1,2	0,0	0,0	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	5,6	19,5	7,8	2,3	3,7	6,9
EBIT	5,5	6,9	0,4	10,4	-0,6	4,1	2,7	3,0	-4,4	-0,6	4,2	18,1	6,5	1,0	2,3	5,5
Saldo finansowe	-0,2	-0,2	-0,5	-0,7	-0,4	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3	0,3	0,4	-0,3	-0,7	-0,4	-0,4	-0,2
Zysk (strata) brutto	5,4	6,7	-0,2	9,7	-1,0	4,0	2,5	2,2	-4,8	-0,3	4,6	17,8	5,8	0,6	2,0	5,3
Zysk (strata) netto	4,2	5,9	-1,3	7,7	-1,5	3,1	1,9	3,1	-5,4	0,7	3,8	14,5	4,7	0,5	1,6	4,3
CFO	11,0	22,9	-16,8	-17,2	-6,7	21,5	-21,2	6,4	-2,4	11,8	-7,5	-19,0	5,0	10,0	-7,5	23,8
Dług (gotówka) netto	10,1	-10,5	5,5	-10,9	-3,9	4,6	-2,6	-10,1	-4,6	-18,4	-9,5	9,0	5,4	-3,2	5,6	-10,2
Przychody zmiana r/r	-7,9%	-23,5%	32,3%	25,2%	-0,8%	55,6%	-19,6%	-12,7%	0,3%	-1,6%	65,2%	158,1%	195,4%	21,6%	-9,4%	-52,1%
Instalacje	-31,9%	-43,2%	18,6%	27,2%	63,2%	142,5%	16,3%	10,8%	-28,1%	-17,5%	87,6%	287,6%	460,1%	47,9%	-18,8%	-69,3%
Sieci	17,2%	-4,6%	77,8%	51,1%	-36,8%	26,8%	-42,4%	-38,4%	26,3%	0,5%	40,0%	40,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Automatyka	7,9%	-22,6%	-17,1%	-27,2%	-32,4%	-12,0%	-31,0%	10,4%	71,9%	69,6%	43,4%	-14,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Marża brutto ze sprzedaży	10,0%	15,0%	13,5%	15,8%	8,5%	14,4%	12,4%	10,8%	1,3%	6,3%	11,3%	10,6%	7,9%	8,3%	10,4%	11,1%
Instalacje	-0,6%	8,3%	7,2%	11,0%	7,3%	9,9%	6,8%	10,0%	-4,1%	2,0%	10,0%	10,0%	7,7%	6,7%	8,0%	10,3%
Sieci	16,2%	17,2%	15,0%	17,6%	5,5%	17,9%	20,6%	8,7%	0,3%	9,6%	12,5%	12,0%	6,0%	9,0%	12,5%	11,0%
Automatyka	14,6%	20,4%	24,6%	24,5%	21,5%	21,4%	12,2%	18,0%	13,9%	7,6%	15,0%	15,0%	13,0%	12,0%	15,0%	15,0%
SG&A/przychody	10,7%	12,5%	7,9%	6,1%	10,0%	8,2%	9,0%	6,6%	10,6%	8,6%	6,8%	2,9%	3,7%	7,3%	7,7%	6,2%
Marża na sprzedaży	-0,8%	2,5%	5,7%	9,7%	-1,5%	6,3%	3,4%	4,2%	-9,3%	-2,4%	4,5%	7,7%	4,2%	1,0%	2,7%	4,9%
Marża EBITDA	12,8%	16,5%	2,6%	11,3%	1,4%	7,1%	7,2%	4,9%	-5,9%	1,0%	6,0%	8,3%	5,1%	2,5%	4,4%	6,2%
Marża EBIT	10,5%	13,8%	0,6%	10,0%	-1,2%	5,3%	4,8%	3,3%	-8,4%	-0,8%	4,5%	7,7%	4,2%	1,0%	2,7%	4,9%
Marża zysku netto	8,0%	11,8%	-1,8%	7,5%	-2,9%	4,0%	3,3%	3,4%	-10,3%	0,9%	4,1%	6,2%	3,1%	0,5%	1,9%	3,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognoza wyników na 3Q'21 [mln PLN]

