



ELEKTROTIM

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: TRZYMAJ)

WYCENA 46,8 PLN

12 GRUDZIEŃ 2025, 12:40 CET

Elektrotim ma za sobą dwa rozczarowujące kwartały z rzędu (wysoka baza, ale też marże były poniżej naszych oczekiwań). Pojawili się też pewne rysy na dotychczasowym story inwestycyjnym spółki (potencjalna obniżka WACC w OSD + potencjalne zamrożenie/zakończenie wojny w Ukrainie – mniejsza presja na inwestycje w energetyce/bezpieczeństwo?). Opublikowana strategia w docelowej perspektywie 2030 roku jest prawie spójna z naszymi wcześniejszymi oczekiwaniami. Natomiast ścieżka dojścia do poziomu zysku netto w 2030 jest bardziej stroma niż wcześniej sądziliśmy (niższe poziomy rentowności nie tylko w 2025, na co wskazują wyniki za 1-3Q'25, ale też prawdopodobnie także w 2026-27). Wszystko to spotkało się już z dość znaczącą przeceną kursu (-28% od ATH w sierpniu). Jednocześnie dzięki temu wycena spółki stała się bardziej akceptowalna (przy dowiezieniu założeń ze strategii P/E'30=6x, DY'30>10%). W krótkim terminie widzimy szansę, że już w 4Q'25 spółka pokaże dodatnie dynamiki wyników. Przyjmujemy założenie, że rok 2026, jako przedwyborczy, powinien przynieść presję na wysyp przetargów w tak wrażliwych kwestiach jak energetyka/bezpieczeństwo. Zwracamy uwagę, że spółka będzie dążyć do skalowania działalności przez większe wartościowo kontrakty raczej w niszowych obszarach (np. magazyny energii – ostatni przetarg dla PGE na 0,9 mld PLN to tylko trzy oferty). Obecnie portfel spółki jest rekordowy, co powinno pomagać w rozsądnym ofertowaniu. Rewidujemy nasze założenia finansowe do poziomów minimalnie poniżej strategii spółki (EBITDA'30=86 mln PLN vs 88 mln PLN wg spółki, skumul. zysk netto 25-29 = 214 mln PLN vs 220 mln PLN spółka). Nasza cena docelowa spada do 46,8 PLN (z 52,6 PLN poprzednio), ale równocześnie potencjał wzrostu implikuje zmianę zalecenie na Kupuj (poprzednio Trzymaj).

Wyniki za ostatnie okresy

W 1-3Q'25 przychody wyniosły 342 mln PLN (+2% r/r), EBITDA 23,5 mln PLN (-45%) a zysk netto 13,8 mln PLN (-49% r/r po oczyszczeniu o one-off z 1Q'24). W samym 3Q'25 spółka miała 140 mln PLN przychodów (-14% r/r), 10,6% rentowności brutto ze sprzedaży (18,7% rok temu) oraz 6,4 mln PLN zysku netto (vs 11,9 mln PLN rok temu). Wyniki za 2Q'25 i 3Q'25 były wyraźnie poniżej naszych założeń, głównie przez relatywnie spory spadek marży. Na koniec 3Q'25 spółka miała 55 mln PLN długu netto (vs 31 mln PLN rok wcześniej).

Portfel

Po 3Q'25 backlog grupy wynosił rekordowe 813 mln PLN (+38% r/r, +12% q/q). Ok. 250 mln PLN przypada „do realizacji” jeszcze na 2025 rok (zwracamy uwagę, że portfel należy rozumieć jako kwoty do zafakturowania, co nie musi się równać przyszłym przychodom). W 1-3Q'25 spółka podpisała umowy za 593 mln PLN.

Pozycjonowanie segmentowe

Podtrzymujemy, że w średnim/długim terminie spółka powinna być beneficjentem wzrostu nakładów na sieć dystrybucji i przesyłu energii, będącego pochodną rozwoju OZE oraz utrzymania podwyższonych nakładów na obszar wojskowy. Także pionierzy utrzymania i trakcji są eksponowane na napływ środków unijnych.

Strategia

Spółka opublikowała w końcu XI'25 strategię na lata 2026-2030 oraz politykę dywidendową dla zysków z lat 2025-29. Spółka chce być partnerem pierwszego wyboru przy realizacji strategicznych inwestycji dla bezpieczeństwa energetycznego i infrastruktury krytycznej oraz funkcjonować jako GW w specjalistycznych inwestycjach infrastrukturalnych. Celem jest osiągnięcie w 2030 roku przychodów na poziomie 1 mld PLN, przy EBITDA nie niższej niż 88 mln PLN i zysku netto 67 mln PLN. Zarząd zamierza rekomendować dywidendę w wysokości od 50% do 75% jedn. zysku netto (bez zmian vs dotychczasowa polityka). Na najbliższym WZA zamierza przedłożyć pod głosowanie program motywacyjny (nie opublikowano na razie założeń). Podtrzymujemy, że spółka ma dość unikalną ekspozycję na tle krajowej budowlanki notowanej na GPW a w ostatnich latach udało się uporządkować biznes. Nie można wykluczyć, że spółka mogłaby być ciekawym celem akwizycyjnym, tym bardziej biorąc pod uwagę dość rozdrobniony akcjonariat.

Prognozy wyników, wskaźniki

Prognozujemy, że spółka w 2025 roku wypracuje 552 mln PLN przychodów oraz 26,9 mln PLN zysku netto. W 2026-27 estymujemy obecnie ok. 19% i 16% wzrosty przychodów r/r. W krótkim terminie baza na 4Q'25 jest wyraźnie mniej wymagająca niż w 2-3Q'25, co powinno pozytywnie wpłynąć na możliwość wykazania dodatniej dynamiki wyników. Spółka handlowana jest poziomem EV/EBITDA'25=9,1x, P/E'25=15,0x oraz odpowiednio 8,0x i 12,8x w kolejnym roku. Zwracamy uwagę, że w bazowym scenariuszu przyjmujemy możliwość, że marże w 2026 roku nadal będą pod presją (efekt kontraktów zdobywanych po powyższej „przetargowej”). Zakładamy odbicie dopiero w 2027 roku (wtedy widoczna jest też wyraźna poprawa mnożników spółki – P/E'27<10x).

	2023	2024*	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody [mln PLN]	546,9	524,8	552,4	660,0	765,0	856,8
Zysk na sprzedaży [mln PLN]	50,8	48,6	34,3	41,8	56,4	66,5
EBITDA [mln PLN]	38,7	58,6	42,0	47,2	61,9	72,5
EBIT [mln PLN]	34,2	54,2	36,9	41,8	56,4	66,5
Wynik brutto [mln PLN]	32,3	64,2	33,5	38,9	53,9	65,3
Wynik netto [mln PLN]	22,4	54,1	26,9	31,5	43,7	52,9
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-27,1	-35,8	-19,0	-23,7	-40,4	-50,0
DPS [PLN/akcje]	1,55	2,50	2,50	2,02	2,37	3,28
P/BV	3,9	3,0	3,0	2,7	2,4	2,1
P/E	18,0	7,5	15,0	12,8	9,2	7,6
P/E skoryg	18,0	15,0	15,0	12,8	9,2	7,6
EV/EBITDA	9,7	6,3	9,1	8,0	5,9	4,9
EV/EBIT	11,0	6,8	10,4	9,1	6,4	5,3

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

Wycena DCF [PLN]	47,8
Wycena porównawcza [PLN]	42,4
Wycena końcowa [PLN]	46,8
Potencjał do wzrostu / spadku	15,7%
Koszt kapitału	13,3%

Cena rynkowa [PLN]	40,4
Kapitalizacja [mln PLN]	403,3
Ilość akcji [mln. szt.]	10,0

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	55,3
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	40,2

Stopa zwrotu za 3 mc	-17,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	-15,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	-4,6%

Struktura akcjonariatu:	
Vesper Fundacja Rodzinna	13,2%
Fundacja Rodziny Foltów	10,4%
Futuro Fundacja Rodzinna	6,0%
NN OFE	5,9%
OFE Allianz	5,1%
Pozostali	59,4%

stopy zwrotu po uwzględnieniu dywidend

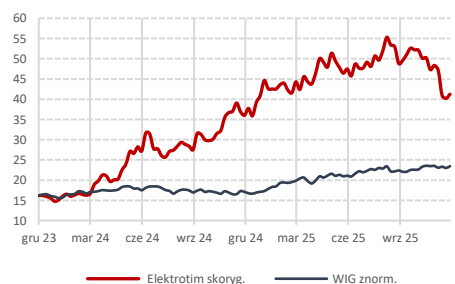
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	5
PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....	6
OTOCZENIE RYNKOWE I KOSZTOWE.....	7
WYNIKI HISTORYCZNE, STRATEGIA I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	10
DANE FINANSOWE	17

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
P/E	18,3	18,0	7,5	15,0	12,8	9,2	7,6
P/BV	4,1	3,8	3,0	3,0	2,7	2,4	2,2
EV/EBITDA	9,3	9,7	6,3	9,1	8,0	5,9	4,9
EV/EBIT	10,6	11,0	6,8	10,4	9,1	6,4	5,3
EV/S	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	0,4
BVPS	9,8	10,5	13,4	13,6	14,8	16,8	18,8
EPS	2,2	2,2	5,4	2,7	3,2	4,4	5,3
DPS (w danym roku)	0,0	1,5	2,5	2,5	2,0	2,4	3,3
Payout ratio	0,0	0,7	1,1	0,5	0,8	0,8	0,8

Wyniki roczne [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	505,6	546,9	524,8	552,4	660,0	765,0	856,8
Instalacje	303,5	218,9	368,4	281,0	295,0	350,0	392,0
Sieci	158,9	329,0	156,3	271,4	365,0	415,0	464,8
Automatyka	42,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	67,5	76,1	80,6	67,6	80,1	99,5	114,0
Instalacje	47,9	23,4	58,5	29,1	36,2	44,7	51,2
Sieci	13,5	52,7	22,2	38,5	43,9	54,8	62,8
Automatyka	6,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SG&A	28,1	25,3	32,0	33,3	38,3	43,2	47,5
PPO/PKO	-6,2	-16,6	5,6	2,6	0,0	0,0	0,0
EBITDA	38,1	38,7	58,6	42,0	47,2	61,9	72,5
EBIT	33,2	34,2	54,2	36,9	41,8	56,4	66,5
Zysk brutto	30,4	32,3	64,2	33,5	38,9	53,9	65,3
Zysk netto	22,0	22,4	54,1	26,9	31,5	43,7	52,9
Dług netto	-50,5	-27,1	-35,8	-19,0	-23,7	-40,4	-50,0

Wskaźniki	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	82%	8%	-4%	5%	19%	16%	12%
EBITDA zmiana r/r	158%	1%	52%	-28%	12%	31%	17%
Zysk netto zmiana r/r	233%	2%	142%	-50%	17%	39%	21%
Marża brutto na sprzedaży	13,3%	13,9%	15,4%	12,2%	12,1%	13,0%	13,3%
Marża EBITDA	7,5%	7,1%	11,2%	7,6%	7,1%	8,1%	8,5%
Marża netto	4,3%	4,1%	10,3%	4,9%	4,8%	5,7%	6,2%
ROE	22,4%	21,2%	40,3%	19,8%	21,4%	26,1%	28,2%
ROA	8,2%	8,3%	20,5%	9,9%	10,4%	12,6%	13,8%

