



Dom Maklerski BDM S.A.

## ELEKTROTIM

### RAPORT ANALITYCZNY

## TRZYMAJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 54,6 PLN

04 MAJ 2026, 17:05 CEST

Elektrotim optymistycznie patrzy na podaż przetargów w tym roku – m.in. w końcu ruszył temat perymetrii na granicę z Ukrainą (na początek przetarg na rzece Bug), rozkręca się rynek budowy bateryjnych magazynów energii. Ogólnie 2026 rok jako przedwyborczy, powinniśmy przynieść wysyp przetargów w tak wrażliwych kwestiach jak energetyka/bezpieczeństwo. Spółka ma dość unikalną ekspozycję na tle krajowej budowlanki notowanej na GPW. W krótkim terminie wyniki 1Q'26 mogą nie zachwyć w obliczu warunków pogodowych. Zwracamy też uwagę, że obecny portfel jest bardziej przeważony w kierunku kontraktów P&B niż historycznie. To z jednej strony ogranicza potencjał do wzrostu w 2026 roku, ale z drugiej będzie budować narrację o dynamice w 2027 roku. Trudniejsza do uchwycenia może być ścieżka marż. Baza z 2025 jest zaniżona przez kilka słabszych kontraktów. Jednocześnie otoczenie kosztowe w branży budowlanej staje się bardziej wymagające, co może tłumaczyć dynamikę zapowiadanej poprawy rentowności. Spółka będzie musiała też zarządzić tematem kosztów na kontraktach P&B (materiały można zabezpieczyć, trudniejsze jest to w kwestii podwykonawców). Od naszej ostatniej rekomendacji (12/12/2025, Kupuj) kurs akcji spółki zyskał 41%. Uważamy, że w co najmniej krótkim terminie wycena stała się dość wymagająca. Nasza cena docelowa rośnie do 54,6 PLN (z 46,8 PLN poprzednio), ale równocześnie implikuje to zmianę zalecenie z Kupuj na Trzymaj.

#### Wyniki za ostatnie okresy

W 2025 roku przychody wyniosły 580 mln PLN (+10% r/r), EBITDA 45,3 mln PLN (-23%) a zysk netto 29,0 mln PLN (-46% r/r). W samym 4Q'25 spółka miała 237 mln PLN przychodów (+26% r/r), 12,3% rentowności brutto ze sprzedaży (12,7% rok temu) oraz 15,2 mln PLN zysku netto (vs 8,6 mln PLN rok temu). Wyniki były powyżej naszych założeń (gł. na linii przychodów i niższych kosztów SG&A). Na koniec 4Q'25 spółka miała 0,2 mln PLN długu netto (vs 35,8 mln PLN gotówki netto rok wcześniej).

#### Portfel

Po 4Q'25 backlog grupy wynosił rekordowe 733 mln PLN (+34% r/r, -10% q/q). Ok. 436 mln PLN przypadło „do realizacji” na 2026 rok (-6% r/r). W 1Q'26 spółka podpisała umowy za >100 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 ekspozycją na napływ środków unijnych. Spółka ma dość unikalną ekspozycję na tle krajowej budowlanki notowanej na GPW a w ostatnich latach udało się uporządkować biznes.

#### Strategia

Spółka opublikowała w końcówce XI'25 strategię na lata 2026-2030 oraz politykę dywidendową dla zysków z lat 2025-29. 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. Na najbliższym WZA spółka chce dokończyć procedowanie programu motywacyjnego na lata 2027-28 (na wcześniejszym WZA zabrakło niewielkiej liczby głosów dla uchwały o emisji 300 tys akcji po 1 PLN na ten cel). Założenia programu w naszej opinii nie są zbyt ambitne na lata 2027-28. Nie można wykluczyć, że spółka mogłaby być ciekawym celem akwizycyjnym, tym bardziej biorąc pod uwagę dość rozdrobniony akcjonariat.

#### Prognozy wyników, wskaźniki

W krótkim terminie baza na 1Q'26 nie jest niska, co w połączeniu z dość ostrą zimą, może mieć wpływ na odczyt wynikowy (zakładamy spadek zysku netto o -45% r/r). Kwartał nie jest jednak istotny w skali całego roku. Miejsce na zbudowanie wyraźnej dodatniej dynamiki wyników widzimy jednocześnie raczej dopiero w 2H'26 (wejście do realizacji kontraktów P&B). Prognozujemy, że spółka w 2026 roku wypracuje 620 mln PLN przychodów oraz 35,0 mln PLN zysku netto. W 2027-28 estymujemy obecnie ok. 23% i 12% wzrosty przychodów r/r. Spółka handlowana jest poziomem EV/EBITDA'26=10,2x, P/E'26=16,3x oraz odpowiednio 11,9x i 7,7x w kolejnym roku.

|                                | 2023  | 2024* | 2025  | 2026P | 2027P | 2028P |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody [mln PLN]            | 546,9 | 524,8 | 579,7 | 620,0 | 765,0 | 856,8 |
| Zysk na sprzedaży [mln PLN]    | 50,8  | 48,6  | 38,1  | 45,3  | 60,3  | 71,0  |
| EBITDA [mln PLN]               | 38,7  | 58,6  | 45,3  | 50,6  | 65,8  | 76,9  |
| EBIT [mln PLN]                 | 34,2  | 54,2  | 40,2  | 45,3  | 60,3  | 71,0  |
| Wynik brutto [mln PLN]         | 32,3  | 64,2  | 36,4  | 43,2  | 59,2  | 70,4  |
| Wynik netto [mln PLN]          | 22,4  | 54,1  | 29,0  | 35,0  | 48,0  | 57,0  |
| Dług (gotówka) netto [mln PLN] | -27,1 | -35,8 | 0,2   | -53,2 | -61,2 | -73,8 |
| DPS [PLN/akcje]                | 1,55  | 2,50  | 2,50  | 2,00  | 2,63  | 3,61  |
| P/BV                           | 5,5   | 4,2   | 4,1   | 3,7   | 3,2   | 2,9   |
| P/E                            | 25,4  | 10,5  | 19,6  | 16,3  | 11,9  | 10,0  |
| P/E skoryg                     | 25,4  | 16,3  | 19,6  | 16,3  | 11,9  | 10,0  |
| EV/EBITDA                      | 14,0  | 9,1   | 12,6  | 10,2  | 7,7   | 6,4   |
| EV/EBIT                        | 15,8  | 9,8   | 14,2  | 11,4  | 8,4   | 7,0   |

\*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]                     | 54,5         |
| Wycena porównawcza [PLN]             | 55,3         |
| <b>Wycena końcowa [PLN]</b>          | <b>54,6</b>  |
| <b>Potencjał do wzrostu / spadku</b> | <b>-4,2%</b> |
| Koszt kapitału                       | 13,8%        |
| Cena rynkowa [PLN]                   | 57,0         |
| Kapitalizacja [mln PLN]              | 569,0        |
| Ilość akcji [mln. szt.]              | 10,0         |
| Cena maksymalna za 6 mc [PLN]        | 57,4         |
| Cena minimalna za 6 mc [PLN]         | 39,4         |
| Stopa zwrotu za 3 mc                 | 15,3%        |
| Stopa zwrotu za 6 mc                 | 13,5%        |
| Stopa zwrotu za 9 mc                 | 10,3%        |
| Struktura akcjonariatu:              |              |
| Vesper Fundacja Rodzinna             | 13,2%        |
| Fundacja Rodziny Foltów              | 10,4%        |
| Futuro Fundacja Rodzinna             | 6,0%         |
| NN OFE                               | 5,8%         |
| OFE Allianz                          | 5,1%         |
| Pozostali                            | 59,4%        |

stopa zwrotu po uwzględnieniu dywidend

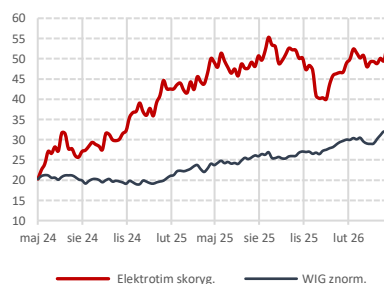
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