	3Q'21	3Q'22P	zmiana r/r	1-3Q'21	1-3Q'22P	zmiana r/r	2021	2022P	zmiana r/r	2023P	zmiana r/r
Przychody	56,7	93,7	65,2%	186,6	222,6	19,2%	277,2	456,2	64,6%	444,5	-2,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	7,0	10,6	50,4%	22,7	16,1	-29,2%	32,5	40,9	26,0%	41,2	0,7%
Zysk na sprzedaży	1,9	4,2	118,9%	6,0	-2,5	---	9,8	15,6	58,7%	15,3	-2,0%
EBITDA	4,1	5,6	37,1%	10,3	3,3	-68,2%	14,8	22,7	53,9%	20,8	-8,4%
EBIT	2,7	4,2	54,4%	6,2	-0,8	---	9,3	17,3	86,9%	15,3	-11,7%
Zysk brutto	2,5	4,6	85,7%	5,4	-0,4	---	7,6	17,3	127,3%	13,7	-21,0%
Zysk netto	1,9	3,8	104,1%	3,5	-0,9	---	6,6	13,6	106,3%	11,1	-18,2%
Marża brutto ze sprzedaży	12,4%	11,3%		12,1%	7,2%		11,7%	9,0%		9,3%	
Marża na sprzedaży	3,4%	4,5%		3,2%	-1,1%		3,5%	3,4%		3,4%	
marża EBITDA	7,2%	6,0%		5,5%	1,5%		5,3%	5,0%		4,7%	
marża EBIT	4,8%	4,5%		3,3%	-0,3%		3,3%	3,8%		3,4%	
marża netto	3,3%	4,1%		1,9%	-0,4%		2,4%	3,0%		2,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zakładamy, że przychody w 3Q'22 będą istotnie wyższe r/r i q/q. Do wyników w znacznie istotniejszym stopniu powinien kontrybuować już kontrakt na granicy z Białorusią, ze względu na wzrost zaangażowania w prace fizyczne (przyjmujemy 30 mln PLN z tego tytułu). Spodziewamy się także poprawy rentowności vs 2Q'22 (szczególnie w segmencie Instalacji), aczkolwiek może być ona nadal niższa r/r. Zakładamy nieco niższe koszty SG&A w porównaniu do poprzedniego kwartału. Podsumowując estymujemy ok. 94 mln PLN przychodów (+65% r/r), 4,2 mln PLN EBIT oraz 3,8 mln PLN zysku netto. Po 1-3Q'22 wynik netto na poziomie skonsolidowanym według naszych estymacji może być nadal lekko ujemny. Zakładamy, że spółka nadal będzie miał gotówkę netto (ale na niższym poziomie q/q, bardziej wymagający może być 4Q'22 i początek 2023).

Wyniki 2Q'22 były wyraźnie poniżej naszych założeń na poziomie marż (blisko 5 mln PLN odchylenie w dół na poziomie EBITDA). Implikuje to obniżenie założeń EBIT/EBITDA na cały 2022 rok w porównaniu do poprzedniej rekomendacji z czerwca'22. Na zysku netto różnica jest minimalna ze względu głównie na lepsze saldo finansowe. Obecnie spodziewamy się wypracowania 456,2 mln PLN przychodów, 22,7 mln PLN EBITDA oraz 13,6 mln PLN zysku netto w 2022 roku. W kolejnych latach przyjęliśmy rentowność brutto ze sprzedaży na zbliżonym poziomie r/r (w naszej opinii skok na wyższy poziom przychodów będzie wiązał się z erozją marż w stosunku do okresu 2020-21).

Skorygowane prognozy wyników na lata 2022-2024 rok [mln PLN]

	2022P			2023P			2024P		
	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	444,0	456,2	2,7%	406,6	444,5	9,3%	357,8	392,5	9,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	48,9	40,9	-16,4%	44,8	41,2	-8,1%	39,6	36,2	-8,6%
EBITDA	25,9	22,7	-12,2%	21,2	20,8	-1,9%	18,3	15,5	-15,3%
EBIT	20,4	17,3	-15,1%	15,6	15,3	-2,0%	13,1	9,9	-24,1%
Zysk (strata) netto	13,7	13,6	-0,6%	12,5	11,1	-11,0%	10,8	8,6	-19,9%
Dług (gotówka) netto	14,9	9,0	---	-17,0	-10,2	---	-7,2	-18,5	---
Marża zysku brutto ze sprzedaży	11,0%	9,0%		11,0%	9,3%		11,1%	9,2%	
Marża EBITDA	5,8%	5,0%		5,2%	4,7%		5,1%	3,9%	
Marża EBIT	4,6%	3,8%		3,8%	3,4%		3,7%	2,5%	
Marża zysku netto	3,1%	3,0%		3,1%	2,5%		3,0%	2,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja z 15.06.2022 (autorem rekomendacji był Krystian Brymora)

Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży	258,0	293,1	310,5	258,6	276,8	277,2	456,2	444,5	392,5	402,8	411,8	421,1	430,5	438,7	446,1	452,9
Instalacje	131,6	142,8	150,6	108,2	100,8	142,9	286,7	266,9	204,0	209,1	213,3	217,5	221,9	226,3	230,9	235,5
Sieci	84,3	108,9	109,7	101,3	135,6	99,8	124,3	131,5	141,1	145,3	149,7	154,2	158,8	162,0	164,4	166,1
Automatyka	41,9	41,3	49,0	48,9	40,3	34,5	45,1	46,0	47,4	48,4	48,9	49,3	49,8	50,3	50,8	51,3
Zysk brutto ze sprzedaży	22,8	25,3	24,0	9,1	38,7	32,5	40,9	41,2	36,2	37,1	37,9	38,8	39,6	40,4	41,0	41,6
Instalacje	7,0	4,8	1,6	-8,1	7,6	12,5	23,2	21,8	15,4	15,8	16,1	16,5	16,8	17,1	17,5	17,8
Sieci	7,5	12,1	14,6	8,9	22,5	13,7	11,9	13,1	14,1	14,6	15,0	15,5	15,9	16,2	16,5	16,6
Automatyka	8,2	8,5	7,6	8,3	8,6	6,3	5,7	6,3	6,6	6,7	6,8	6,9	6,9	7,0	7,1	7,1
SG&A	19,9	22,1	23,2	22,3	23,8	22,6	25,2	25,9	26,2	26,9	27,5	28,1	28,8	29,3	29,8	30,3
Zysk na sprzedaży	2,9	3,2	0,8	-13,2	14,9	9,8	15,6	15,3	9,9	10,2	10,4	10,6	10,9	11,0	11,2	11,3
Saldo PPO/PKO	-1,3	-4,2	-2,1	-2,9	8,3	-0,6	1,7	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
EBITDA	5,0	2,4	1,8	-11,3	28,6	14,8	22,7	20,8	15,5	15,6	15,9	16,1	16,4	16,6	16,8	17,0
EBIT	1,6	-1,0	-1,3	-16,1	23,2	9,3	17,3	15,3	9,9	10,0	10,2	10,4	10,7	10,8	11,0	11,1
Saldo finansowe	0,4	-1,6	-1,3	-2,0	-1,7	-1,6	0,0	-1,6	0,7	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6
Zysk (strata) brutto	2,0	-2,6	-2,6	-18,1	21,6	7,6	17,3	13,7	10,7	10,2	10,5	10,8	11,0	11,3	11,5	11,7
Zysk (strata) netto	-0,6	-4,5	-3,9	-14,5	16,6	6,6	13,6	11,1	8,6	8,3	8,5	8,7	8,9	9,1	9,3	9,5
CFO	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług (gotówka) netto	0,0	-15,7	14,8	21,8	-10,9	-10,1	9,0	-10,2	-18,5	-18,7	-19,6	-20,5	-21,4	-22,6	-23,8	-25,3
Przychody zmiana r/r	-27,1%	13,6%	5,9%	-16,7%	7,0%	0,1%	64,6%	-2,6%	-11,7%	2,6%	2,2%	2,2%	2,2%	1,9%	1,7%	1,5%
Instalacje	-41,4%	8,5%	5,5%	-28,1%	-6,8%	41,7%	100,7%	-6,9%	-23,6%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Sieci	6,3%	29,1%	0,7%	-7,7%	34,0%	-26,4%	24,6%	5,8%	7,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%	1,5%	1,0%
Automatyka	-15,4%	-1,5%	18,6%	-0,2%	-17,5%	-14,5%	30,9%	2,0%	3,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Marża brutto ze sprzedaży	8,8%	8,6%	7,7%	3,5%	14,0%	11,7%	9,0%	9,3%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%
Instalacje	5,4%	3,4%	1,1%	-7,5%	7,5%	8,8%	8,1%	8,2%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Sieci	8,9%	11,1%	13,3%	8,8%	16,6%	13,7%	9,6%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Automatyka	19,5%	20,6%	15,5%	17,0%	21,4%	18,2%	12,7%	13,7%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%
SG&A/przychody	7,7%	7,5%	7,5%	8,6%	8,6%	8,2%	5,5%	5,8%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
Marża na sprzedaży	1,1%	1,1%	0,3%	-5,1%	5,4%	3,5%	3,4%	3,4%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Marża EBITDA	1,9%	0,8%	0,6%	-4,4%	10,3%	5,3%	5,0%	4,7%	3,9%	3,9%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,7%
Marża EBIT	0,6%	-0,3%	-0,4%	-6,2%	8,4%	3,3%	3,8%	3,4%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Marża zysku netto	-0,2%	-1,5%	-1,3%	-5,6%	6,0%	2,4%	3,0%	2,5%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Aktywa trwałe	44,5	39,2	35,7	35,8	35,8	35,9	36,0	36,0	36,1	36,2	36,3	36,3
Wartości niematerialne i prawne	10,7	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Rzeczowe aktywa trwałe	21,6	18,8	15,4	15,4	15,5	15,6	15,6	15,7	15,8	15,8	15,9	16,0
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	12,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3
Aktywa obrotowe	138,0	141,7	204,1	200,4	186,1	189,0	192,0	195,2	198,4	201,4	204,1	208,2
Zapasy	4,3	3,7	6,0	5,9	5,2	5,3	5,4	5,5	5,7	5,8	5,9	6,0
Należności krótkoterminowe	110,4	119,3	196,4	174,7	154,3	158,3	161,9	165,5	169,2	172,4	175,3	178,0