Bilans [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	57,1	43,6	41,6	41,9	42,4	43,0	43,0
WNiP	6,5	6,6	6,8	7,0	7,1	7,3	7,5
Rzeczowe aktywa trwałe	12,4	13,1	19,7	19,8	20,2	20,5	20,4
Pozostałe aktywa trwałe	38,1	24,0	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1
Aktywa obrotowe	211,2	225,0	222,1	228,6	261,5	302,5	341,2
Zapasy	3,4	2,9	8,5	8,9	10,6	12,3	13,8
Należności krótkoterminowe	151,2	189,0	165,1	189,1	216,8	240,6	269,5
Środki pieniężne	56,7	33,2	48,5	30,6	34,1	49,5	57,9
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	268,3	268,6	263,7	270,5	303,9	345,4	384,2
Kapitał własny	98,1	105,3	134,1	136,0	147,3	167,4	187,6
Udziały mniejszości	1,1	-2,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Zobowiązania i rezerwy	169,2	165,4	129,3	134,1	156,1	177,7	196,3
Rezerwy na zobowiązania	21,6	33,2	31,8	33,3	39,2	45,0	50,0
Oprocentowane zobowiązania	6,2	6,1	12,8	11,6	10,4	9,2	7,9
Zobowiązania pozostałe	141,4	126,2	84,7	89,2	106,5	123,5	138,3
Pasywa razem	268,3	268,6	263,7	270,5	303,9	345,4	384,2
Dług netto	-50,5	-27,1	-35,8	-19,0	-23,7	-40,4	-50,0
Dług netto / Kapitał własny	-0,5	-0,3	-0,3	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3
Dług netto / EBITDA	-1,3	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	-0,7	-0,7

Rachunek przepływu [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
CFO	37,5	-3,9	45,8	13,6	31,1	46,3	47,9
CFI	5,5	2,5	0,1	-5,4	-5,2	-5,0	-4,7
CCF	-5,0	-22,2	-30,6	-26,2	-22,5	-25,8	-34,8
- w tym dywidenda	0,0	15,4	25,0	25,0	20,2	23,6	32,8
Przepływy pieniężne netto	38,0	-23,6	15,4	-17,9	3,5	15,4	8,4
CAPEX / Amortyzacja	34%	41%	29%	105%	110%	110%	101%

ELEKTROTIM

Rekomendacja	Kupuj	www:	www.elektrotim.pl
Wycena końcowa [PLN]	46,8		
Potencjał	15,7%	daty najbliższych raportów:	
Cena rynkowa [PLN]	40,40	4Q'25:	b.d.
Ilość akcji [mln. szt.]	10,0	1Q'26:	b.d.
Kapitalizacja [mln PLN]	403,3		

Wyniki Q [mln PLN]	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25
Przychody	111,6	162,5	188,7	90,8	111,9	139,7
Instalacje	71,1	122,0	139,6	55,3	64,8	70,9
Sieci	40,5	40,5	49,1	35,5	47,0	68,9
Automatyka	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	18,0	30,4	24,2	12,7	12,2	14,8
Instalacje	12,2	23,6	15,7	5,1	7,7	6,4
Sieci	5,8	6,8	8,4	7,6	4,5	8,5
Automatyka	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SG&A	8,8	7,1	9,8	7,6	7,4	7,6
PPO/PKO	-0,5	-0,3	0,2	0,7	0,1	1,8
EBITDA	9,7	24,2	15,8	6,9	6,2	10,4
EBIT	8,7	23,1	14,6	5,7	4,9	9,1
Zysk brutto	9,3	20,7	11,9	5,5	4,0	7,8
Zysk netto	8,0	16,4	8,6	4,3	3,1	6,4
Dług netto	4,2	31,0	-35,8	-14,2	33,4	54,7

Wskaźniki	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25
Przychody zmiana r/r	-13,0%	-11,3%	36,8%	46,6%	0,3%	-14,0%
EBITDA zmiana r/r	-38,9%	52,8%	---	-22,8%	-36,5%	-56,9%
Zysk netto zmiana r/r	-28,1%	68,0%	---	-79,7%	-62,0%	-60,7%
Marża brutto na sprzedaży	16,1%	18,7%	12,8%	13,9%	10,9%	10,6%
Marża EBITDA	8,7%	14,9%	8,3%	7,6%	5,5%	7,5%
Marża netto	7,2%	10,1%	4,6%	4,7%	2,7%	4,6%

Wskaźniki II	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
EPS, Adj+	2,20	2,24	5,42	2,69	3,16	4,37
Revenue	505,6	546,9	524,8	552,4	660,0	765,0
Gross Margin %	13,3%	13,9%	15,4%	12,2%	12,1%	13,0%
EBIT	33,2	34,2	54,2	36,9	41,8	56,4
EBITDA	38,1	38,7	58,6	42,0	47,2	61,9
Net Income Adj+	22,0	22,4	54,1	26,9	31,5	43,7
Net Debt	-50,5	-27,1	-35,8	-19,0	-23,7	-40,4
BPS	9,82	10,55	13,43	13,62	14,76	16,77
DPS	0,00	1,55	2,50	2,50	2,02	2,37
Return on Equity %	22,4%	21,2%	40,3%	19,8%	21,4%	26,1%
Return on Assets %	8,2%	8,3%	20,5%	9,9%	10,4%	12,6%
Depreciation	4,7	4,3	4,3	5,0	5,2	5,3
Amortization	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3
Free Cash Flow	43,0	-1,4	46,0	8,2	25,9	41,2
CAPEX	1,7	1,8	1,3	5,4	5,9	6,1

Główne czynniki ryzyka:

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYCENA I PODSUMOWANIE

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	47,8
Wycena metodą porównawczą	20%	42,4
- wycena do wybranych krajowych spółek budowlanych	67%	39,2
- wycena do SPIE (Francja)	33%	48,9
Wycena 1 akcji [PLN]	46,8	

Źródło: BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,25%), premii za ryzyko rynkowe (8,0%) oraz współczynnika beta = 1,0. Wzrost FCF w okresie rezydualnym przyjęto na poziomie 2%. Wycena została sporządzona na dzień 12 grudnia 2025.

Model DCF

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	552,4	660,0	765,0	856,8	944,2	1 026,1	1 092,8	1 146,1	1 183,0	1 208,1
EBIT [mln PLN]	36,9	41,8	56,4	66,5	73,3	79,7	84,3	87,9	90,1	91,4
Stopa podatkowa	19,5%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	7,2	7,9	10,7	12,6	13,9	15,1	16,0	16,7	17,1	17,4
NOPLAT [mln PLN]	29,7	33,8	45,6	53,9	59,4	64,5	68,3	71,2	73,0	74,0
Amortyzacja [mln PLN]	5,1	5,4	5,5	6,0	6,1	6,2	6,3	6,3	6,4	6,4
CAPEX [mln PLN]	-5,4	-5,9	-6,1	-6,1	-6,6	-6,5	-6,5	-6,4	-6,4	-6,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-18,8	-7,2	-3,9	-11,4	-10,9	-10,2	-8,3	-6,6	-4,6	-3,1
FCF [mln PLN]	10,7	26,1	41,2	42,4	48,0	54,0	59,8	64,4	68,4	70,9
DFCF [mln PLN]	10,6	22,9	32,0	29,2	29,2	29,0	28,4	27,0	25,3	23,2
Suma DFCF [mln PLN]	256,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	643,0									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	210,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	467,0									
Dług netto 2024P [mln PLN]	-35,8									
Wyplacona dywidenda [mln PLN]	25,0									
Udział mniejszości [mln PLN]	0,3									
Wartość kapitału [mln PLN]	477,5									
Ilość akcji [mln szt.]	10,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	47,8									
Przychody zmiana r/r	5,3%	19,5%	15,9%	12,0%	10,2%	8,7%	6,5%	4,9%	3,2%	2,1%
EBIT zmiana r/r	-31,9%	13,1%	34,9%	18,1%	10,2%	8,7%	5,8%	4,2%	2,5%	1,5%
FCF zmiana r/r	---	144,4%	57,9%	2,9%	13,2%	12,5%	10,6%	7,8%	6,1%	3,7%
Marża EBITDA	7,6%	7,1%	8,1%	8,5%	8,4%	8,4%	8,3%	8,2%	8,2%	8,1%
Marża EBIT	6,7%	6,3%	7,4%	7,8%	7,8%	7,8%	7,7%	7,7%	7,6%	7,6%
Marża NOPLAT	5,4%	5,1%	6,0%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,2%	6,2%	6,1%
CAPEX / Przychody	1,0%	0,9%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%
CAPEX / Amortyzacja	105,0%	110,0%	110,0%	101,2%	108,4%	105,4%	103,6%	101,7%	100,6%	100,8%
Zmiana KO / Przychody	3,4%	1,1%	0,5%	1,3%	1,2%	1,0%	0,8%	0,6%	0,4%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	67,9%	6,7%	3,7%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%

Kalkulacja WACC

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Stopa wolna od ryzyka	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%
Premia za ryzyko	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%
Udział kapitału własnego	95,7%	96,6%	97,3%	97,9%	98,5%	99,0%	99,2%	99,5%	99,7%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,4%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Udział kapitału obcego	4,3%	3,4%	2,7%	2,1%	1,5%	1,0%	0,8%	0,5%	0,3%	0,0%
WACC	12,9%	13,0%	13,0%	13,1%	13,1%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,3%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					Beta				
beta	1,00%	2,00%	3,00%		1,00%	2,00%	3,00%			0,9	1,0	1,1		
	0,8	53,6	56,4	60,0	6,0%	55,9	59,1	63,0		6,0%	63,5	59,1	55,2	
	0,9	49,5	51,8	54,6	7,0%	50,4	52,9	55,9		7,0%	57,1	52,9	49,3	
	1,0	45,9	47,8	50,1	8,0%	45,9	47,8	50,1		8,0%	51,8	47,8	44,4	
	1,1	42,8	44,4	46,3	9,0%	42,1	43,6	45,4		9,0%	47,4	43,6	40,4	
	1,2	40,1	41,4	43,0	10,0%	38,9	40,1	41,5		10,0%	43,6	40,1	37,0	

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 (67% udziału w końcowej wycenie) oraz do francuskiego podmiotu SPIE (33% udziału w końcowej wycenie). Postanowiliśmy włączyć SPIE do wyceny porównawczej, biorąc pod uwagę, że aktywnie uczestniczy w konsolidacji rynku budownictwa elektroenergetycznego w Polsce a profil działalności jest w wielu elementach zbliżony do Elektrotimu (opiera się na rozwoju w czterech kierunkach: energetyka, usługi dla przemysłu, smart-city, wydajne budynki, 2/3 przychodów generowane jest we Francji i Niemczech). Dla całej wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (20% dla 2025 roku i po 40% dla kolejnych dwóch lat). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki 42,4 PLN/akcję.

Podsumowanie wyceny porównawczej

Wycena metodą porównawczą	Waga	Wycena
- wycena do wybranych krajowych spółek budowlanych	67%	39,2
- wycena do SPIE (Francja)	33%	48,9
Wycena 1 akcji [PLN]		42,4

Źródło: BDM S.A.