**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 .....   | 18 |

**WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE**

| Wskaźniki rynkowe  | 2023 | 2024 | 2025 | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P |
|--------------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| P/E                | 25,4 | 10,5 | 19,6 | 16,3  | 11,9  | 10,0  | 8,9   |
| P/BV               | 5,4  | 4,2  | 4,1  | 3,7   | 3,3   | 2,9   | 2,6   |
| EV/EBITDA          | 14,0 | 9,1  | 12,6 | 10,2  | 7,7   | 6,4   | 5,7   |
| EV/EBIT            | 15,8 | 9,8  | 14,2 | 11,4  | 8,4   | 7,0   | 6,1   |
| EV/S               | 1,0  | 1,0  | 1,0  | 0,8   | 0,7   | 0,6   | 0,5   |
| BVPS               | 10,5 | 13,4 | 13,8 | 15,3  | 17,5  | 19,6  | 21,7  |
| EPS                | 2,2  | 5,4  | 2,9  | 3,5   | 4,8   | 5,7   | 6,4   |
| DPS (w danym roku) | 1,5  | 2,5  | 2,5  | 2,0   | 2,6   | 3,6   | 4,3   |
| Payout ratio       | 0,7  | 1,1  | 0,5  | 0,7   | 0,8   | 0,8   | 0,8   |

| Wyniki roczne [mln PLN]         | 2023         | 2024         | 2025         | 2026P        | 2027P        | 2028P        | 2029P        |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Przychody</b>                | <b>546,9</b> | <b>524,8</b> | <b>579,7</b> | <b>620,0</b> | <b>765,0</b> | <b>856,8</b> | <b>949,3</b> |
| Instalacje                      | 218,9        | 368,4        | 278,4        | 270,0        | 350,0        | 392,0        | 434,3        |
| Sieci                           | 329,0        | 156,3        | 301,3        | 350,0        | 415,0        | 464,8        | 515,0        |
| Automatyka                      | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Zysk brutto ze sprzedaży</b> | <b>76,1</b>  | <b>80,6</b>  | <b>68,9</b>  | <b>78,7</b>  | <b>99,4</b>  | <b>113,9</b> | <b>125,7</b> |
| Instalacje                      | 23,4         | 58,5         | 27,3         | 33,0         | 44,2         | 50,7         | 55,9         |
| Sieci                           | 52,7         | 22,2         | 41,6         | 45,7         | 55,2         | 63,2         | 69,8         |
| Automatyka                      | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| SG&A                            | 25,3         | 32,0         | 30,8         | 33,4         | 39,1         | 42,9         | 46,6         |
| PPO/PKO                         | -16,6        | 5,6          | 2,1          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>EBITDA</b>                   | <b>38,7</b>  | <b>58,6</b>  | <b>45,3</b>  | <b>50,6</b>  | <b>65,8</b>  | <b>76,9</b>  | <b>85,2</b>  |
| EBIT                            | 34,2         | 54,2         | 40,2         | 45,3         | 60,3         | 71,0         | 79,1         |
| Zysk brutto                     | 32,3         | 64,2         | 36,4         | 43,2         | 59,2         | 70,4         | 78,8         |
| <b>Zysk netto</b>               | <b>22,4</b>  | <b>54,1</b>  | <b>29,0</b>  | <b>35,0</b>  | <b>48,0</b>  | <b>57,0</b>  | <b>63,8</b>  |
| <b>Dług netto</b>               | <b>-27,1</b> | <b>-35,8</b> | <b>0,2</b>   | <b>-53,2</b> | <b>-61,2</b> | <b>-73,8</b> | <b>-85,9</b> |

| Wskaźniki                 | 2023  | 2024  | 2025  | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody zmiana r/r      | 8%    | -4%   | 10%   | 7%    | 23%   | 12%   | 11%   |
| EBITDA zmiana r/r         | 1%    | 52%   | -23%  | 12%   | 30%   | 17%   | 11%   |
| Zysk netto zmiana r/r     | 2%    | 142%  | -46%  | 21%   | 37%   | 19%   | 12%   |
| Marża brutto na sprzedaży | 13,9% | 15,4% | 11,9% | 12,7% | 13,0% | 13,3% | 13,2% |
| Marża EBITDA              | 7,1%  | 11,2% | 7,8%  | 8,2%  | 8,6%  | 9,0%  | 9,0%  |
| Marża netto               | 4,1%  | 10,3% | 5,0%  | 5,6%  | 6,3%  | 6,7%  | 6,7%  |
| ROE                       | 21,2% | 40,3% | 21,0% | 22,9% | 27,5% | 29,1% | 29,4% |
| ROA                       | 8,3%  | 20,5% | 9,1%  | 10,1% | 11,8% | 12,6% | 12,8% |

| Bilans [mln PLN]              | 2023         | 2024         | 2025         | 2026P        | 2027P        | 2028P        | 2029P        |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Aktywa trwałe</b>          | <b>43,6</b>  | <b>41,6</b>  | <b>46,0</b>  | <b>47,1</b>  | <b>47,7</b>  | <b>47,8</b>  | <b>48,3</b>  |
| WNiP                          | 6,6          | 6,8          | 6,8          | 6,9          | 7,2          | 7,4          | 7,6          |
| Rzeczowe aktywa trwałe        | 13,1         | 19,7         | 19,6         | 20,6         | 20,9         | 20,8         | 21,1         |
| Pozostałe aktywa trwałe       | 24,0         | 15,1         | 19,6         | 19,6         | 19,6         | 19,6         | 19,6         |
| <b>Aktywa obrotowe</b>        | <b>225,0</b> | <b>222,1</b> | <b>273,9</b> | <b>298,1</b> | <b>359,5</b> | <b>405,4</b> | <b>450,8</b> |
| Zapasy                        | 2,9          | 8,5          | 2,7          | 2,9          | 3,6          | 4,0          | 4,4          |
| Należności krótkoterminowe    | 189,0        | 165,1        | 258,7        | 230,5        | 284,5        | 318,6        | 353,0        |
| Środki pieniężne              | 33,2         | 48,5         | 12,5         | 64,7         | 71,5         | 82,8         | 93,4         |
| Pozostałe aktywa obrotowe     | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Aktywa razem</b>           | <b>268,6</b> | <b>263,7</b> | <b>319,9</b> | <b>345,2</b> | <b>407,2</b> | <b>453,2</b> | <b>499,1</b> |
| <b>Kapitał własny</b>         | <b>105,3</b> | <b>134,1</b> | <b>138,0</b> | <b>153,0</b> | <b>174,8</b> | <b>195,8</b> | <b>216,8</b> |
| Udziały mniejszości           | -2,1         | 0,3          | 0,3          | 0,3          | 0,3          | 0,3          | 0,3          |
| <b>Zobowiązania i rezerwy</b> | <b>165,4</b> | <b>129,3</b> | <b>181,6</b> | <b>191,9</b> | <b>232,1</b> | <b>257,0</b> | <b>282,0</b> |
| Rezerwy na zobowiązania       | 33,2         | 31,8         | 36,2         | 38,5         | 46,7         | 51,9         | 57,1         |
| Oprocentowane zobowiązania    | 6,1          | 12,8         | 12,7         | 11,5         | 10,3         | 9,1          | 7,6          |
| Zobowiązania pozostałe        | 126,2        | 84,7         | 132,7        | 141,9        | 175,1        | 196,1        | 217,3        |
| <b>Pasywa razem</b>           | <b>268,6</b> | <b>263,7</b> | <b>319,9</b> | <b>345,2</b> | <b>407,2</b> | <b>453,2</b> | <b>499,1</b> |
| <b>Dług netto</b>             | <b>-27,1</b> | <b>-35,8</b> | <b>0,2</b>   | <b>-53,2</b> | <b>-61,2</b> | <b>-73,8</b> | <b>-85,9</b> |
| Dług netto / Kapitał własny   | -0,3         | -0,3         | 0,0          | -0,3         | -0,4         | -0,4         | -0,4         |
| Dług netto / EBITDA           | -0,7         | -0,6         | 0,0          | -1,1         | -0,9         | -1,0         | -1,0         |

| Rachunek przepływu [mln PLN] | 2023  | 2024  | 2025  | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| CFO                          | -3,9  | 45,8  | -0,8  | 80,0  | 39,5  | 53,5  | 59,9  |
| CFI                          | 2,5   | 0,1   | -2,6  | -5,5  | -4,2  | -4,0  | -4,2  |
| CFF                          | -22,2 | -30,6 | -32,7 | -22,4 | -28,5 | -38,2 | -45,1 |
| - w tym dywidenda            | 15,4  | 25,0  | 25,0  | 20,0  | 26,2  | 36,0  | 42,7  |
| Przepływy pieniężne netto    | -23,6 | 15,4  | -36,0 | 52,1  | 6,8   | 11,3  | 10,6  |
| CAPEX / Amortyzacja          | 41%   | 29%   | 32%   | 121%  | 110%  | 101%  | 108%  |