Inwestycje krótkoterminowe	23,3	18,7	1,6	19,9	26,6	25,3	24,7	24,1	23,5	23,2	22,9	24,3
- w tym środki pieniężne	23,3	18,7	1,6	19,9	26,6	25,3	24,7	24,1	23,5	23,2	22,8	24,3
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	182,5	180,8	239,8	236,2	221,9	224,9	228,0	231,2	234,5	237,6	240,3	244,6
Kapitał (fundusz) własny	69,5	76,2	89,8	94,1	97,2	99,0	101,3	103,6	106,0	108,5	110,9	113,4
Kapitał mniejszości	1,8	1,8	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	111,3	102,9	148,7	140,8	123,5	124,6	125,5	126,3	127,3	127,9	128,2	129,9
Rezerwy na zobowiązania	17,1	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6
Zobowiązania długoterminowe	7,7	5,6	7,6	6,6	5,6	4,6	3,6	2,6	1,6	0,6	-0,5	-0,5
- w tym zobowiązania oprocentowane	7,0	5,1	7,1	6,1	5,1	4,1	3,1	2,1	1,1	0,1	-1,0	-1,0
Zobowiązania krótkoterminowe	86,5	83,7	127,6	120,7	104,3	106,5	108,3	110,2	112,1	113,7	115,1	116,8
- w tym zobowiązania oprocentowane	5,4	3,6	3,6	3,6	3,1	2,6	2,1	1,6	1,1	0,6	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	182,5	180,8	239,8	236,2	221,9	224,9	228,0	231,2	234,5	237,6	240,3	244,6
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody netto ze sprzedaży	276,8	277,2	456,2	444,5	392,5	402,8	411,8	421,1	430,5	438,7	446,1	452,9
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	38,7	32,5	40,9	41,2	36,2	37,1	37,9	38,8	39,6	40,4	41,0	41,6
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	23,8	22,6	25,2	25,9	26,2	26,9	27,5	28,1	28,8	29,3	29,8	30,3
Zysk (strata) na sprzedaży	14,9	9,8	15,6	15,3	9,9	10,2	10,4	10,6	10,9	11,0	11,2	11,3
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	8,3	-0,6	1,7	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
EBITDA	28,6	14,8	22,7	20,8	15,5	15,6	15,9	16,1	16,4	16,6	16,8	17,0
EBIT	23,2	9,3	17,3	15,3	9,9	10,0	10,2	10,4	10,7	10,8	11,0	11,1
Saldo działalności finansowej	-1,7	-1,6	0,0	-1,6	0,7	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6
Zysk (strata) brutto	21,6	7,6	17,3	13,7	10,7	10,2	10,5	10,8	11,0	11,3	11,5	11,7
Zysk (strata) netto mniejszości	0,3	-0,1	-0,5	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) netto**	16,6	6,6	13,6	11,1	8,6	8,3	8,5	8,7	8,9	9,1	9,3	9,5
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
CF [mln PLN]	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przepływy z działalności operacyjnej	34,4	1,8	-17,1	31,3	19,4	11,9	12,3	14,2	12,7	13,0	13,3	13,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	6,6	-0,2	-2,0	-5,2	-5,6	-4,8	-4,9	-6,6	-5,0	-5,1	-5,1	-5,2
Przepływy z działalności finansowej	-22,6	-6,2	2,0	-7,8	-7,1	-8,4	-8,1	-8,1	-8,2	-8,3	-8,5	-6,9
Przepływy pieniężne netto	18,4	-4,6	-17,1	18,2	6,8	-1,3	-0,6	-0,6	-0,6	-0,3	-0,3	1,4
Środki pieniężne na początek okresu	4,9	23,3	18,7	1,6	19,9	26,6	25,3	24,7	24,1	23,5	23,2	22,8
Środki pieniężne na koniec okresu	23,3	18,7	1,6	19,9	26,6	25,3	24,7	24,1	23,5	23,2	22,8	24,3
Wskaźniki	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody zmiana r/r	7%	0%	65%	-3%	-12%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
EBITDA zmiana r/r	---	-48%	54%	-9%	-25%	1%	2%	2%	2%	1%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	---	-60%	107%	-18%	-22%	-4%	3%	3%	3%	2%	2%	2%
Marża brutto na sprzedaży	14,0%	11,7%	9,0%	9,3%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%
Marża EBITDA	10,3%	5,3%	5,0%	4,7%	3,9%	3,9%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,7%
Marża EBIT	8,4%	3,3%	3,8%	3,4%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Marża netto	6,0%	2,4%	3,0%	2,5%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
SG&A / przychody	8,6%	8,2%	5,5%	5,8%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
ROE	23,9%	8,7%	15,2%	11,8%	8,9%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
ROA	9,1%	3,6%	5,7%	4,7%	3,9%	3,7%	3,7%	3,8%	3,8%	3,8%	3,9%	3,9%
Dług / kapitał własny	12,4	8,6	10,6	9,6	8,1	6,6	5,1	3,6	2,1	0,6	-1,0	-1,0