Wycena porównawcza do wybranych krajowych spółek budowlanych

	P/E			EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Atrem	17,7	15,3	13,5	12,5	10,7	4,7
Budimex	25,9	22,7	20,2	14,9	12,5	11,1
Introl	11,8	8,3	7,2	4,9	3,9	3,4
Mostostal Zabrze	10,8	9,9	9,9	3,9	3,4	3,4
Mediana	14,8	12,6	11,7	8,7	7,3	4,0
Elektrotim	15,0	12,8	9,2	9,1	8,0	5,9
Premia/dyskonto do mediany	2%	2%	-21%	5%	10%	46%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	39,7	39,8	51,1	38,4	37,1	29,0
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		44,3			34,1	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	39,2					

Źródło: BDM S.A., szacunki własne, Bloomberg

Wycena porównawcza do SPIE

	P/E			EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
SPIE (Francja)	16,8	15,4	14,2	9,0	8,2	7,4
Elektrotim	15,0	12,8	9,2	9,1	8,0	5,9
Premia/dyskonto do mediany	-11%	-17%	-35%	1%	-2%	-21%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	45,3	48,7	62,1	39,9	41,0	50,0
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		53,4			44,4	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	48,9					
SPIE (konsensus Bloomberg)	2025P	2026P	2027P			
Przychody [mln EUR]	10 421	10 941	11 498			
EBITDA [mln EUR]	1 058	1 126	1 196			
marża EBITDA	10,2%	10,3%	10,4%			
EBIT [mln EUR]	717	778	838			
Zysk netto [mln EUR]	467	509	553			
marża netto	4,5%	4,6%	4,8%			
Dług netto [mln EUR]	1 686	1 348	1 013			

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

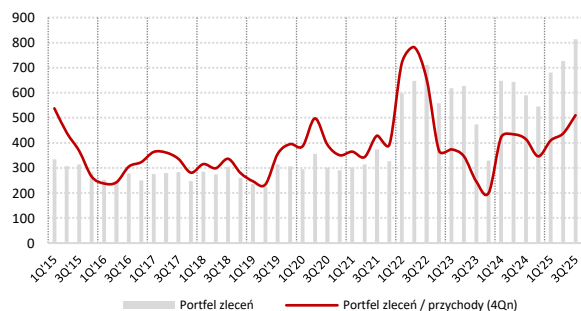
PORTFEL ZAMÓWIEŃ

Istotne kontrakty pozyskane od początku 2023 roku

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]	Koniec
2025				
9.12.2025	CZC SZ	Budowa wież pod brzegowe radary obserwacji nawodnej i celów nisko lecących	26	2027-06
14.11.2025	Tauron Dystrybucja	Modernizacja stacji elektroenergetycznej 110/15 kV Korabniki	24	nko
24.10.2025	KG Straży Granicznej	Modernizacja bariery elektronicznej w Nadbużańskim Oddziale SG	15	nko
4.09.2025	PEJ	Projekt i budowa stacji 110/15kV z liniami zasilającymi	162	2028-05
1.08.2025	PGE EK	Budowa podstacji trakcyjnej PT Kościerzyna	16	2026-08
2025-07-11	Energa-Operator	budowa stacji elektroenergetycznej RS 110kV Elbląg Północ	34	2026-11
2025-05-14	Polonez Plus	Instalacje elektryczne w ramach inwestycji Mercedes Benz w Jaworze (pakiet D)	30	2026-11
2025-04-10	Stoen Operator	Modernizacja stacji elektroenergetycznej 110/15 kV Białolęka	37	2027-11
2025-04-01	Tauron Dystrybucja	Modernizacja stacji elektroenergetycznej 110/15kV Dworzowie	26	2027-03
2025-02-28	Enea Operator	Przebudowa stacji 110/15 kV Golczewo	23	2026-08
2025-02-18	Tauron Dystrybucja	Budowa linii 110kV GPZ Wleczysta - GPZ Mennicza we Wrocławiu	17	2026-08
2025-01-31	Tauron Dystrybucja	Modernizacja stacji elektroenergetycznej 110/20 kV R-361 (Marciszów)	25	2027-10
2025-01-24	Strabag	Wykonanie oświetlenia nawigacyjnego w Porcie Lotniczym we Wrocławiu	21	2026-10
2025-01-10	Tauron Dystrybucja	Budowa rozdzielni 20kV w stacji elektroenergetycznej Wirek	21	2026-11
2025-01-09	EDF RP	Budowa magazynu energii Stary Grodków (moc: 50 MW, poj: 100 MWh)	27	2025-12
2024				
2024-12-13	Tramwaje Warszawskie	Przebudowa budynku podstacji trakcyjnej „Okęcie” i „Jasna”	20	2025-10
2024-10-22	KGHM	Wymiana rozdzielni wraz z transformatorami w Rejonie ZWR Lubin	21	2026-09
2024-10-21	Mercedes-Benz MP	Realizacja stacji el.-en. WN/SN wraz z linią zasilającą w ramach budowy fabryki w Jaworze	50	2026-10
2024-09-05	PSE	Rozbudowa i modernizacja rozdzielni 220 kV w stacji 400/220/110 kV Pątnów – Etap 1	19	2026-12
2024-04-26	PSE	Rozbudowa rozdzielni 220 kV i 110 kV w stacji Adamów	30	2026-12
2024-03-15	Tauron NT	Eksploatacja i prowadzeniem prac dodatkowych na sieciach oświetleniowych we Wrocławiu i okolicach	26	2026-03
2024-02-21	PL Szczecin-Goleniów	Wykonanie systemu pomocy nawigacyjnych	41	2025-12
2024-02-16	CZC SZ	Gdańsk. Budowa pola antenowego oraz modernizacja serwerowni	15	2025-04
2024-01-31	KG Straży Granicznej	Budowa zabezpieczenia granicy państwowej z Białorusią na odcinku rzeki Bug w Nadbużańskim Oddziale SG	227	2025-07
2024-01-24	Tauron Dystrybucja	Budowa linii kablowej 110 kV (GPZ Walecznych - Kurkowa)	24	2026-04
2023				
2023-12-28	GDDKIA	Poprawa bezpieczeństwa ruchu drogowego na DK35 w m. Unisław Śląski	10	2024-12
2023-11-16	KGHM	Wymiana rozłączników prądowych oraz magistrali szyn prądowych przy grupach wianien elektrolitycznych w HMG	45	2025-01
2023-10-05	Stożeczny Zi	Rozbudowa systemu alarmowego w kompleksie wojskowym K-0596 Goławice	4	2025-03
2023-08-07	Stożeczny Zi	Wymiana ogrodzenia w kompleksie wojskowym nr K-0596 Goławice	11	2025-01
2023-06-05	PGE Dystrybucja	Budowy stacji 110 kV Krasnosielc wraz z linią zasilającą 110 kV	22	2024-12
2023-05-19	CZ Cyberprzestrzeni SZ	Budowa linii światłowodowych pomiędzy kompleksami w m. Gdynia, Rumia, Łężyce, Wejherowo, Ruczewo	15	2024-12
2023-04-05	RZi w Gdyni	Przebudowa budynków w Porcie Wojennym Gdynia	15	2025-10
2023-03-29	PKP Energetyka	Budowa podstacji trakcyjnej PT Knyszyn i RS Knyszyn	24	2024-06
2023-03-07	Tauron Dystrybucja	Projekt i roboty na stacji R-Uczniowska w Wałbrzychu	15	2024-11
2023-01-31	PKP Energetyka	Budowa podstacji trakcyjnej Lublinek i Zduńska Wola Karsznice	54	2023-07

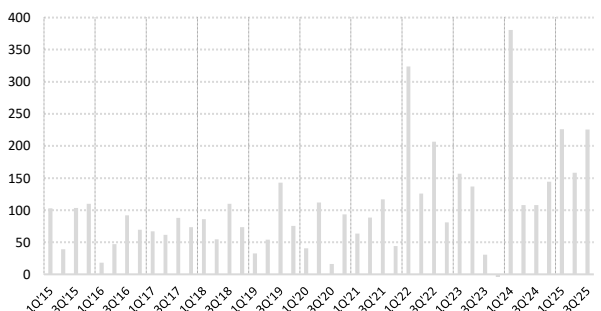
Źródło: BDM S.A., spółka

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

Backlog na koniec 3Q'25 wynosił 813 mln PLN (vs 727 mln PLN po 2Q'25 i 590 mln PLN rok temu).). Ok. 250 mln PLN przypada „do realizacji” jeszcze na 2025 rok. Portfel po październiku spadł do 802 mln PLN (212 mln PLN na 2025 rok). Zwracamy uwagę, że portfel należy rozumieć jako kwoty do zafakturowania, co nie musi się równać przyszłym przychodom. W 1-3Q'25 spółka podpisała umowy za 593 mln PLN (w tym kontrakt dla PEJ za 162 mln PLN, którego część opcjonalna została potwierdzona do realizacji w X'25 - [link](#)). Natomiast w 4Q'25 spółka podała, że było to do XI'25 46 mln PLN plus 86 mln PLN z najniższą cenę w przetargach.

W 3Q'25 dobiegł końca kontrakt na budowę zabezpieczenia granicy państwowej z Białorusią na odcinku rzeki Bug (według komunikatu SG perymetria działa od końca lipca'25 – [link](#)). Na razie nie ogłoszono przetargu (-ów) na budowę dalszej części perymetrii na granicy z Ukrainą (takie zapowiedzi padały już w końcu 2024 roku – [link](#) i w tym roku – [link](#) – sugestie podziału prac na mniejsze odcinki).

Czekamy na oficjalne rozstrzygnięcia w przetargu na magazyn energii Gryfino dla PGE (moc: 400 MW, pojemność: 800 MWh, [link](#)). Oferty (trzy) złożono w końcu X'25. Oferta konsorcjum Elektrotimu (944 mln PLN netto) jest druga w prowizorycznej punktacji (cena + sprawność).

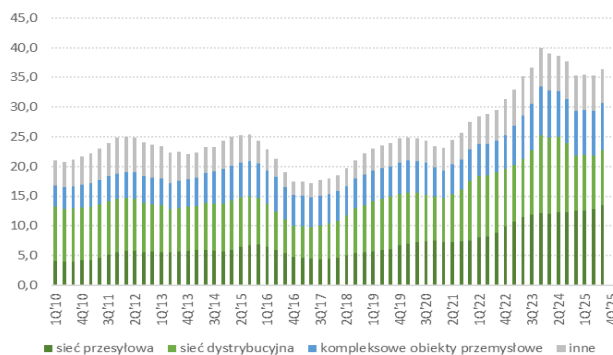
OTOCZENIE RYNKOWE I KOSZTOWE

Potencjał rynkowy

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

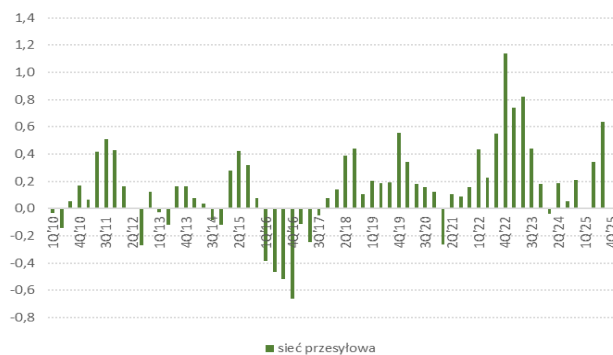
W 2024 roku dynamika realizowanych inwestycji była ujemna w obszarze sieci dystrybucyjnych oraz kompleksowych obiektów przemysłowych, natomiast wzrost r/r odnotowano w obrębie sieci przesyłowych oraz innych obiektów (zalicza się tu m.in. wojsko). W 1-3Q'25 widzieliśmy tendencję wzrostową na przesyłach a płaską na dystrybucji. W pozostałych obszarach kierunek jest niejednoznaczny. Plany inwestorów na rynku dystrybucji i przesyłu energii na kolejne lata są bardzo ambitne (co prezentujemy na kolejnej stronie). Inwestycje w dużej mierze mają być także wspomagane środkami unijnymi. KPO zakłada m.in. 1,0 mld PLN na sieci dystrybucyjne na obszarach wiejskich i 0,6 mld PLN na rozwój sieci przesyłowych a FENiKS uwzględni m.in. 1,1 mld EUR wsparcia na Inteligentne systemy energ. oraz magazynowanie. Są to inwestycje bezpośrednie w obszarach stanowiących źródło zainteresowania Elektrotimu. Wielokrotnie większe środki w KPO przewidziane są w obszarze inwestycji, które będą miały pośredni wpływ na podaż kontraktów jak budowa morskich FW, tzw fundusz wsparcia energetyki czy zielona transformacja miast.