**ELEKTROTIM**

|                             |                |                                    |   |
|-----------------------------|----------------|------------------------------------|---|
| <b>Rekomendacja</b>         | <b>Trzymaj</b> | <b>www:</b>                        | <b><a href="http://www.elektrotim.pl">www.elektrotim.pl</a></b> |
| <b>Wycena końcowa [PLN]</b> | <b>54,6</b>    |                                    |   |
| <b>Potencjał</b>            | <b>-4,2%</b>   | <b>daty najbliższych raportów:</b> |   |
| Cena rynkowa [PLN]          | 57,00          | 1Q'26:                             | 26 maj  |
| Ilość akcji [mln. szt.]     | 10,0           | 2Q'26:                             | 15 wrz  |
| Kapitalizacja [mln PLN]     | 569,0          |                                    |   |

| Wyniki Q [mln PLN]              | 4Q'24        | 1Q'25        | 2Q'25        | 3Q'25        | 4Q'25        | 1Q'26P       |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Przychody</b>                | <b>188,7</b> | <b>90,8</b>  | <b>111,9</b> | <b>139,7</b> | <b>237,3</b> | <b>90,0</b>  |
| Instalacje                      | 139,6        | 55,3         | 64,8         | 70,9         | 87,4         | 40,0         |
| Sieci                           | 49,1         | 35,5         | 47,0         | 68,9         | 149,9        | 50,0         |
| Automatyka                      | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Zysk brutto ze sprzedaży</b> | <b>24,2</b>  | <b>12,7</b>  | <b>12,2</b>  | <b>14,8</b>  | <b>29,2</b>  | <b>10,9</b>  |
| Instalacje                      | 15,7         | 5,1          | 7,7          | 6,4          | 8,1          | 4,4          |
| Sieci                           | 8,4          | 7,6          | 4,5          | 8,5          | 21,1         | 6,5          |
| Automatyka                      | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| SG&A                            | 9,8          | 7,6          | 7,4          | 7,6          | 8,2          | 7,6          |
| PPO/PKO                         | 0,2          | 0,7          | 0,1          | 1,8          | -0,6         | 0,0          |
| <b>EBITDA</b>                   | <b>15,8</b>  | <b>6,9</b>   | <b>6,2</b>   | <b>10,4</b>  | <b>21,8</b>  | <b>4,6</b>   |
| EBIT                            | 14,6         | 5,7          | 4,9          | 9,1          | 20,5         | 3,3          |
| Zysk brutto                     | 11,9         | 5,5          | 4,0          | 7,8          | 19,0         | 2,9          |
| <b>Zysk netto</b>               | <b>8,6</b>   | <b>4,3</b>   | <b>3,1</b>   | <b>6,4</b>   | <b>15,2</b>  | <b>2,4</b>   |
| <b>Dług netto</b>               | <b>-35,8</b> | <b>-14,2</b> | <b>33,4</b>  | <b>54,7</b>  | <b>0,2</b>   | <b>-38,5</b> |

| Wskaźniki                 | 4Q'24 | 1Q'25  | 2Q'25  | 3Q'25  | 4Q'25 | 1Q'26P |
|---------------------------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|
| Przychody zmiana r/r      | 36,8% | 46,6%  | 0,3%   | -14,0% | 25,7% | -0,9%  |
| EBITDA zmiana r/r         | ---   | -22,8% | -36,5% | -56,9% | 38,2% | -33,8% |
| Zysk netto zmiana r/r     | ---   | -79,7% | -62,0% | -60,7% | 76,5% | -44,9% |
| Marża brutto na sprzedaży | 12,8% | 13,9%  | 10,9%  | 10,6%  | 12,3% | 12,1%  |
| Marża EBITDA              | 8,3%  | 7,6%   | 5,5%   | 7,5%   | 9,2%  | 5,1%   |
| Marża netto               | 4,6%  | 4,7%   | 2,7%   | 4,6%   | 6,4%  | 2,6%   |

| Wskaźniki II       | 2023  | 2024  | 2025  | 2026P | 2027P | 2028P |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS, Adj+          | 2,24  | 5,42  | 2,90  | 3,51  | 4,81  | 5,71  |
| Revenue            | 546,9 | 524,8 | 579,7 | 620,0 | 765,0 | 856,8 |
| Gross Margin %     | 13,9% | 15,4% | 11,9% | 12,7% | 13,0% | 13,3% |
| EBIT               | 34,2  | 54,2  | 40,2  | 45,3  | 60,3  | 71,0  |
| EBITDA             | 38,7  | 58,6  | 45,3  | 50,6  | 65,8  | 76,9  |
| Net Income Adj+    | 22,4  | 54,1  | 29,0  | 35,0  | 48,0  | 57,0  |
| Net Debt           | -27,1 | -35,8 | 0,2   | -53,2 | -61,2 | -73,8 |
| BPS                | 10,55 | 13,43 | 13,82 | 15,33 | 17,51 | 19,61 |
| DPS                | 1,55  | 2,50  | 2,50  | 2,00  | 2,63  | 3,61  |
| Return on Equity % | 21,2% | 40,3% | 21,0% | 22,9% | 27,5% | 29,1% |
| Return on Assets % | 8,3%  | 20,5% | 9,1%  | 10,1% | 11,8% | 12,6% |
| Depreciation       | 4,3   | 4,3   | 4,9   | 5,2   | 5,3   | 5,7   |
| Amortization       | 0,1   | 0,1   | 0,2   | 0,1   | 0,2   | 0,3   |
| Free Cash Flow     | -1,4  | 46,0  | -3,3  | 74,5  | 35,3  | 49,5  |
| CAPEX              | 1,8   | 1,3   | 1,6   | 6,5   | 6,0   | 6,0   |

**Główne czynniki ryzyka:**

- ryzyko skokowego wzrostu kosztów materiałowych przekładające się na spadek marż w trakcie realizacji projektów
- 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

## WYCENA I PODSUMOWANIE

### Podsumowanie wyceny

|  | Waga | Wycena      |
|--|------|-------------|
| Wycena DCF   | 80%  | 54,5        |
| Wycena metodą porównawczą                          | 20%  | 55,3        |
| - wycena do wybranych krajowych spółek budowlanych | 67%  | 52,0        |
| - wycena do SPIE (Francja)                         | 33%  | 61,9        |
| <b>Wycena 1 akcji [PLN]</b>                        |      | <b>54,6</b> |

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 (5,8%), 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 4 maja 2026.

#### Model DCF

|  | 2026P        | 2027P  | 2028P  | 2029P  | 2030P   | 2031P   | 2032P   | 2033P   | 2034P   | 2035P   |
|--|--------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody ze sprzedaży [mln PLN]         | 620,0        | 765,0  | 856,8  | 949,3  | 1 041,6 | 1 117,5 | 1 178,6 | 1 221,2 | 1 250,3 | 1 269,9 |
| EBIT [mln PLN]                           | 45,3         | 60,3   | 71,0   | 79,1   | 87,3    | 93,1    | 97,6    | 100,6   | 102,3   | 103,3   |
| Stopa podatkowa                          | 19,0%        | 19,0%  | 19,0%  | 19,0%  | 19,0%   | 19,0%   | 19,0%   | 19,0%   | 19,0%   | 19,0%   |
| Podatek od EBIT [mln PLN]                | 8,6          | 11,5   | 13,5   | 15,0   | 16,6    | 17,7    | 18,6    | 19,1    | 19,4    | 19,6    |
| NOPLAT [mln PLN]                         | 36,7         | 48,9   | 57,5   | 64,1   | 70,7    | 75,4    | 79,1    | 81,4    | 82,9    | 83,7    |
| Amortyzacja [mln PLN]                    | 5,3          | 5,5    | 6,0    | 6,0    | 6,2     | 6,2     | 6,3     | 6,3     | 6,3     | 6,3     |
| CAPEX [mln PLN]                          | -6,5         | -6,0   | -6,0   | -6,5   | -6,5    | -6,5    | -6,4    | -6,4    | -6,4    | -6,4    |
| Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]  | 39,0         | -14,6  | -9,3   | -9,3   | -9,3    | -7,7    | -6,2    | -4,3    | -2,9    | -2,0    |
| FCF [mln PLN]                            | 74,6         | 33,7   | 48,1   | 54,2   | 61,1    | 67,5    | 72,8    | 77,1    | 79,9    | 81,6    |
| DFCF [mln PLN]                           | 68,5         | 27,2   | 34,3   | 34,0   | 33,6    | 32,7    | 31,0    | 28,9    | 26,3    | 23,6    |
| Suma DFCF [mln PLN]                      | 340,1        |        |        |        |         |         |         |         |         |         |
| Wartość rezydualna [mln PLN]             | 706,1        |        |        |        |         |         |         |         |         |         |
| Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN] | 204,0        |        |        |        |         |         |         |         |         |         |
| Wartość firmy EV [mln PLN]               | 544,1        |        |        |        |         |         |         |         |         |         |
| Dług netto 2025 [mln PLN]                | 0,2          |        |        |        |         |         |         |         |         |         |
| Wyplacona dywidenda [mln PLN]            | 0,0          |        |        |        |         |         |         |         |         |         |
| Udział mniejszości [mln PLN]             | 0,3          |        |        |        |         |         |         |         |         |         |
| <b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>        | <b>543,6</b> |        |        |        |         |         |         |         |         |         |
| Ilość akcji [mln szt.]                   | 10,0         |        |        |        |         |         |         |         |         |         |
| <b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>   | <b>54,5</b>  |        |        |        |         |         |         |         |         |         |
| Przychody zmiana r/r                     | 6,9%         | 23,4%  | 12,0%  | 10,8%  | 9,7%    | 7,3%    | 5,5%    | 3,6%    | 2,4%    | 1,6%    |
| EBIT zmiana r/r                          | 12,6%        | 33,3%  | 17,7%  | 11,5%  | 10,4%   | 6,7%    | 4,8%    | 3,0%    | 1,8%    | 1,0%    |
| FCF zmiana r/r                           | ---          | -54,9% | 43,0%  | 12,7%  | 12,6%   | 10,6%   | 7,8%    | 5,9%    | 3,6%    | 2,2%    |
| Marża EBITDA                             | 8,2%         | 8,6%   | 9,0%   | 9,0%   | 9,0%    | 8,9%    | 8,8%    | 8,8%    | 8,7%    | 8,6%    |
| Marża EBIT                               | 7,3%         | 7,9%   | 8,3%   | 8,3%   | 8,4%    | 8,3%    | 8,3%    | 8,2%    | 8,2%    | 8,1%    |
| Marża NOPLAT                             | 5,9%         | 6,4%   | 6,7%   | 6,8%   | 6,8%    | 6,8%    | 6,7%    | 6,7%    | 6,6%    | 6,6%    |
| CAPEX / Przychody                        | 1,0%         | 0,8%   | 0,7%   | 0,7%   | 0,6%    | 0,6%    | 0,5%    | 0,5%    | 0,5%    | 0,5%    |
| CAPEX / Amortyzacja                      | 121,1%       | 110,0% | 101,5% | 108,4% | 105,4%  | 103,6%  | 101,7%  | 100,6%  | 100,8%  | 100,8%  |
| Zmiana KO / Przychody                    | -6,3%        | 1,9%   | 1,1%   | 1,0%   | 0,9%    | 0,7%    | 0,5%    | 0,4%    | 0,2%    | 0,2%    |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów            | -96,9%       | 10,1%  | 10,1%  | 10,1%  | 10,1%   | 10,1%   | 10,1%   | 10,1%   | 10,1%   | 10,1%   |