D / (D+E)	15,1%	10,2%	10,6%	9,3%	7,7%	6,3%	4,8%	3,4%	2,0%	0,6%	-0,9%	-0,9%
D / E	17,8%	11,3%	11,8%	10,2%	8,4%	6,7%	5,1%	3,5%	2,0%	0,6%	-0,9%	-0,9%
Dług / kapitał własny	17,8%	11,3%	11,8%	10,2%	8,4%	6,7%	5,1%	3,5%	2,0%	0,6%	-0,9%	-0,9%
Dług netto	-10,9	-10,1	9,0	-10,2	-18,5	-18,7	-19,6	-20,5	-21,4	-22,6	-23,8	-25,3
Dług netto / kapitał własny	-0,16	-0,13	0,10	-0,11	-0,19	-0,19	-0,19	-0,20	-0,20	-0,21	-0,21	-0,22
Dług netto / EBITDA	-0,4	-0,7	0,4	-0,5	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4	-1,5
EV	53,7	54,6	73,7	54,5	46,2	46,0	45,1	44,2	43,3	42,1	40,8	39,4
Dług / EV	23,0%	15,8%	14,4%	17,7%	17,6%	14,4%	11,4%	8,2%	4,9%	1,5%	-2,4%	-2,5%
CAPEX / Przychody	0,3%	0,4%	0,4%	1,2%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
CAPEX / Amortyzacja	13,8%	19,6%	36,8%	100,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%
Zmiana KO / Przychody	-5,1%	4,5%	8,2%	-3,4%	-1,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-77,5%	3701,6%	20,9%	128,8%	11,1%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%
P/E*	3,9	9,8	4,8	5,8	7,5	7,8	7,6	7,4	7,2	7,1	6,9	6,8
P/BV*	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA*	1,9	3,7	3,2	2,6	3,0	2,9	2,8	2,7	2,6	2,5	2,4	2,3
EV/EBIT*	2,3	5,9	4,3	3,6	4,6	4,6	4,4	4,2	4,1	3,9	3,7	3,5
EV/S*	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
DPS	0,00	0,00	0,00	0,68	0,56	0,65	0,62	0,64	0,66	0,67	0,69	0,70
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 6,48 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 Madziar

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

Kajetan Sroczyński

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 38
e-mail: kajetan.sroczynski@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Leszek Mackiewicz**

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

Tomasz Ilczyszyn

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Piotr Komorowski

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Trzymaj	6,79	Kupuj	11,0	18.10.2022*	12:00 CEST	6,48	47 309
Kupuj	11,0	Kupuj	10,2	15.06.2022*	07:00 CEST	6,50	53 247
Kupuj	10,2	---	---	23.08.2021*	07:00 CEST	6,54	67 966

*Materiał został opracowany przez Dom Maklerski BDM na zlecenie GPW w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.
- autorem raportów nt. Elektrotimu w okresie 2021-06'2022 był Krystian Brymora

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

System rekomendacji:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'22*:

	Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'22*:		, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	4	50%	1	100%
Akumuluj	2	25%	0	0%
Trzymaj	1	13%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	1	13%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl

Nota prawna:

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

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

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

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawianych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM.

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

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z punktu widzenia indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona 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 dodatniej 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.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa dnia 18.10.2022 roku (12:00 CEST). Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

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

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

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

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 18.10.2022 roku:

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

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.