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



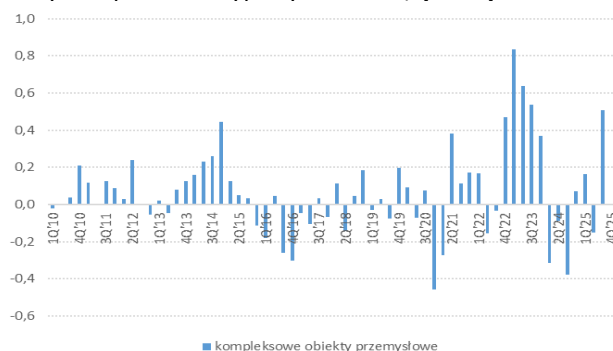
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



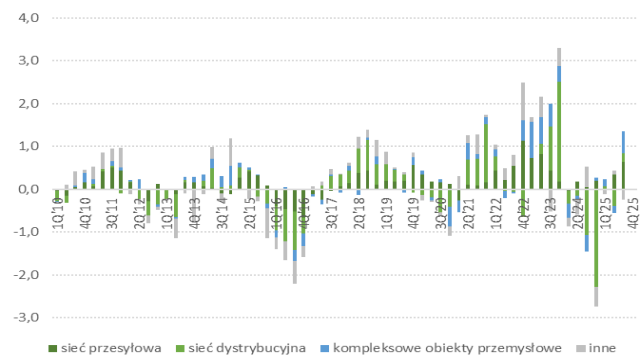
Źródło: DM BDM S.A., GUS, transport ropy, gazu, energii, wody, ścieków, sieć telco

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



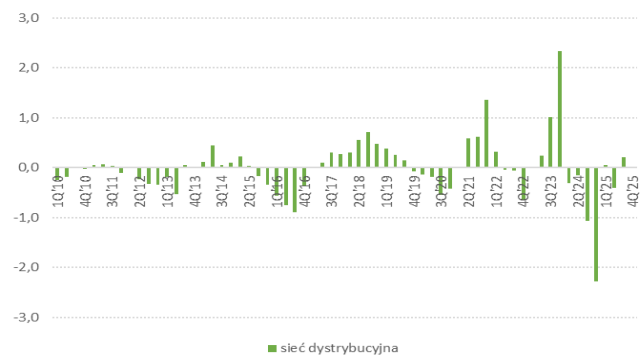
Źródło: DM BDM S.A., GUS, m.in. elektrownie, obiekty przemysłowe niebędące budynkami

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



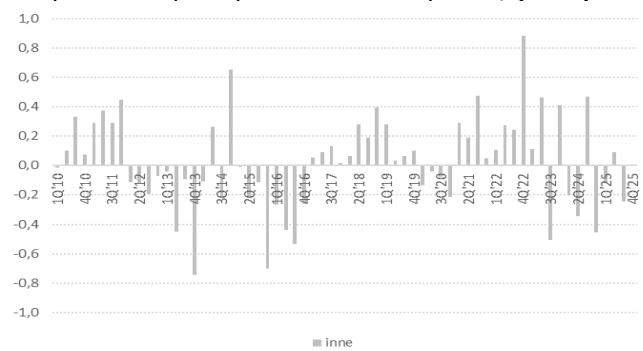
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



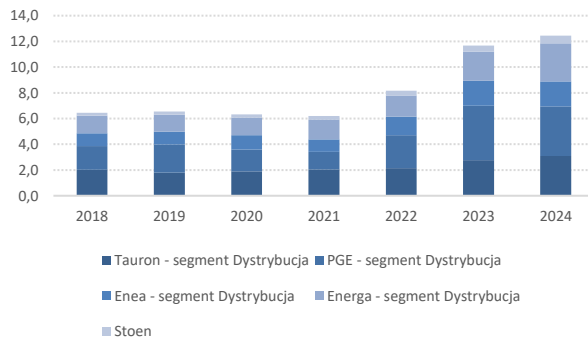
Źródło: DM BDM S.A., GUS, sieć rozdzielcza gazu, energii, wodociągi, oczyszcz. ścieków, kanalizacja

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



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

Nakłady spółek dystrybucji energii [mld PLN]



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

Dystrybucja energii – inwestycje OSD

Nakłady spółek energetycznych w obszarze dystrybucji energii w 2024 roku wyniosły ok 12,4 mld PLN (vs 11,6 mld PLN w 2023 roku). Według opublikowanych w ostatnich miesiącach strategii w latach 2025-35 roczne nakłady w tym obszarze Tauronu mają być o 116% wyższe niż średnia w okresie 2020-24, dla Enei ma to być 137% więcej, dla Energi (Orlen) 87% więcej, a dla PGE aż 149% więcej niż w ostatnich 5 latach. W ostatnich miesiącach BGK podpisał umowy z Tauronem i Energa na finansowanie dłużne z KPO inwestycji sieciowych na odpowiednio 11 mld PLN i 8 mld PLN.

Energetyka Jądrowa

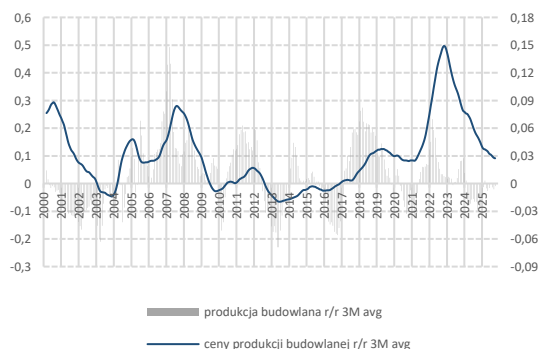
Elektrotim ma status aktywnego, kwalifikowanego wykonawcy i usługodawcy w Bechtel, co pozwala na udział w działaniach przygotowawczych do realizacji inwestycji w budowę pierwszej w Polsce elektrowni jądrowej. W lutym'25 sejm przyjął ustawę o przekazaniu z budżetu kwoty do 60,2 mld PLN na budowę elektrowni w latach 2025-30 (cały projekt może kosztować ok 200 mld PLN). W XII'25 inwestycja otrzymała zgodę KE na pomoc publiczną (link). W 2Q'26 ma zostać zawarty kontrakt wykonawczy (EPC).

Strona kosztowa - aktualna sytuacja

Istotną pozycję w strukturze kosztów spółki stanowią koszty zużycia materiałów i energii (42% w 2024). Spółka wskazuje na ekspozycję na miedź, aluminium i stal (negatywnie w ostatnich tygodniach wyróżnia się miedź). Kategoria „elektryka i oświetlenie” w danych PSB wskazywała na kilku procentowe spadki cen r/r już od 4Q'23. Głównymi dostawcami dla spółki są hurtownie elektrotechniczne (np. Elektro-Invest) oraz producenci jak Tele-Fonika czy Schneider.

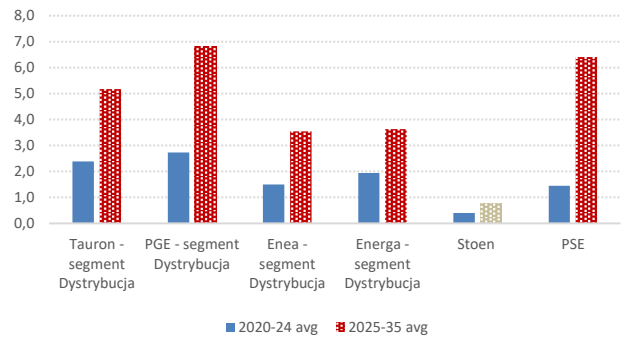
Drugą główną pozycją kosztową w 2024 roku były usługi obce na poziomie 41% (podwykonawcy), Istotne są także wynagrodzenia z 15% udziałem.

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



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Nakłady spółek dystrybucji energii oraz PSE – strategia [mld PLN]



Źródło: DM BDM S.A., strategię spółek

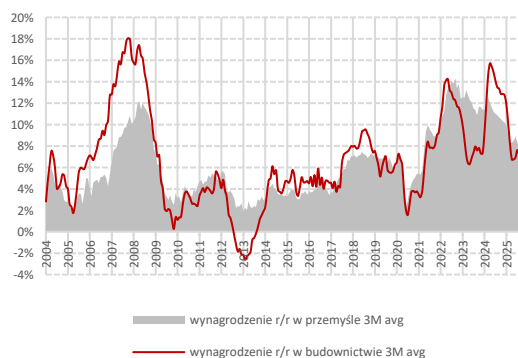
PSE – program inwestycyjny

PSE w 2024 roku wydało na inwestycje 2,0 mld PLN. Według sprawozdania zarządu plan nakładów na 2025 rok wynosi 3,0 mld PLN. W marcu'24 PSE opublikowało nowy projekt planu rozwoju na lata 2025-34, wg którego nakłady mają wynieść średnio 6,4 mld PLN/rok. Na początku VII'25 PSE opublikowały plan przetargów na okres 3Q'25-2Q'26, który zakładał ogłoszenie 33 postępowań na roboty budowlane (w tym 24 o zakładanej wartości kilkudziesięciu mln PLN, które są najbardziej interesujące z punktu widzenia Elektrotimu) i 1 umowy ramowej (za 2 mld PLN na lata 2026-30).

Sektor obronny

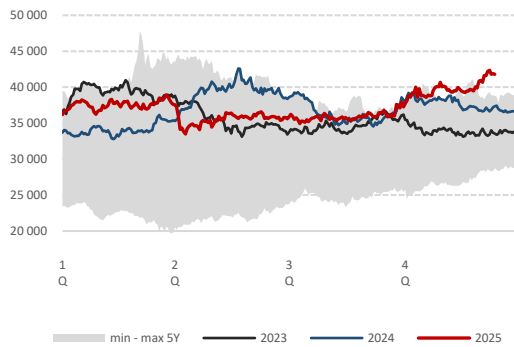
Pod koniec 2024 roku Straż Graniczna potwierdziła plany dalszej rozbudowy systemu nadzoru ochrony granicy państwowej (link). Zapowiadane w tym kontekście było postępowanie na odcinek ukraiński o wartości do 0,4 mld PLN, które jednak do dziś nie wystartowało (link). Natomiast w planach MON zwracamy uwagę m.in. na zapowiedzi modernizacji lotnisk dla celów wojskowych (link).

Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce



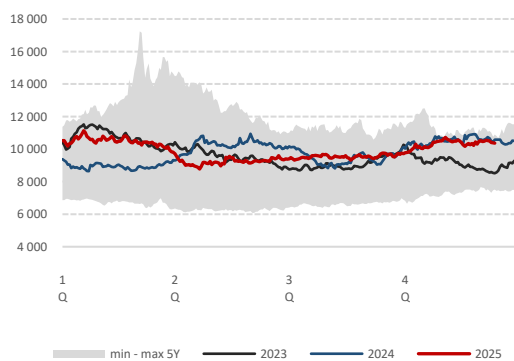
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Cena miedzi [PLN/t]



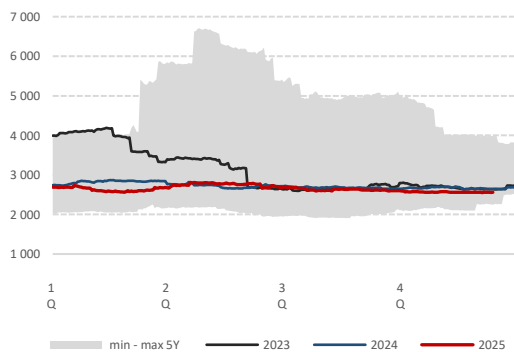
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena aluminium [PLN/t]



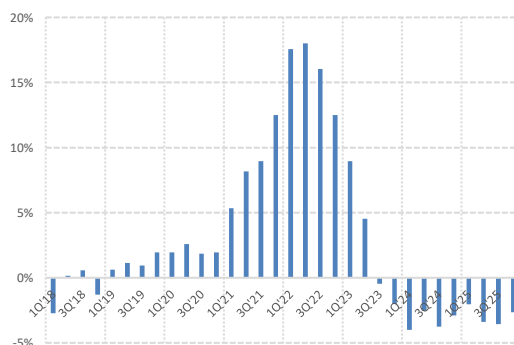
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena stali – Europa [PLN/t]



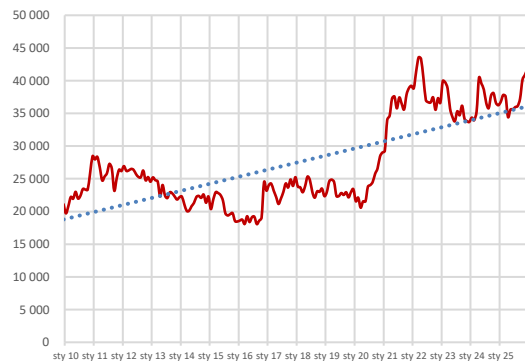
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Dynamika r/r cen indeksu PSB w kategorii elektryka i oświetlenie