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

#### Kalkulacja WACC

|  | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P | 2031P | 2032P | 2033P | 2034P  | 2035P  |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Stopa wolna od ryzyka                  | 5,80% | 5,80% | 5,80% | 5,80% | 5,80% | 5,80% | 5,80% | 5,80% | 5,80%  | 5,80%  |
| 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                | 13,8% | 13,8% | 13,8% | 13,8% | 13,8% | 13,8% | 13,8% | 13,8% | 13,8%  | 13,8%  |
| Udział kapitału własnego               | 96,7% | 97,5% | 98,0% | 98,5% | 98,9% | 99,2% | 99,5% | 99,7% | 100,0% | 100,0% |
| Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu | 5,9%  | 5,9%  | 5,9%  | 5,9%  | 5,9%  | 5,9%  | 5,9%  | 5,9%  | 5,9%   | 5,9%   |
| Udział kapitału obcego                 | 3,3%  | 2,5%  | 2,0%  | 1,5%  | 1,1%  | 0,8%  | 0,5%  | 0,3%  | 0,0%   | 0,0%   |
| WACC                                   | 13,5% | 13,6% | 13,6% | 13,7% | 13,7% | 13,7% | 13,8% | 13,8% | 13,8%  | 13,8%  |

Źródło: BDM S.A.

#### Wrażliwość modelu DCF

|      | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym |       |       | Premia za ryzyko | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym |       |       | Premia za ryzyko | Beta |      |       |      |      |      |
|------|---|-------|-------|------------------|---|-------|-------|------------------|------|------|-------|------|------|------|
|      | 1,00%                                     | 2,00% | 3,00% |                  | 1,00%                                     | 2,00% | 3,00% |                  | 0,9  | 1,0  | 1,1   |      |      |      |
| beta | 0,8                                       | 60,7  | 63,3  | 66,6             | 8,0%                                      | 6,0%  | 63,0  | 66,0             | 69,6 | 8,0% | 6,0%  | 70,5 | 66,0 | 62,1 |
|      | 0,9                                       | 56,4  | 58,6  | 61,2             |   | 7,0%  | 57,4  | 59,7             | 62,4 |      | 7,0%  | 64,0 | 59,7 | 55,9 |
|      | 1,0                                       | 52,7  | 54,5  | 56,6             |   | 8,0%  | 52,7  | 54,5             | 56,6 |      | 8,0%  | 58,6 | 54,5 | 50,9 |
|      | 1,1                                       | 49,4  | 50,9  | 52,6             |   | 9,0%  | 48,6  | 50,1             | 51,7 |      | 9,0%  | 54,0 | 50,1 | 46,7 |
|      | 1,2                                       | 46,5  | 47,7  | 49,2             |   | 10,0% | 45,2  | 46,3             | 47,6 |      | 10,0% | 50,1 | 46,3 | 43,1 |

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, spółka aktywnie uczestniczy w konsolidacji rynku budownictwa elektroenergetycznego w Polsce a profil działalności jest w wielu elementach zbliżony do Elektrotimu). 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 (waga po 33,3% dla każdego roku). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki 55,3 PLN/akcję.

### Podsumowanie wyceny porównawczej

| Wycena metodą porównawczą                          | Waga | Wycena      |
|--|------|-------------|
| - wycena do wybranych krajowych spółek budowlanych | 67%  | 52,0        |
| - wycena do SPIE (Francja)                         | 33%  | 61,9        |
| <b>Wycena 1 akcji [PLN]</b>                        |      | <b>55,3</b> |

Źródło: BDM S.A.

### Wycena porównawcza do wybranych krajowych spółek budowlanych

|   | P/E         |             |             | EV/EBITDA   |             |            |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
|   | 2026P       | 2027P       | 2028P       | 2026P       | 2027P       | 2028P      |
| Atrem                                     | 15,8        | 14,3        | 12,3        | 11,5        | 10,4        | 8,7        |
| Budimex                                   | 21,8        | 19,6        | 17,8        | 11,9        | 10,9        | 9,7        |
| Intról                                    | 9,5         | 7,7         | 7,5         | 4,1         | 3,3         | 3,0        |
| Mostostal Zabrze                          | 9,8         | 10,0        | 8,8         | 3,3         | 3,2         | 2,9        |
| <b>Mediana</b>                            | <b>12,8</b> | <b>12,1</b> | <b>10,6</b> | <b>7,8</b>  | <b>6,8</b>  | <b>5,9</b> |
| <b>Elektrotim</b>                         | <b>16,3</b> | <b>11,9</b> | <b>10,0</b> | <b>10,2</b> | <b>7,7</b>  | <b>6,4</b> |
| Premia/dyskonto do mediany                | 27%         | -2%         | -5%         | 30%         | 13%         | 10%        |
| Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]         | 44,8        | 58,3        | 60,3        | 45,0        | 51,2        | 52,6       |
| Waga roku                                 | 33%         | 33%         | 33%         | 33%         | 33%         | 33%        |
| <b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b> |             | <b>54,5</b> |             |             | <b>49,6</b> |            |
| Waga wskaźnika                            |             | 50%         |             |             | 50%         |            |
| <b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>       | <b>52,0</b> |             |             |             |             |            |

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

### Wycena porównawcza do SPIE

|   | P/E          |              |              | EV/EBITDA   |             |            |
|---|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|------------|
|   | 2026P        | 2027P        | 2028P        | 2026P       | 2027P       | 2028P      |
| SPIE (Francja)                            | 15,5         | 13,9         | 12,8         | 9,0         | 8,2         | 7,6        |
| <b>Elektrotim</b>                         | <b>16,3</b>  | <b>11,9</b>  | <b>10,0</b>  | <b>10,2</b> | <b>7,7</b>  | <b>6,4</b> |
| Premia/dyskonto do mediany                | 5%           | -14%         | -22%         | 14%         | -6%         | -15%       |
| Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]         | 54,5         | 66,6         | 73,0         | 50,7        | 60,4        | 66,0       |
| Waga roku                                 | 33%          | 33%          | 33%          | 33%         | 33%         | 33%        |
| <b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b> |              | <b>64,7</b>  |              |             | <b>59,1</b> |            |
| Waga wskaźnika                            |              | 50%          |              |             | 50%         |            |
| <b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>       | <b>61,9</b>  |              |              |             |             |            |
| <b>SPIE (konsensus Bloomberg)</b>         | <b>2026P</b> | <b>2027P</b> | <b>2028P</b> |             |             |            |
| Przychody [mln EUR]                       | 11 183       | 11 977       | 12 792       |             |             |            |
| EBITDA [mln EUR]                          | 1 163        | 1 232        | 1 362        |             |             |            |
| marża EBITDA                              | 10,4%        | 10,3%        | 10,6%        |             |             |            |
| EBIT [mln EUR]                            | 791          | 875          | 915          |             |             |            |
| Zysk netto [mln EUR]                      | 530          | 594          | 644          |             |             |            |
| marża netto                               | 4,7%         | 5,0%         | 5,0%         |             |             |            |
| Dług netto [mln EUR]                      | 2 184        | 1 913        | 2 134        |             |             |            |