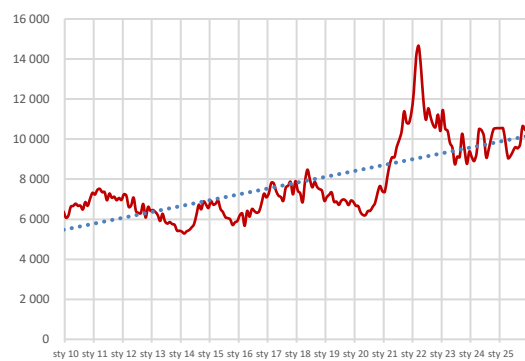
Źródło: BDM S.A., PSB

Cena miedzi [PLN/t]



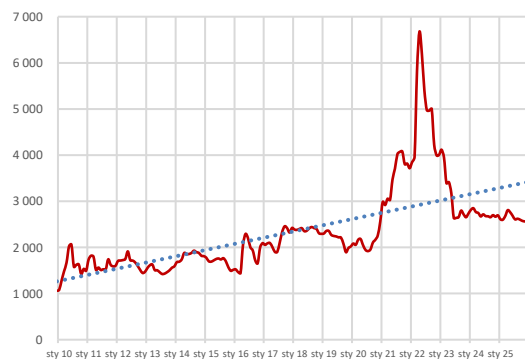
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena aluminium [PLN/t]



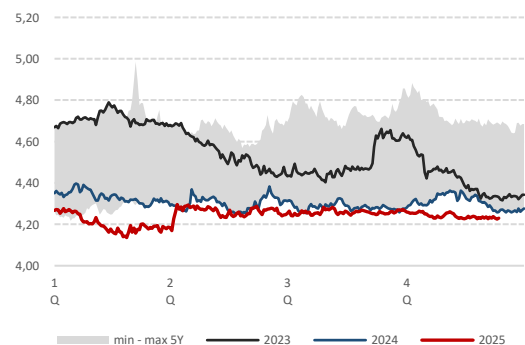
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena stali – Europa [PLN/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EUR/PLN



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI HISTORYCZNE, STRATEGIA I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki za 3Q'2025 [mln PLN]

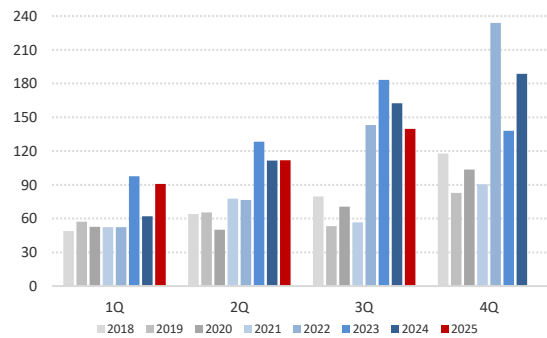
	3Q'24	3Q'25	zmiana r/r	3Q'25P BDM	odchyl.	1-3Q'24	1-3Q'25	zmiana r/r
Przychody	162,5	139,7	-14,0%	172,8	-19,2%	336,0	342,4	1,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	30,4	14,8	-51,2%	23,1	-35,9%	56,5	39,7	-29,7%
Zysk na sprzedaży	23,3	7,3	-68,9%	15,8	-54,1%	34,3	17,1	-50,1%
PPO/PKO	-0,3	1,8	---	0,0	---	5,4	2,6	-51,2%
EBITDA	24,2	10,4	-56,9%	17,0	-38,8%	42,9	23,5	-45,1%
EBIT	23,1	9,1	-60,5%	15,8	-42,4%	39,7	19,7	-50,3%
Wynik brutto	20,7	7,8	-62,3%	14,6	-46,5%	52,4	17,3	-66,9%
Wynik netto	16,4	6,4	-60,7%	11,9	-45,7%	45,5	13,8	-69,7%
Marża brutto ze sprzedaży	18,7%	10,6%		13,4%		16,8%	11,6%	
Marża EBITDA	14,9%	7,5%		9,9%		12,8%	6,9%	
Marża EBIT	14,2%	6,5%		9,2%		11,8%	5,8%	
Marża zysku netto	10,1%	4,6%		6,9%		13,5%	4,0%	

Źródło: BDM S.A., spółka

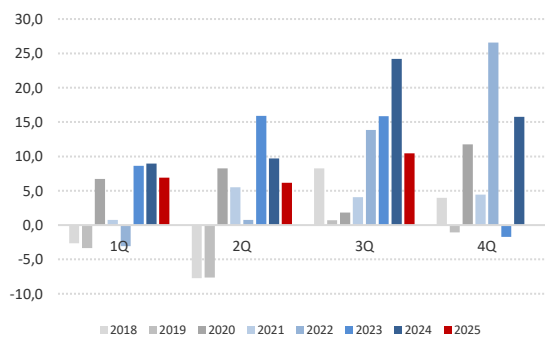
- Przychody w 3Q'25 wyniosły 139,7 mln PLN (-14% r/r, 19% poniżej naszych założeń). Sprzedaż była wyższa niż w 2Q'25, ale biorąc pod uwagę rekordowy backlog „rozpędza się” dość powoli.
- Rentowność brutto ze sprzedaży (10,6%) była wyraźnie słabsza r/r i poniżej naszych założeń (zakładaliśmy 13,4% vs 18,7% rok temu i 10,9% w 2Q'25).
- Poziom 12% marży brutto ze sprzedaży odnotowano w segmencie Sieci Elektroenergetyczne oraz 9% marży w segmencie Instalacje i Infrastruktura (vs odpowiednio 17% i 19% w 3Q'24). Na marży było to spore rozczarowanie, biorąc pod uwagę, że na telekonferencji wynikowej po 2Q'25 zarząd zapowiadał powrót do wyższych poziomów marży, a była ona nawet minimalnie niższa niż w 2Q'25. W samym raporcie za 2Q'25 spółka podawała, że w 3Q'25 planowane jest rozliczenie kontraktu ze Strażą Graniczną, co zdaniem spółki „znajdzie pozytywne odzwierciedlenie w wynikach”.
- Koszty SG&A były wyższe o 7% r/r (7,6 mln PLN vs 7,1 mln PLN rok temu).
- Dodatni był wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej w 3Q'25 (+1,8 mln PLN).
- EBITDA w 3Q'25 wyniosła 10,4 mln PLN (vs 24,2 mln PLN rok temu i 17,0 mln PLN nasze oczekiwania).
- Saldo finansowe z ujemnym wpływem na poziomie -1,3 mln PLN.
- Skonsolidowany zysk netto w 3Q'25 był na poziomie 6,4 mln PLN (spodziewaliśmy się 11,9 mln PLN). Efektywna stawka podatku dochodowego wyniosła 16%.
- Przepływy z działalności operacyjnej były lekko dodatnie i wyniosły +5,7 mln PLN w 3Q'25 (rok temu +0,3 mln PLN). Na koniec okresu spółka miała 54,7 mln PLN długu netto (31,0 mln PLN rok temu). W 3Q'25 wypłacono dywidendę (25,0 mln PLN).

Podsumowując, wyniki za 3Q'25, podobnie jak za 2Q'25, były rozczarowujące. Marża brutto w 3Q'25 nie poprawiła się względem 2Q'25 (rok temu marża była podbita przez ponadnormatywne marże przynajmniej na jednym kontrakcie). Segment Instalacji odnotował nawet spadek marży q/q. Wyraźny był też spadek przychodów r/r, jednocześnie spółka wskazuje na wysoki portfel na 4Q'25.

Przychody [mln PLN]

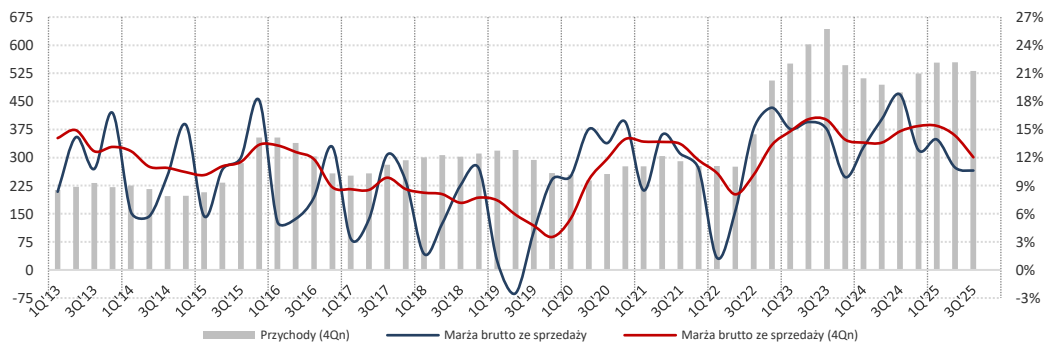


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka
EBITDA [mln PLN]



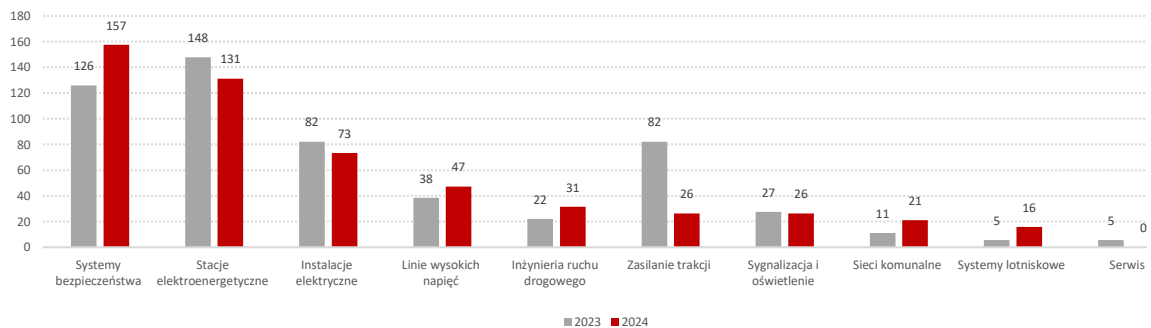
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody oraz marża brutto ze sprzedaży (narastająco 4Q)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Sprzedaż roczna wg grup produktowych [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Podsumowanie konferencji wynikowej po 3Q'25 i publikacji strategii (27/11/2025)**Rynek**

- wymagające otoczenie rynkowe, stagnacja
- wzrost konkurencji
- większa ilość przetargów w obszarze transformacji energetycznej
- spółka nie widzi zagrożenia dla inwestycji w OSD (potencjalne obniżenie WACC w dystrybucji)

Portfel

- obecnie rekordowy poziom
- spółka nie konkuruje ceną
- do realizacji 1 mld PLN przychodów backlog musi być co najmniej 2x większy
- ekspozycja kosztów na walutę jest max kilkuprocentowa
- Gryfino – zamawiający przystąpił do oceny ofert, spółka czeka na oficjalny wybór, aby podejmować ewentualnie kolejne kroki
- spółka obserwuje kolejne przetargi na wielkoskalowe magazyny energii (jest zapowiedziane kilka dużych)
- spółka obserwuje przetargi na systemy zasilania dla data center
- spółka będzie startować w przetargach w ramach programu SAFE

1-3Q'25/3Q'25

- w 3Q'25 na kilku projektach, marża była poniżej oczekiwań, takie projekty została już rozliczone
- kontrakt na Bugu w pełni rozliczony
- trwają procesy związane z zakończeniem projektu Szczecin-Goleniów
- otoczenie jest wymagające, co wpływało na wyniki
- wyniki są satysfakcjonujące dla zarządu jak na otoczenie
- spółka nie chce być oceniana z perspektywy wyników kwartalnych
- spółka zwraca uwagę, że baza wynikowa z 2024 była bardzo wysoka

Perspektywy wynikowe

- rezerwy na premię zawiązywane co miesiąc
- spółka nie jest w stanie zagwarantować czy cały poziom portfela na 4Q'25 (250 mln PLN) zostanie skonwertowany na przychody
- spółka oczekuje dodatniej pozycji gotówkowej na koniec 2025 roku
- istnieje ogólna baza kosztów SG&A, która powinna spadać przy wzroście przychodów
- poziom zrealizowanej marży w 4Q'25 powinien być istotnie wyższy niż w ostatnich kwartałach
- spółka nie ma obecnie zleceń o „niskiej rentowności”
- spółka zakłada powrót do marżowości 15%
- mało postępowań do 1H'25, obecnie więcej postępowań, ale głównie w formule P&B – może to odbijać się to w 2026-27 na rentowności (może być niższa od docelowej)

Strategia – cele operacyjne

- pozyskania kompetencji do pełnienia funkcji GW w energetyce, kolei oraz obronności
- kompleksowa oferta w Polsce od projektowania po serwis
- partnerstwa technologiczne – ofertowanie w konsorcjach
- program partnerski – trwałe relacje z podwykonawcami
- platforma Aquila ma pierwsze wdrożenia na rynkach zagranicznych
- spółka chce ofertować jako GW, czyli komponent obecnie oferowany przez Elektrotim + komponent ogólnobudowlany (spółka nie podała konkretnych przykładów)

Strategia – cele finansowe

- strategia nie zakłada projektów o „jednorazowo” dużej wartości, założony zrównoważony rozwój w okresie strategii
- backlog powinien być 2x większy niż docelowy przychód
- spółka dąży do równowagi pomiędzy dwoma głównymi segmentami

Program motywacyjny

- szczegóły będą opublikowane w osobnym raporcie bieżącym
- RN zaakceptowała już założenia

Zatrudnienie

- obecna skala zatrudniania umożliwia realizację 700-800 mln PLN przychodów
- spółka będzie musiała zwiększyć zatrudnienie o 10-20%, aby obsłużyć 1 mld PLN przychodów

Strategia na lata 2026-30

Spółka opublikowała w końcówce listopada'25 strategię na lata 2026-2030 oraz politykę dywidendową odnoszącą się do zysków z lat 2025-29.

Strategia – cele operacyjne

- Spółka zakłada stabilny rozwój, dywersyfikację oferty czy wzmocnienie pozycji rynkowej.
- Spółka chce być partnerem pierwszego wyboru przy realizacji strategicznych inwestycji dla bezpieczeństwa energetycznego i infrastruktury krytycznej.
- Spółka chce być GW w specjalistycznych inwestycjach infrastrukturalnych.
- Od strony przychodowej planowany jest wzrost udziału obszarów takich jak smart grid, OZE czy bezpieczeństwo.
- Rotacja zatrudnienia ma wynieść max 15%.
- Elektrotim chce rozwijać partnerstwa i alianse technologiczne, a także pogłębiać współpracę z podwykonawcami oraz dostawcami.
- Strategia będzie podlegać cyklicznym przeglądom przez zarząd.

Łańcuch wartości w obszarze GW



Źródło: BDM S.A., spółka

Strategia – cele finansowe

- Celem finansowym jest osiągnięcie w 2030 roku przychodów na poziomie 1 mld PLN, przy EBITDA nie niższej niż 88 mln PLN i zysku netto 67 mln PLN.
- Spółka zakłada także ROE na poziomie min. 25% (nie sprecyzowano, czy chodzi o średnią wartość w całym okresie czy poziom min. dla każdego roku czy poziom na koniec okresu strategii)

Polityka dywidendowa

- Zarząd będzie rekomendować wypłatę dywidendy w wysokości od 50% do 75% jednostkowego zysku netto za poprzedni rok obrotowy. Zarząd bierze pod uwagę możliwość wypłaty zaliczki dywidendy po uzyskaniu zgody RN. Przy ustalaniu wartości wypłacanej dywidendy, która będzie rekomendowana przez zarząd, będą uwzględniane m.in. potrzeby inwestycyjne, sytuacja płynnościowa czy sytuacja rynkowa. Założenia pozostały bez zmian w stosunku do założeń na lata 2023-25.
- Spółka zakłada, że w okresie 2026-30 wypłaci 110-165 mln PLN skumulowanych dywidend.

Program motywacyjny

- Zarząd uzyskał pozytywną opinię RN na wdrożenie programu motywacyjnego opartego o emisję akcji dla kadry menadżerskiej, w tym członków zarządu. Zarząd zamierza przedłożyć program motywacyjny pod głosowanie na najbliższym, w tym celu zwołanym, WZA.

Cele finansowe w horyzoncie 2030 roku [mln PLN]

	2021	2022	2023	2024	...	2030P
Przychody	277,2	505,6	546,9	524,8		1000,0
EBITDA	14,8	38,1	38,7	58,6		88,0
Zysk netto	6,6	22,0	22,4	54,1*		67,0
Marża EBITDA	5,3%	7,5%	7,1%	11,2%		8,8%
Marża zysku netto	2,4%	4,3%	4,1%	10,3%		6,7%

Źródło: BDM S.A., spółka

*wyniki za 2024 uwzględniają +18,5 mln PLN wyniku na dekonsolidacji spółki Zeus

Polityka dywidendowa [mln PLN]

	Skumulowana DIV 2026-30	Skumulowany zysk netto* 2025-29	Średni roczny zysk netto* 2025-29
min. (50%)	110	220	44
max (75%)	165		

Źródło: BDM S.A., spółka, *jednostkowy (skonsolidowany powinien być bardzo zbliżony)

Założenia zarządu vs założenia z naszej obecnej i poprzedniej rekomendacji* [mln PLN]

	spółka	DM BDM 09/2025*	DM BDM obecnie
Przychody 2030	1 000	1 045	1 026
EBITDA 2030	88	93	87
Zysk netto 2030	67	71	65
Marża EBITDA	8,8%	8,9%	8,5%
Marża zysku netto	6,7%	6,8%	6,3%
skumulowany zysk netto 2025-29**	220	280	211

Źródło: BDM S.A., spółka, *1/09/2025, **spółka = jednostkowy, DM BDM = skonsolidowany, jednak różnica powinna być minimalna (obecnie konsolidowana jest tylko spółka Ostoya DataSystem, która w 2024 roku miała 3 mln PLN przychodów i 0,2 mln PLN zysku netto)

Komentarz BDM:

- Ogólne kierunki rozwoju operacyjnego przedstawione w strategii postrzegamy bez większych zaskoczeń.
- Pod kątem wzrostu spółka chce rozwinąć obszar generalnego wykonawstwa w „specjalistycznych inwestycjach infrastrukturalnych”. Zakładamy, że należy tu brać pod uwagę np. projekty energetyczne, które wymagają komponentu budowlanego (np. magazyny energii, część inwestycji dla PSE) a nie „zwykłe” budownictwo kubaturowe czy przemysłowe.
- W strategii nie poruszono szerzej wątku M&A, natomiast spółka chce nawiązywać ścisłą współpracę z partnerami technologicznymi (np. baterie do magazynów energii) oraz podwykonawcami (trwała relacje).
- Zarząd nie określił w zapisie strategii poziomu backlogu czy zatrudnienia, jakie widziałby jako konieczne do obsłużenia 1 mld PLN poziomu sprzedaży (te kwestia pojawiły się natomiast na konferencji: konieczne jest 2 mld PLN backlogu oraz wzrost zatrudnienia o 10-20% vs stan obecny).
- Cel finansowy na 2030 rok został określony minimalnie niżej (4% na przychodach i 6% na EBITDA) od naszej prognozy z poprzedniej rekomendacji z września'25. Raczej jest to rozjazd kosmetyczny niż znaczący (należy brać pod uwagę np. zaokrąglenie przychodów w strategii do „1 mld PLN” czy określenie poziomu EBITDA/netto jako „nie niższych niż”). Uważamy, że na takie liczby (1 mld PLN przychodów, marża netto ok 7%) zarząd wcześniej „przygotowywał” rynek.
- Zwracamy uwagę, że spółka startuje w coraz większych przetargach, np. ostatnio w przetargu na magazyn energii Gryfino dla PGE za 0,9 mld PLN (w konsorcjum), więc złapanie pułapu 1 mld PLN wydaje się realistyczne (być może nawet wcześniej niż w 2030). Jeżeli mielibyśmy szukać zagrożeń to głównie po stronie jakiejś nagłej zmiany wektora politycznego – np. odejście od rozwoju OZE, wstrzymanie „polityki zbrojeń”, brak środków na modernizację OSD.
- Pewne rozczarowanie widzimy natomiast na poziomie skumulowanego zysku netto na lata 2025-29, który można implikować na bazie założeń z polityki dywidendowej.
- Zarząd widzi kwotę zysku netto jednostkowego w tym okresie w wysokości łącznie ok 220 mln PLN (165 mln PLN skumulowanych dywidend przy wypłacie na poziomie 75%). Nasza prognoza z września'25 zakładała 280 mln PLN skumul. zysku netto (poziom skonsolidowany, ale wyniki spółki Ostoya są raczej pomijalne). Średnio jest to więc o 12 mln PLN rocznie mniej niż wcześniej zakładaliśmy. Tym samym ścieżka dojścia do poziomu zysku netto w 2030 musi być bardziej stroma niż wcześniej sądziliśmy (niższe poziomy rentowności nie tylko w 2025, na co wskazują wyniki za 1-3Q'25, ale też np. w 2026-27).
- Nowym wątkiem jest program motywacyjny oparty na akcjach. Nie przedstawiono założeń. Konieczne będzie jego przegłosowanie na WZA (zakładamy, że spółka w najbliższym czasie przedstawi założenia).
- Zwracamy uwagę, że poprzednia strategia spółki na lata 2023-25 była z kategorii tych mocno niedoszacowanych – zakładała na lata 2023-25 min. 350 mln PLN przychodów oraz 10 mln zysku netto.

Prognozy

Wyniki i prognozy wyników kwartalne [mln PLN]