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

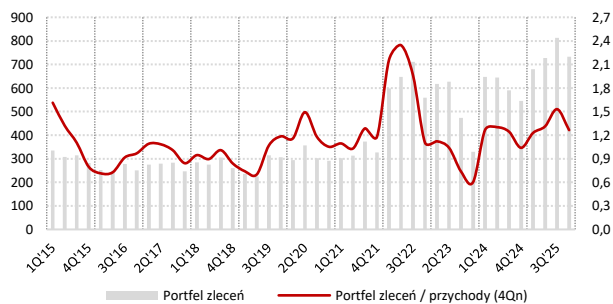
## PORTFEL ZAMÓWIENÍ

### Istotne kontrakty pozyskane od początku 2024 roku

| Data        | Kontrahent           | Kontrakt  | Wartość netto [mln PLN] | Koniec  |
|-------------|----------------------|---|-------------------------|---------|
| <b>2026</b> |                      |   |                         |         |
| 23.03.2026  | Enea Operator        | Budowa linii kablowej 110 kV Gdańska – Zdroje   | 26                      | 2028.03 |
| 23.02.2026  | Tauron Dystrybucja   | Przebudowa linii 110kV Radzionków-Julian, Bolko-Rozalia   | 20                      | 2029.02 |
| 9.01.2026   | Tauron Dystrybucja   | Budowa GPZ Chrzanów Strefa  | 42                      | 2028.01 |
| <b>2025</b> |                      |   |                         |         |
| 16.12.2025  | Tauron Dystrybucja   | Modernizacja stacji elektroenergetycznej 110/15 kV Korabniki  | 24                      | 2028.02 |
| 9.12.2025   | CZC SZ               | Budowa wież pod brzegowe radary obserwacji nawodnej i celów nisko lecących                            | 26                      | 2027.06 |
| 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 |
| 11.07.2025  | Energa-Operator      | Budowa stacji elektroenergetycznej RS 110kV Elbiąg Północ   | 34                      | 2026.11 |
| 14.05.2025  | Polonez Plus         | Instalacje elektryczne w ramach inwestycji Mercedes Benz w Jaworze (pakiet D)                         | 30                      | 2026.11 |
| 10.04.2025  | Stoen Operator       | Modernizacja stacji elektroenergetycznej 110/15 kV Białoleśka   | 37                      | 2027.11 |
| 1.04.2025   | Tauron Dystrybucja   | Modernizacja stacji elektroenergetycznej 110/15kV Dworzowie   | 26                      | 2027.03 |
| 28.02.2025  | Enea Operator        | Przebudowa stacji 110/15 kV Golczewo  | 23                      | 2026.08 |
| 18.02.2025  | Tauron Dystrybucja   | Budowa linii 110kV GPZ Wieczysta - GPZ Mennicza we Wrocławiu  | 17                      | 2026.08 |
| 31.01.2025  | Tauron Dystrybucja   | Modernizacja stacji elektroenergetycznej 110/20 kV R-361 (Marciszów)                                  | 25                      | 2027.10 |
| 24.01.2025  | Strabag              | Wykonanie oświetlenia nawigacyjnego w Porcie Lotniczym we Wrocławiu                                   | 21                      | 2026.10 |
| 10.01.2025  | Tauron Dystrybucja   | Budowa rozdzielni 20kV w stacji elektroenergetycznej Wirek  | 21                      | 2026.11 |
| 9.01.2025   | EDF RP               | Budowa magazynu energii Stary Grodków (moc: 50 MW, poj: 100 MWh)                                      | 27                      | 2025.12 |
| <b>2024</b> |                      |   |                         |         |
| 2024-12-13  | Tramwaje Warszawskie | Przebudowa budynku podstacji trakcyjnej „Okęcie” i „Jasna”  | 20                      | 2025-10 |
| 2024-10-22  | KGHM                 | Wymiana rozdzielnic 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 | 27                      | 2025-07 |
| 2024-01-24  | Tauron Dystrybucja   | Budowa linii kablowej 110 kV (GPZ Walecznych - Kurkowa)   | 24                      | 2026-04 |

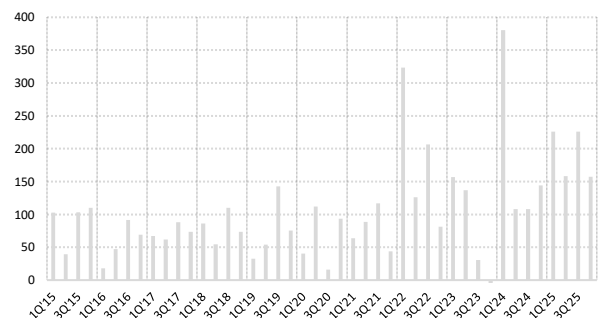
Źródło: BDM S.A., spółka

#### 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 4Q'25 wynosił 733 mln PLN (vs 813 mln PLN po 3Q'25 i 545 mln PLN rok temu). Ok. 432 mln PLN przypadało „do realizacji” jeszcze na 2026 rok (rok temu 463 mln PLN na najbliższych rok). W I-II'26 spółka pozyskała nowe zlecenia na poziomie 92 mln PLN oraz miała 90 mln PLN w najkorzystniejszych ofertach. Jak podano w raporcie za 4Q'25, portfel po lutym'26 wynosił 737 mln PLN (400 mln PLN na 2026 rok). W III'26 podpisano jeszcze umowę za 26 mln PLN. Zwracamy uwagę, że portfel należy rozumieć jako kwoty do zafakturowania, co nie musi się równać przyszłym przychodom.

W 3Q'25 dobiegł końca kontrakt na budowę zabezpieczenia granicy państwowej z Białorusią na odcinku rzeki Bug. Po długim oczekiwaniu ogłoszono przetarg na budowę dalszej części perymetrii na granicy z Ukrainą - na odcinku na Bugu. Według mediów zakładany budżet to 450 mln PLN ([link](#)). Kwota ta wydaje nam się jednak zawyżona – odcinek ma potencjalnie ok 1/3 większą długość jak ten zrealizowany na Bugu na granicy z Białorusią, a tam koszt wyniósł 227 mln PLN netto.

Oferta spółki została wykluczona ([link](#)) w przetargu na magazyn energii Gryfino dla PGE (moc: 400 MW, pojemność: 800 MWh, [link](#)). Oferta konsorcjum Elektrotimu i chińskiego partnera (944 mln PLN netto) była druga w prowizorycznej punktacji (cena + sprawność). Liczymy jednak na kolejne przetargi w tym obszarze ([link](#), [link2](#) – program NFOŚiGW powinien wesprzeć projekty na łącznie ok 9 mld PLN do 2028 roku – przy czym część jest już w realizacji, jak np. Żarnowiec dla PGE – [lista projektów](#)).

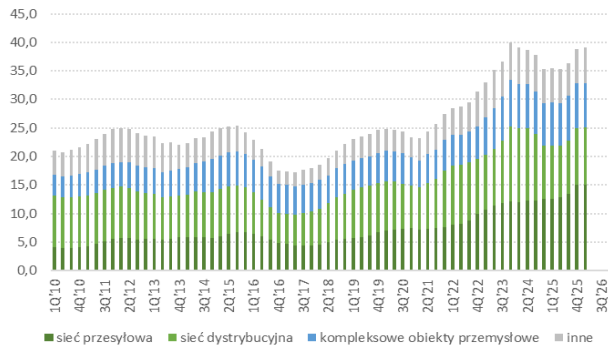
## OTOCZENIE RYNKOWE I KOSZTOWE

### Potencjał rynkowy

Koniunkturę w otoczeniu spółki według klasyfikacji GUS najlepiej oddają nakłady w obszarze pozostałych obiektów inżynieryjnych, 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).

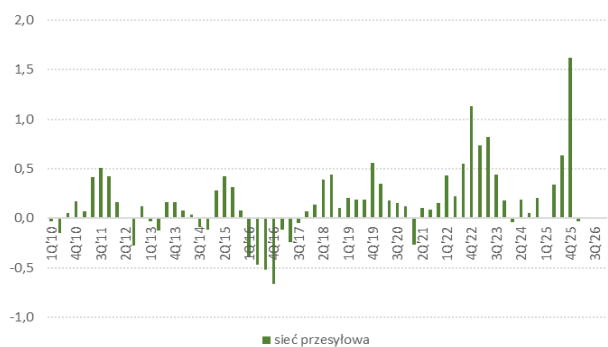
W 2025 roku dynamika realizowanych inwestycji była dodatnia w trzech pierwszych obszarach z wyżej wymienionych (lekki spadek odnotowano tylko w obszarze innych obiektów - zalicza się tu m.in. wojsko). W 1Q'26 widzieliśmy tendencję wzrostową w dystrybucji oraz obszarze inne, płaski odczyt w przesyśle a spadek w kompleksowych obiektach przemysłowych. 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 obszarze 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]