	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25P	1Q'26P	2Q'26P	3Q'26P	4Q'26P
Przychody ze sprzedaży	97,5	128,3	183,2	137,9	62,0	111,6	162,5	188,7	90,8	111,9	139,7	210,0	80,0	125,0	200,0	255,0
Zysk brutto ze sprzedaży	14,7	20,3	27,5	13,7	8,1	18,0	30,4	24,2	12,7	12,2	14,8	27,9	9,2	14,3	23,5	33,2
SG&A	5,7	5,5	5,2	8,9	6,3	8,8	7,1	9,8	7,6	7,4	7,6	10,7	7,6	9,0	9,5	12,3
Zysk na sprzedaży	9,0	14,7	22,3	4,8	1,8	9,2	23,3	14,3	5,0	4,8	7,3	17,2	1,6	5,3	14,0	20,9
Saldo PPO/PKO	-1,5	0,0	-7,5	-7,7	6,2	-0,5	-0,3	0,2	0,7	0,1	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	8,6	15,9	15,8	-1,7	9,0	9,7	24,2	15,8	6,9	6,2	10,4	18,5	3,0	6,6	15,3	22,3
EBIT	7,5	14,8	14,8	-2,9	7,9	8,7	23,1	14,6	5,7	4,9	9,1	17,2	1,6	5,3	14,0	20,9
Saldo finansowe	0,3	-0,6	-0,7	-1,0	14,3	0,7	-2,3	-2,7	-0,2	-0,9	-1,3	-1,0	-0,4	-0,6	-1,1	-0,8
Zysk (strata) brutto	7,9	14,2	14,1	-3,9	22,3	9,3	20,7	11,9	5,5	4,0	7,8	16,2	1,3	4,7	12,8	20,1
Zysk (strata) netto	5,8	11,2	9,7	-4,3	21,1	8,0	16,4	8,6	4,3	3,1	6,4	13,1	1,0	3,8	10,4	16,3
CFO	9,2	-75,7	29,8	32,8	18,1	-39,5	0,3	67,0	-19,6	-45,3	5,7	72,8	0,0	-20,0	20,0	31,1
Dług (gotówka) netto	-59,7	16,7	5,2	-27,1	-39,8	4,2	31,0	-35,8	-14,2	33,4	54,7	-19,0	-17,7	3,7	62,6	-23,7
Przychody zmiana r/r	86%	68%	28%	-41%	-36%	-13%	-11%	37%	47%	0%	-14%	11%	-12%	12%	43%	21%
Marża brutto ze sprzedaży	15,1%	15,8%	15,0%	9,9%	13,1%	16,1%	18,7%	12,8%	13,9%	10,9%	10,6%	13,3%	11,5%	11,4%	11,7%	13,0%
SG&A/przychody	5,8%	4,3%	2,8%	6,4%	10,2%	7,9%	4,3%	5,2%	8,4%	6,6%	5,4%	5,1%	9,5%	7,2%	4,8%	4,8%
Marża na sprzedaży	9,2%	11,5%	12,2%	3,5%	2,9%	8,2%	14,4%	7,6%	5,5%	4,3%	5,2%	8,2%	2,0%	4,2%	7,0%	8,2%
Marża EBITDA	8,9%	12,4%	8,6%	-1,2%	14,5%	8,7%	14,9%	8,3%	7,6%	5,5%	7,5%	8,8%	3,7%	5,3%	7,7%	8,7%
Marża EBIT	7,7%	11,5%	8,1%	-2,1%	12,8%	7,8%	14,2%	7,7%	6,3%	4,4%	6,5%	8,2%	2,0%	4,2%	7,0%	8,2%
Marża zysku netto	5,9%	8,7%	5,3%	-3,1%	34,0%	7,2%	10,1%	4,6%	4,7%	2,7%	4,6%	6,2%	1,3%	3,1%	5,2%	6,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana prognoz w stosunku do poprzedniego raportu analitycznego* [mln PLN]

	2025P	2025P	zmiana	2026P	2026P	zmiana	2027P	2027P	zmiana		2030P	2030P	zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie			poprzednio	aktualnie	
Przychody	590,6	552,4	-6,5%	716,0	660,0	-7,8%	878,5	765,0	-12,9%		1 044,8	1 026,1	-1,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	86,0	67,6	-21,4%	105,7	80,1	-24,3%	129,3	99,5	-23,0%		152,1	134,5	-11,6%
EBITDA	55,3	42,0	-24,0%	67,2	47,2	-29,8%	80,6	61,9	-23,2%		93,4	85,9	-8,0%
EBIT	50,6	36,9	-27,0%	62,5	41,8	-33,2%	75,7	56,4	-25,6%		88,3	79,7	-9,8%
Zysk (strata) netto	38,2	26,9	-29,6%	49,1	31,5	-35,8%	60,1	43,7	-27,3%		70,7	63,9	-9,6%
Dług (gotówka) netto	-41,2	-19,0	---	-47,5	-23,7	---	-52,1	-40,4	---		-58,7	-68,6	---
Marża brutto ze sprzedaży	14,6%	12,2%		14,8%	12,1%		14,7%	13,0%			14,6%	13,1%	
Marża EBITDA	9,4%	7,6%		9,4%	7,1%		9,2%	8,1%			8,9%	8,4%	
Marża EBIT	8,6%	6,7%		8,7%	6,3%		8,6%	7,4%			8,5%	7,8%	
Marża zysku netto	6,5%	4,9%		6,9%	4,8%		6,8%	5,7%			6,8%	6,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *poprzednia rekomendacja z 1.09.2025

- Wyniki za 2Q'25 i 3Q'25 były poniżej naszych oczekiwań (w sumie te dwa kwartały miały o 14 mln PLN niższą EBITDA i 12 mln PLN niższy zysk netto niż zakładaliśmy to w rekomendacji z września'25).
- Po skorygowaniu naszych prognoz na 2025 rok zakładamy, że spółka wypracuje 552 mln PLN przychodów oraz 26,9 mln PLN zysku netto. Tym samym w 4Q'25 spodziewamy się wstępnie 210 mln PLN przychodów oraz 13,1 mln PLN zysku netto. Zwracamy uwagę, że deklarowany przez spółkę portfel na 4Q'25 to ok. 250 mln PLN, przy czym należy pamiętać, że końcówka roku jest zawsze mocno zależna od np. warunków pogodowych.
- Nasze prognozy w kolejnych latach korygujemy w dół w kierunku, który implikuje strategia spółki (zarówno cele na 2030 rok, jak i wnioski na 2025-29, które można wyciągnąć z założeń stojących za polityką dywidendową). Większa korekta w dół dotyczy więc oczekiwań na lata 2026-27 niż na 2030 rok.
- Zakładamy wzrost 19% r/r przychodów w 2026 roku przy marży brutto zbliżonej do 2025 roku (w realizacji są głównie kontrakty zdobywane po dłuższej luce przetargowej). Marża z 2024 roku (15%) jest naszym zdaniem na razie trudna do powtórzenia i nie zakładamy, że pojawi się w naszym okresie prognozy (zwracamy przy tym uwagę, że zarząd na konferencjach deklaruje, że taki poziom jak najbardziej jest możliwy do uzyskania, co pozostawia pole do pozytywnych zaskoczeń vs nasz model).
- W 2026 estymujemy obecnie ok. 660 mln PLN przychodów oraz 31,5 mln PLN zysku netto.
- W 2027 roku istotne znaczenie dla strony przychodowej będzie miał pozyskany w 2025 kontrakt dla PEJ. Spodziewamy się też wtedy poprawy marżowości o ok 1 pp.
- W 2030 roku nasze założenia (1,03 mld PLN przychodów oraz 86 mln PLN EBITDA) są dość zbliżone do celów strategicznych spółki.
- Skorygowana marża EBIT (marża wyniku na sprzedaży) w latach 2023-24 wynosiła >9%. W 2025 roku nasz model zakłada spadek do nieco ponad 6% i podobny poziom w 2026 roku. W kolejnych latach zakładamy odbudowę marży do 7-8%.
- W przypadku pozycji gotówkowej zakładamy, że na koniec 2025 roku będzie ona dodatnia (19,0 mln PLN), ale niższa r/r (o 16,7 mln PLN). Po 3Q'25 spółka miała 54,7 mln PLN długu netto (o 23,6 mln PLN więcej r/r).

Pozycja gotówkowa w spółce charakteryzuje się dużą sezonowością (mocny spływ w końcówce roku – w tym roku m.in. należy spodziewać się finalnego rozliczenia należności z kontraktu na Bugu, w XII'25 kończy się także kilka średniej wielkości kontraktów).

- Zakładamy, że spółka będzie regularnie wypłacać dywidendę w kolejnych latach (przyjmujemy 75% zysku netto do 2030 roku i 100% w kolejnych latach).
- CAPEX zakładamy na poziomie nieznacznie przekraczającym amortyzację.
- Jako czynnik ryzyka naszym zdaniem należy brać pod uwagę dynamikę polityczną w Polsce. W 2H'27 roku odbędą się planowo wybory parlamentarne. Przed wyborami należałoby się spodziewać istotnego przyspieszenia procesów przetargowych i inwestycji. Natomiast już same wyniki mogą prowadzić do różnych scenariuszy jak: zmiany we władzach spółek/podmiotów kontrolowanych przez Skarb Państwa, zmiany wektorów inwestycji publicznych.

Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży	258,6	276,8	277,2	505,6	546,9	524,8	552,4	660,0	765,0	856,8	944,2	1 026,1	1 092,8	1 146,1	1 183,0	1 208,1
Sieci	---	---	---	---	329,0	156,3	271,4	365,0	415,0	464,8	512,2	556,6	592,8	621,7	641,7	655,4
Instalacje	---	---	---	---	218,9	368,4	281,0	295,0	350,0	392,0	432,0	469,4	500,0	524,3	541,2	552,7
Zysk brutto ze sprzedaży	9,1	38,7	32,5	67,5	76,1	80,6	67,6	80,1	99,5	114,0	124,7	134,5	142,7	149,1	153,3	156,0
Sieci	---	---	---	---	52,7	22,2	38,5	43,9	54,8	62,8	68,7	74,1	78,6	82,1	84,5	85,9
Instalacje	---	---	---	---	23,4	58,5	29,1	36,2	44,7	51,2	56,0	60,4	64,1	67,0	68,9	70,0
SG&A	22,3	23,8	22,6	28,1	25,3	32,0	33,3	38,3	43,2	47,5	51,4	54,8	58,4	61,2	63,2	64,6
Zysk na sprzedaży	-13,2	14,9	9,8	39,4	50,8	48,6	34,3	41,8	56,4	66,5	73,3	79,7	84,3	87,9	90,1	91,4
Saldo PPO/PKO	-2,9	8,3	-0,6	-6,2	-16,6	5,6	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-11,3	28,6	14,8	38,1	38,7	58,6	42,0	47,2	61,9	72,5	79,4	85,9	90,6	94,2	96,5	97,8
EBIT	-16,1	23,2	9,3	33,2	34,2	54,2	36,9	41,8	56,4	66,5	73,3	79,7	84,3	87,9	90,1	91,4
Saldo finansowe	-2,0	-1,7	-1,6	-2,8	-2,0	10,0	-3,4	-2,9	-2,4	-1,2	-1,0	-0,8	-0,8	-1,0	-1,1	-1,1
Zysk (strata) brutto	-18,1	21,6	7,6	30,4	32,3	64,2	33,5	38,9	53,9	65,3	72,3	78,9	83,5	86,9	89,0	90,3
Zysk (strata) netto	-14,5	16,6	6,6	22,0	22,4	54,1	26,9	31,5	43,7	52,9	58,6	63,9	67,7	70,4	72,1	73,1
CFO	5,7	34,4	1,8	37,5	-3,9	45,8	13,6	31,1	46,3	47,9	53,8	59,5	64,9	69,3	73,0	75,3
Dług (gotówka) netto	21,8	-10,9	-10,1	-50,5	-27,1	-35,8	-19,0	-23,7	-40,4	-50,0	-58,3	-68,6	-64,5	-61,0	-58,5	-56,6
Przychody zmiana r/r	-16,7%	7,0%	0,1%	82,4%	8,2%	-4,1%	5,3%	19,5%	15,9%	12,0%	10,2%	8,7%	6,5%	4,9%	3,2%	2,1%
Sieci	---	---	---	---	---	-52,5%	73,6%	34,5%	13,7%	12,0%	10,2%	8,7%	6,5%	4,9%	3,2%	2,1%
Instalacje	---	---	---	---	---	68,3%	-23,7%	5,0%	18,6%	12,0%	10,2%	8,7%	6,5%	4,9%	3,2%	2,1%
Marża brutto ze sprzedaży	3,5%	14,0%	11,7%	13,3%	13,9%	15,4%	12,2%	12,1%	13,0%	13,3%	13,2%	13,1%	13,1%	13,0%	13,0%	12,9%
Sieci	---	---	---	---	16,0%	14,2%	14,2%	12,0%	13,2%	13,5%	13,4%	13,3%	13,3%	13,2%	13,2%	13,1%
Instalacje	---	---	---	---	10,7%	15,9%	10,4%	12,3%	12,8%	13,1%	13,0%	12,9%	12,8%	12,8%	12,7%	12,7%
SG&A/przychody	8,6%	8,6%	8,2%	5,6%	4,6%	6,1%	6,0%	5,8%	5,6%	5,5%	5,4%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Marża na sprzedaży	-5,1%	5,4%	3,5%	7,8%	9,3%	9,3%	6,2%	6,3%	7,4%	7,8%	7,8%	7,8%	7,7%	7,7%	7,6%	7,6%
Marża EBITDA	-4,4%	10,3%	5,3%	7,5%	7,1%	11,2%	7,6%	7,1%	8,1%	8,5%	8,4%	8,4%	8,3%	8,2%	8,2%	8,1%
Marża EBIT	-6,2%	8,4%	3,3%	6,6%	6,3%	10,3%	6,7%	6,3%	7,4%	7,8%	7,8%	7,8%	7,7%	7,7%	7,6%	7,6%
Marża zysku netto	-5,6%	6,0%	2,4%	4,3%	4,1%	10,3%	4,9%	4,8%	5,7%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,1%	6,1%	6,1%

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Aktywa trwałe	43,6	41,6	41,9	42,4	43,0	43,0	43,5	43,9	44,1	44,2	44,3	44,3
Wartości niematerialne i prawne	6,6	6,8	7,0	7,1	7,3	7,5	7,6	7,7	7,8	7,8	7,9	7,9
Rzeczowe aktywa trwałe	13,1	19,7	19,8	20,2	20,5	20,4	20,8	21,1	21,2	21,3	21,3	21,3
Nieruchomości inwestycyjne	0,0	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
Pozostałe aktywa trwałe	24,0	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2
Aktywa obrotowe	225,0	222,1	228,6	261,5	302,5	341,2	376,7	412,4	429,4	442,6	451,2	456,1
Zapasy	2,9	8,5	8,9	10,6	12,3	13,8	15,2	16,5	17,6	18,5	19,1	19,5
Należności krótkoterminowe	189,0	165,1	189,1	216,8	240,6	269,5	297,0	322,7	343,7	360,5	372,1	380,0
Inwestycje krótkoterminowe	33,2	48,5	30,6	34,1	49,5	57,9	64,5	73,2	68,1	63,6	60,1	56,6
- w tym środki pieniężne	33,2	48,5	30,6	34,1	49,5	57,9	64,5	73,2	68,1	63,6	60,1	56,6
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	268,6	263,7	270,5	303,9	345,4	384,2	420,3	456,3	473,5	486,8	495,5	500,4
Kapitał (fundusz) własny	105,3	134,1	136,0	147,3	167,4	187,6	206,4	226,4	230,2	232,9	234,6	235,7
Kapitał mniejszości	-2,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	165,4	129,3	134,1	156,1	177,7	196,3	213,5	229,5	243,0	253,5	260,5	264,3
Rezerwy na zobowiązania	33,2	31,8	33,3	39,2	45,0	50,0	54,8	59,3	63,0	65,9	67,9	69,3
Zobowiązania długoterminowe	2,8	9,4	8,7	8,0	7,3	6,6	5,6	4,6	3,6	2,6	1,6	0,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	2,8	9,4	8,7	8,0	7,3	6,6	5,6	4,6	3,6	2,6	1,6	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	129,4	88,0	92,0	108,9	125,3	139,6	153,0	165,6	176,4	185,0	190,9	195,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	3,2	3,3	2,8	2,3	1,8	1,3	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	268,6	263,7	270,5	303,9	345,4	384,2	420,3	456,3	473,5	486,8	495,5	500,4
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody netto ze sprzedaży	546,9	524,8	552,4	660,0	765,0	856,8	944,2	1 026,1	1 092,8	1 146,1	1 183,0	1 208,1
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	76,1	80,6	67,6	80,1	99,5	114,0	124,7	134,5	142,7	149,1	153,3	156,0
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	25,3	32,0	33,3	38,3	43,2	47,5	51,4	54,8	58,4	61,2	63,2	64,6
Zysk (strata) na sprzedaży	50,8	48,6	34,3	41,8	56,4	66,5	73,3	79,7	84,3	87,9	90,1	91,4
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-16,6	5,6	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	38,7	58,6	42,0	47,2	61,9	72,5	79,4	85,9	90,6	94,2	96,5	97,8
EBIT	34,2	54,2	36,9	41,8	56,4	66,5	73,3	79,7	84,3	87,9	90,1	91,4
Saldo działalności finansowej	-2,0	10,0	-3,4	-2,9	-2,4	-1,2	-1,0	-0,8	-0,8	-1,0	-1,1	-1,1
Zysk (strata) brutto	32,3	64,2	33,5	38,9	53,9	65,3	72,3	78,9	83,5	86,9	89,0	90,3
Zysk (strata) netto mniejszości	-2,7	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) netto**	22,4	54,1	26,9	31,5	43,7	52,9	58,6	63,9	67,7	70,4	72,1	73,1
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
CF [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przepływy z działalności operacyjnej	-3,9	45,8	13,6	31,1	46,3	47,9	53,8	59,5	64,9	69,3	73,0	75,3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	2,5	0,1	-5,4	-5,2	-5,0	-4,7	-5,0	-4,8	-4,7	-4,8	-4,9	-5,0
Przepływy z działalności finansowej	-22,2	-30,6	-26,2	-22,5	-25,8	-34,8	-42,1	-46,1	-46,1	-69,0	-71,6	-73,8
Przepływy pieniężne netto	-23,6	15,4	-17,9	3,5	15,4	8,4	6,6	8,6	-5,1	-4,5	-3,5	-3,5
Środki pieniężne na początek okresu	56,7	33,2	48,5	30,6	34,1	49,5	57,9	64,5	73,2	68,1	63,6	60,1
Środki pieniężne na koniec okresu	33,2	48,5	30,6	34,1	49,5	57,9	64,5	73,2	68,1	63,6	60,1	56,6
Wskaźniki	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody zmiana r/r	8%	-4%	5%	19%	16%	12%	10%	9%	7%	5%	3%	2%
EBITDA zmiana r/r	1%	52%	-28%	12%	31%	17%	9%	8%	5%	4%	2%	1%
Zysk netto zmiana r/r	2%	142%	-50%	17%	39%	21%	11%	9%	6%	4%	2%	1%
Marża brutto na sprzedaży	13,9%	15,4%	12,2%	12,1%	13,0%	13,3%	13,2%	13,1%	13,1%	13,0%	13,0%	12,9%
Marża EBITDA	7,1%	11,2%	7,6%	7,1%	8,1%	8,5%	8,4%	8,4%	8,3%	8,2%	8,2%	8,1%
Marża EBIT	6,3%	10,3%	6,7%	6,3%	7,4%	7,8%	7,8%	7,8%	7,7%	7,7%	7,6%	7,6%
Marża netto	4,1%	10,3%	4,9%	4,8%	5,7%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,1%	6,1%	6,1%
SG&A / przychody	4,6%	6,1%	6,0%	5,8%	5,6%	5,5%	5,4%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
ROE	21,2%	40,3%	19,8%	21,4%	26,1%	28,2%	28,4%	28,2%	29,4%	30,2%	30,7%	31,0%
ROA	8,3%	20,5%	9,9%	10,4%	12,6%	13,8%	13,9%	14,0%	14,3%	14,5%	14,6%	14,6%
Dług	6,1	12,8	11,6	10,4	9,2	7,9	6,2	4,6	3,6	2,6	1,6	0,0
D / (D+E)	5,4%	8,7%	7,8%	6,6%	5,2%	4,1%	2,9%	2,0%	1,5%	1,1%	0,7%	0,0%
D / E	5,7%	9,5%	8,5%	7,0%	5,5%	4,2%	3,0%	2,0%	1,6%	1,1%	0,7%	0,0%
Dług / kapitał własny	5,7%	9,5%	8,5%	7,0%	5,5%	4,2%	3,0%	2,0%	1,6%	1,1%	0,7%	0,0%
Dług netto	-27,1	-35,8	-19,0	-23,7	-40,4	-50,0	-58,3	-68,6	-64,5	-61,0	-58,5	-56,6
Dług netto / kapitał własny	-0,26	-0,27	-0,14	-0,16	-0,24	-0,27	-0,28	-0,30	-0,28	-0,26	-0,25	-0,24
Dług netto / EBITDA	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6
EV	376,2	367,5	384,3	379,6	363,0	353,4	345,0	334,7	338,8	342,3	344,8	346,7
Dług / EV	1,6%	3,5%	3,0%	2,7%	2,5%	2,2%	1,8%	1,4%	1,1%	0,8%	0,5%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,3%	0,2%	1,0%	0,9%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%
CAPEX / Amortyzacja	40,8%	28,8%	105,0%	110,0%	110,0%	101,2%	108,4%	105,4%	103,6%	101,7%	100,6%	100,8%
Zmiana KO / Przychody	8,4%	-0,4%	3,4%	1,1%	0,5%	1,3%	1,2%	1,0%	0,8%	0,6%	0,4%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	110,9%	10,0%	67,9%	6,7%	3,7%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%
P/E*	18,0	7,5	15,0	12,8	9,2	7,6	6,9	6,3	6,0	5,7	5,6	5,5
P/BV*	3,8	3,0	3,0	2,7	2,4	2,2	2,0	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7
EV/EBITDA*	9,7	6,3	9,1	8,0	5,9	4,9	4,3	3,9	3,7	3,6	3,6	3,5
EV/EBIT*	11,0	6,8	10,4	9,1	6,4	5,3	4,7	4,2	4,0	3,9	3,8	3,8
EV/S*	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
DPS	1,55	2,50	2,50	2,02	2,37	3,28	3,98	4,40	6,40	6,78	7,05	7,22
Payout ratio	70,2%	111,7%	46,2%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 40,4 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału

tel. (032) 208 14 12

e-mail: maciej.bobrowski@bdm.plstrategia, przemysł, media/rozrywka, TMT**Krzysztof Pado**

Zastępca Dyrektora

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 35

e-mail: krzysztof.pado@bdm.ploil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy**Anna Tobiasz**

Młodszy analityk rynku akcji

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 35

e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl**Piotr Barcz**

Młodszy analityk rynku akcji

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 39

e-mail: piotr.barcz@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału

tel. (022) 62-20-848

e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl**Maciej Fink-Finowicki**

tel. (022) 62-20-855

e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl**Piotr Komorowski**

tel. (022) 62-20-851

e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl**Tomasz Grzeszczyk**

tel. (022) 62-20-854

e-mail: tomasz.grzeszczyk@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	46,8	Trzymaj	52,6	12.12.2025*	12:40 CEST/CET	40,40	113 700
Trzymaj	52,6	Akumuluj	54,3	01.09.2025*	10:35 CEST/CET	52,00	105 652
Akumuluj	54,3	Akumuluj	47,7	08.05.2025*	13:30 CEST/CET	49,70	101 058
Akumuluj	47,7	Akumuluj	36,7	06.03.2025*	12:30 CEST/CET	43,00	92 242
Akumuluj	36,7	Akumuluj	31,0	28.10.2024*	08:15 CEST/CET	33,00	80 756
Akumuluj	31,0	Akumuluj	19,1	20.05.2024*	08:00 CEST/CET	27,85	88 735
Akumuluj	19,1	Kupuj	17,1	04.01.2024*	09:55 CEST/CET	17,48	77 054
Kupuj	17,1	Kupuj	15,8	10.10.2023*	11:20 CEST/CET	14,70	66 149
Kupuj	15,8	Kupuj	13,0	13.06.2023*	08:30 CEST/CET	13,26	66 298
Kupuj	13,0	Akumuluj	8,17	10.05.2023*	09:22 CEST/CET	10,60	63 285
Akumuluj	8,17	Trzymaj	6,79	09.12.2022*	16:00 CEST/CET	7,16	55 651
Trzymaj	6,79	Kupuj	11,0	18.10.2022*	12:00 CEST/CET	6,48	47 309
Kupuj	11,0	Kupuj	10,2	15.06.2022*	07:00 CEST/CET	6,50	53 247
Kupuj	10,2	---	---	23.08.2021*	07:00 CEST/CET	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

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.

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).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'25*:			, 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	9	82%	0	0%
Akumuluj	1	9%	0	0%
Trzymaj	1	9%	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 sposób u 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: 2025-12-12

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-12-12 (12:40 CEST/CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-12-12 (12:40 CEST/CET).

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 jakiejkolwiek 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 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 poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura 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 wyczytane 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 cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

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

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

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 2025-12-12:

- 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 zaistnieć 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.