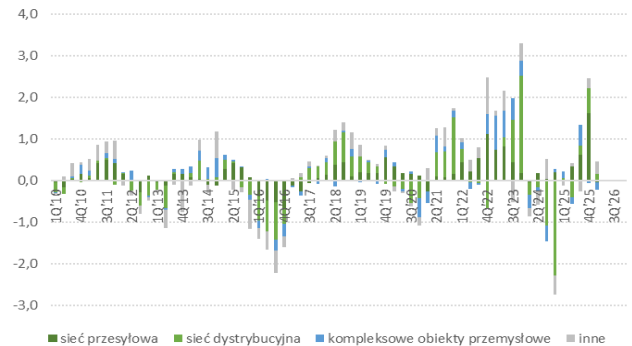
Źródło: DM BDM S.A., GUS, transport ropy, gazu, energii, wody, ścieków, sieć telco

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



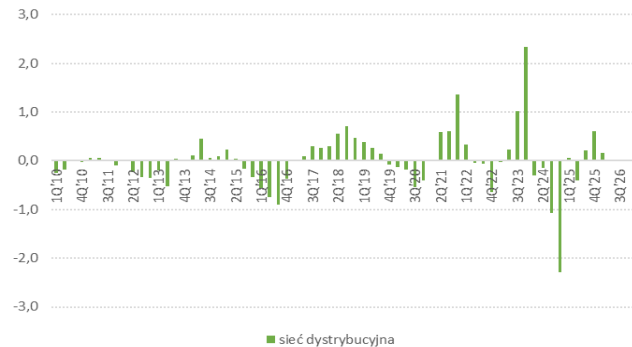
Źródło: DM BDM S.A., GUS, m.in. elektrownie, obiekty przemysłowe niebędące budynkami

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



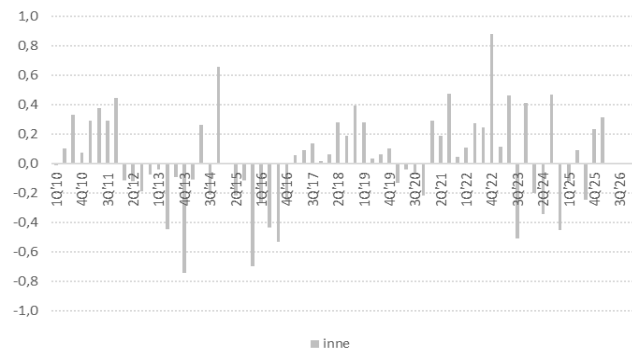
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



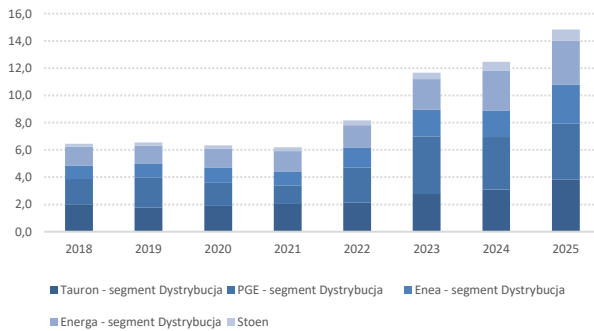
Źródło: DM BDM S.A., GUS, sieć rozdzielcza gazu, energii, wodociągi, oczyszcz. ścieków, kanalizacja

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, Stoen – prognoza

### Dystrybucja energii – inwestycje OSD

Nakłady spółek energetycznych w obszarze dystrybucji energii w 2025 roku wyniosły ok 14,8 mld PLN (vs 12,5 mld PLN w 2024 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. BGK podpisał umowy na finansowanie dłużne z KPO inwestycji sieciowych na z Tauronem i Energa odpowiednio na 11 mld PLN i 8 mld PLN oraz PGE i Eneą na 9,5 mld PLN i 10 mld PLN.

### Energetyka Jądrowa

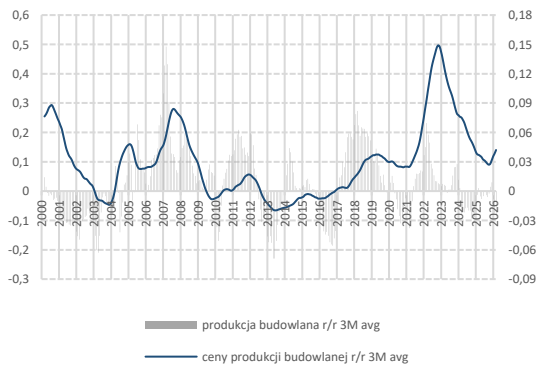
Elektrotim ma status aktywnego, kwalifikowanego wykonawcy i usługodawcy w Bechtel, co pozwala na udział w działaniach przygotowawczych do realizacji inwestycji w budowę pierwszej w Polsce elektrowni jądrowej. W XII'25 inwestycja otrzymała zgodę KE na pomoc publiczną ([link](#)). Odsuwa się w czasie zawarcie kontraktu wykonawczego (EPC), który jeszcze nie dawno zapowiadano na 2Q'26 ([link](#)).

### Strona kosztowa - aktualna sytuacja

Istotną pozycję w strukturze kosztów spółki stanowią koszty zużycia materiałów i energii (44% w 2025). Spółka wskazuje na ekspozycję na miedź, aluminium i stal (we wszystkich kategoriach wzrosty na przestrzeni ostatnich kwartałów). Kategoria „elektryka i oświetlenie” w danych PSB wskazywała w 1Q'26 nadal na spadki cen r/r. Jednak w naszej opinii ta tendencja dobiega już końca (trend trwa już od 4Q'23).

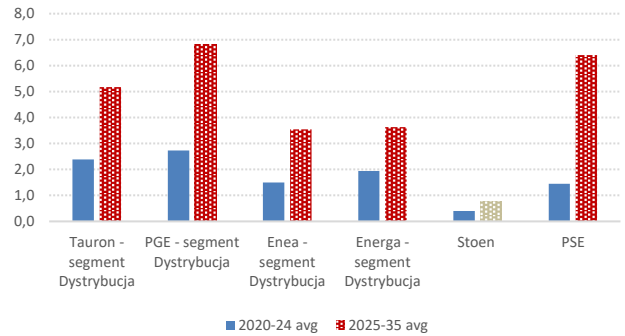
Drugą główną pozycją kosztową w 2025 roku były usługi obce na poziomie 40% (podwykonawcy), Istotne są także wynagrodzenia z 14% udziałem.

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., strategii spółek

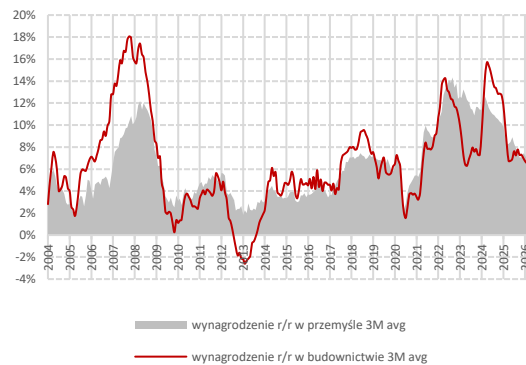
### PSE – program inwestycyjny

PSE w 2024 roku wydało na inwestycje 2,0 mld PLN. Według sprawozdania zarządu plan nakładów na 2025 rok wynosił 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 II'26 PSE opublikowały [plan przetargów](#) na okres 2Q'26-1Q'27, który zakładał ogłoszenie 34 postępowań na roboty budowlane (w tym 21 o zakładanej wartości kilkudziesięciu mln PLN, które są najbardziej interesujące z punktu widzenia Elektrotimu).

### Sektor obronny

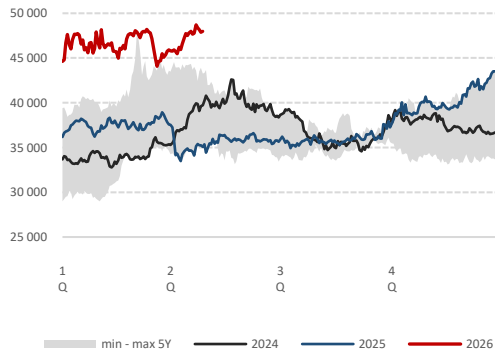
Straż Graniczna od dłuższego czasu ma w planach uzupełnienie systemu nadzoru ochrony granicy o pełny odcinek ukraiński. W końcu ogłoszono przetarg na budowę dalszej części perymetrii na Bugu ([link](#), [link2](#)). W dalszej kolejności mają pojawić się postępowania na odcinek w woj. Podkarpackim. W planach MON zwracamy uwagę m.in. na zapowiedzi modernizacji lotnisk dla celów wojskowych ([link](#)).

Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce

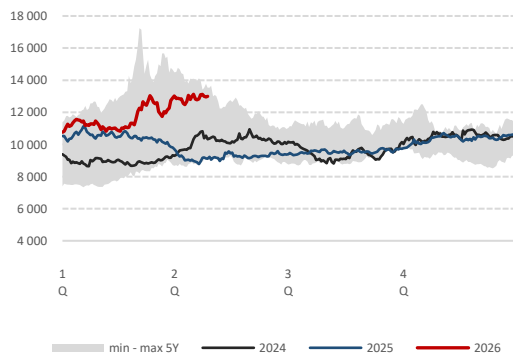


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

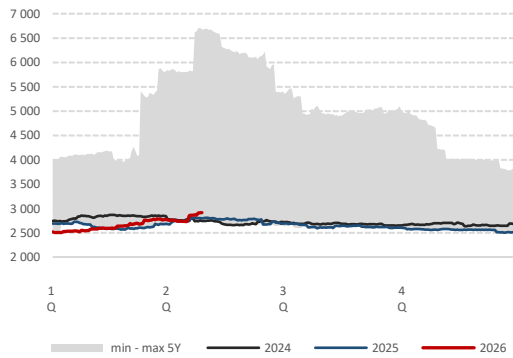
**Cena miedzi [PLN/t]**



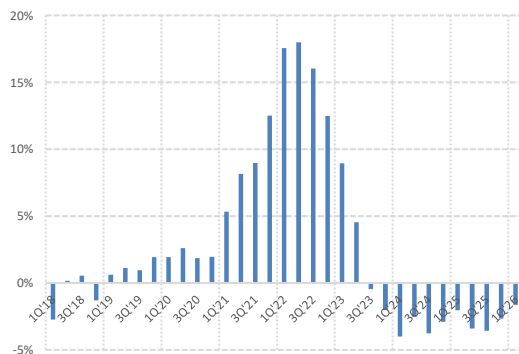
Źródło: BDM S.A., Bloomberg  
**Cena aluminium [PLN/t]**



Źródło: BDM S.A., Bloomberg  
**Cena stali – Europa [PLN/t]**

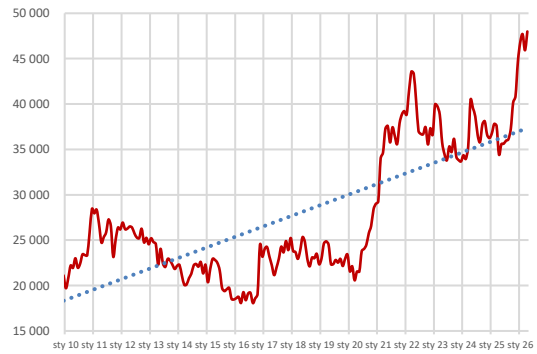


Źródło: BDM S.A., Bloomberg  
**Dynamika r/r cen indeksu PSB w kategorii elektryka i oświetlenie**



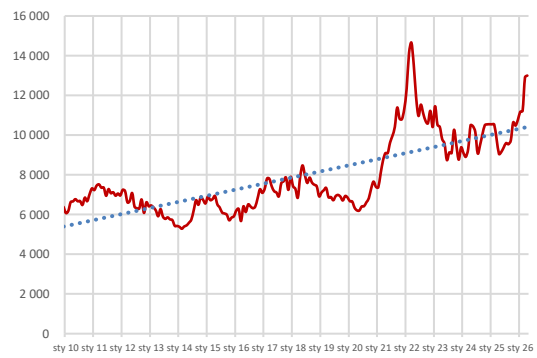
Źródło: BDM S.A., PSB

**Cena miedzi [PLN/t]**



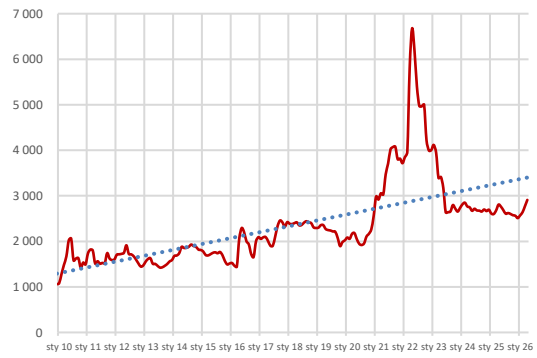
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Cena aluminium [PLN/t]**



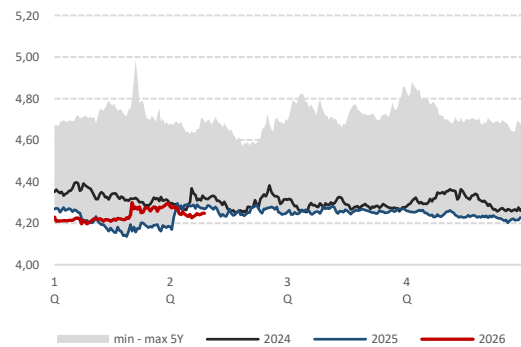
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**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 4Q'2025 [mln PLN]

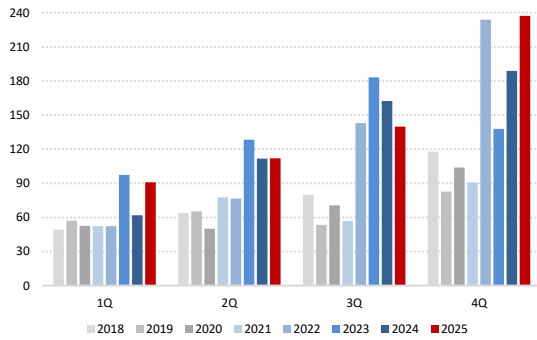
|                           | 4Q'24        | 4Q'25        | zmiana r/r   | 4Q'25P BDM   | odchyl.      | 2024         | 2025         | zmiana r/r    |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>Przychody</b>          | <b>188,7</b> | <b>237,3</b> | <b>25,7%</b> | <b>220,0</b> | <b>7,9%</b>  | <b>524,8</b> | <b>579,7</b> | <b>10,5%</b>  |
| Zysk brutto ze sprzedaży  | 24,2         | 29,2         | 20,9%        | 29,0         | 0,7%         | 80,6         | 68,9         | -14,6%        |
| <b>Zysk na sprzedaży</b>  | <b>14,3</b>  | <b>21,0</b>  | <b>46,6%</b> | <b>18,3</b>  | <b>14,9%</b> | <b>48,6</b>  | <b>38,1</b>  | <b>-21,6%</b> |
| PPO/PKO                   | 0,2          | -0,6         | ---          | 0,0          | ---          | 5,6          | 2,1          | -63,2%        |
| <b>EBITDA</b>             | <b>15,8</b>  | <b>21,8</b>  | <b>38,2%</b> | <b>19,6</b>  | <b>11,0%</b> | <b>58,6</b>  | <b>45,3</b>  | <b>-22,7%</b> |
| EBIT                      | 14,6         | 20,5         | 40,6%        | 18,3         | 11,8%        | 54,2         | 40,2         | -25,9%        |
| Wynik brutto              | 11,9         | 19,0         | 60,2%        | 17,3         | 10,1%        | 64,2         | 36,4         | -43,4%        |
| <b>Wynik netto</b>        | <b>8,6</b>   | <b>15,2</b>  | <b>76,5%</b> | <b>14,0</b>  | <b>8,5%</b>  | <b>54,1</b>  | <b>29,0</b>  | <b>-46,4%</b> |
| Marża brutto ze sprzedaży | 12,8%        | 12,3%        |              | 13,2%        |              | 15,4%        | 11,9%        |               |
| Marża EBITDA              | 8,3%         | 9,2%         |              | 8,9%         |              | 11,2%        | 7,8%         |               |
| Marża EBIT                | 7,7%         | 8,6%         |              | 8,3%         |              | 10,3%        | 6,9%         |               |
| Marża zysku netto         | 4,6%         | 6,4%         |              | 6,4%         |              | 10,3%        | 5,0%         |               |

Źródło: BDM S.A., spółka

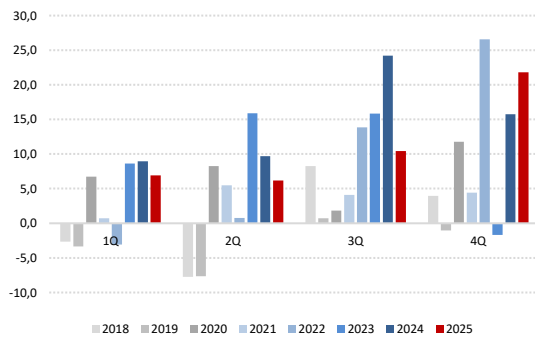
- Przychody w 4Q'25 wyniosły 237,3 mln PLN (+26% r/r, 8% powyżej naszych założeń). Rekordowy pod tym względem kwartał w historii.
- Rentowność brutto ze sprzedaży (12,3%) była minimalnie słabsza r/r i nieco poniżej naszych założeń (zakładaliśmy 13,2% vs 12,8% rok temu i 11,6% w 1-3Q'25). Na telekonferencji wynikowej po 3Q'25 zarząd zapowiadał, że poziom zrealizowanej marży powinien być „istotnie wyższy” niż w poprzednich kwartałach. Wzrost vs 1-3Q'25 był jednak tylko symboliczny (vs 3Q'25 nieco większy - było wtedy 10,6%).
- Poziom 14% marży brutto ze sprzedaży w segmencie Sieci Elektroenergetyczne oraz 9% marży w segmencie Instalacje i Infrastruktura (vs odpowiednio 14% i 10% w 1-3Q'25).
- Koszty SG&A spadły o 17% r/r (8,2 mln PLN vs 9,8 mln PLN rok temu) – niższe r/r koszty zarządu.
- Lekko ujemny wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej w 4Q'25 (-0,6 mln PLN).
- EBITDA w 4Q'25 wyniosła 21,8 mln PLN (vs 15,8 mln PLN rok temu i 19,6 mln PLN nasze oczekiwania).
- Saldo finansowe z ujemnym wpływem na poziomie -1,4 mln PLN.
- Skonsolidowany zysk netto w 4Q'25 na poziomie 15,2 mln PLN (spodziewaliśmy się 14,0 mln PLN). Efektywna stawka podatku dochodowego wyniosła 20%.
- Przepływy z działalności operacyjnej były mocno dodatnie i wyniosły +58,4 mln PLN w 3Q'25 (rok temu +67,0 mln PLN). Zwracamy jednak uwagę, że jest to efekt wydłużenia terminów spłaty zobowiązań niefinansowych, a nie redukcji po stronie należności/aktywów z tytułu umów. Spółka podała, że na dzień publikacji sprawozdania finansowego większość należności w wymagalnej części została uregulowana.
- Na koniec okresu spółka miała 0,2 mln PLN długu netto (gotówka netto 35,8 mln PLN rok temu).
- Backlog na koniec 4Q'25: 733 mln PLN (vs 813 mln PLN po 3Q'25 i 545 mln PLN rok temu). Ok. 432 mln PLN przypadało „do realizacji” jeszcze na 2026 rok (rok temu 463 mln PLN na najbliższych rok). W 2025 spółka podpisała umowy za 735 mln PLN (675 mln PLN w 2024 roku). W I-II'26 spółka pozyskała nowe zlecenia na poziomie 92 mln PLN oraz miała 90 mln PLN w najkorzystniejszych ofertach. Portfel po lutym'26 wynosił 737 mln PLN (400 mln PLN na 2026 rok). Zwracamy uwagę, że portfel należy rozumieć jako kwoty do zafakturowania, co nie musi się równać przyszłym przychodom.
- Zarząd zakłada CAPEX'26 na poziomie 6,5 mln PLN w jednostce dominującej (w 2026 roku CAPEX+płatności leasingu wyniosły 6 mln PLN).
- Zarząd spółki nie zidentyfikował istotnego bezpośredniego wpływu konfliktu na Bliskim Wschodzie na bieżącą działalność operacyjną. Potencjalne oddziaływanie konfliktu może mieć charakter pośredni (zaburzenia w łańcuchu dostaw, dostępność i wahania cen surowców, koszty transportu oraz wahania kursów walut).
- Zarząd zarekomendował dywidendę na poziomie 2,0 PLN/akcję (rok temu 2,5 PLN/akcję).

Podsumowując, wyniki za 4Q'25 były powyżej naszych założeń. Przychody poprawiły swój dotychczasowy rekordowy poziom, jednocześnie marża brutto w 4Q'25 wzrosła jedynie symbolicznie względem 1-3Q'25, ale odnotowano r/r spadek kosztów zarządu, co pozwoliło na przebicie naszych oczekiwań na poziomie EBIT czy netto o ok. 10%. Rekomendacja odnośnie dywidendy wpisuje się w politykę spółki (50-75% zysku) i jest zgodna z naszymi oczekiwaniami z poprzedniego raportu analitycznego. Raportowany portfel do wykonania w 2026 roku jest nieco słabszy r/r, przy czym należy brać pod uwagę, że rok temu sporo ważył jeszcze kontrakt na Bugu (częściowo były to już wykonane przeroby, ale niezafakturowane).

**Przychody [mln PLN]**



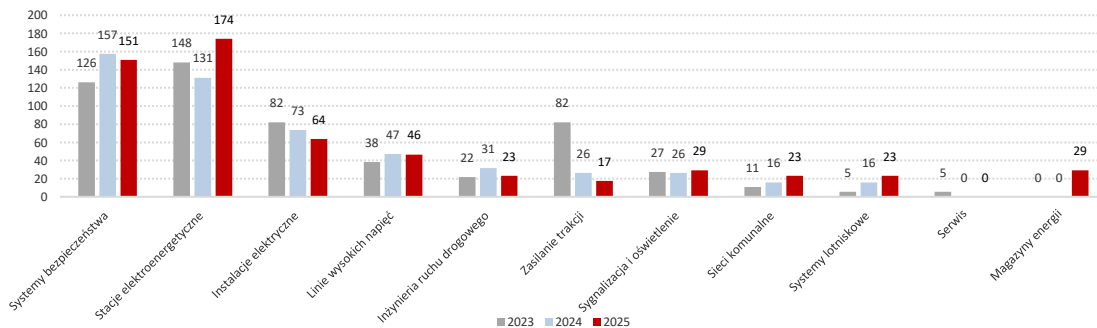
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka  
EBITDA [mln PLN]



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 4Q'25 (15/04/2026)****2025/4Q'25**

-spadek kosztów zarządu w 4Q'25 – efekt optymalizacji, efekt trwały

-rezerwa na naprawy gwarancyjne w 2025 wzrosła o blisko 10 mln PLN

**Perspektywy wynikowe**

-spółka nie widzi zagrożeń dla realizacji przychodów w 2026 roku na poziomie zgodnym ze ścieżką ze strategii

-celem jest poprawa rentowności, ale spółka działa w warunkach presji kosztowej

-mimo wzrostu liczby przetargów, presja konkurencyjna jest duża, spółka nie chce pozyskiwać kontraktów na niskich marżach

-na dziś pozycja gotówkowa jest dodatnia

-w styczniu warunki pogodowe miały wpływ na przerób

-obecnie duża część kontraktów ma charakter P&B (okres 1Q'26 wykorzystano na przygotowanie się do rozpoczęcia prac)

-backlog jest zdrowy, jest na lepszych marżach budżetowych niż na początku 2025, nie zawiera kontraktów na niskich marżach

**Kapitał obrotowy**

-spółka nie ma problemu z regulowaniem należności

-wyzwaniem są protokoły odbioru, wtedy możliwe jest dopiero wystawianie faktur

**Portfel**

-spółka intensywnie pracuje nad budową portfela,

-spółka widzi coraz więcej postępowań (ok 20-30% więcej r/r)

-główna opcja w kontrakcie PEJ została uruchomiona w 2025 roku

-zmiany w prawie OZE powinny pomóc w dobudowaniu magazynów energii do farm PV/wiatr

-spółka w momencie podpisania oferty zabezpiecza część pozycji zakupu materiałów (np. ustalenie stałej ceny kabli – można wcześniej zakontraktować cenę miedzi) i walut (forward)

-spółka nie bierze obecnie udziału w przetargach na 1 mld PLN

**Rynek**

-wymagające otoczenie rynkowe 2025 roku

-od 2H'25 wzrost liczby przetargów w segmencie energetycznym (PSE, OSD)

-liczne przesunięcia przetargów na 2026 rok i kolejne lata

-wzrost konkurencji w sektorze publicznym

-rynek przemysłu – spółka nie jest zadowolona z liczby nowych postępowań, zróżnicowana sytuacja w państwowych podmiotach

**Kontrakt na perymetrię na Bugu**

-została zrealizowany i rozliczony w całości

**Perymetria na granicy z Ukrainą**

-wybrano dopuszczone podmioty do złożenia ofert, planowane złożenie ofert na przełomie IV/V'26

PGE Gryfino magazyn energii - przetarg

-spółka nie widzi szans na odwołanie

PGE skorzystała z przepisów przejściowych odnośnie wykluczenie podmiotów z państw trzecich (Elektrotim startował z partnerem z Chin)

**Magazyny energii**

-zakończono kontrakt dla EdF

-pojawiało się kilka nowych przetargów

-Enea dopuszcza do przetargów podmioty z państw „trzecich”

-PGE obecnie dopuszcza produkty z państw „trzecich” (przy czym kosztem jest mniejsza liczba punktów w przetargach)

-spółka rozmawia z kilkoma potencjalnymi partnerami, liczba podmiotów na świecie poza Chinami jest ograniczona

**CPK**

-pojawiały się postępowania na bardzo wczesnym etapie (składanie ofert w 2H'26)

**System Aquila**

-system jest na bieżąco rozbudowywany (kolejne funkcjonalności + poprawki)

-to nie jest produkt „półkowy”

-spółka pozyskuje kontrahentów zagranicznych dla systemu

**GW (budownictwo specjalistyczne)**

-spółka złożyła pierwsze oferty (około 20) - obronność, infrastruktura krytyczna

-nadal budowane są struktury, ale pozyskanie kontraktów jest kwestią czasu

**Konflikt na Bliskim Wschodzie**

-spółka nie widzi presji w kosztach podwykonawców (ceny paliw)

-tworzywa sztuczne wykorzystywane w produkcji kabli nie są aż tak istotne

-spółka nie kupuje bezpośrednio stali (jest to koszt pośredni u podwykonawców lub w produktach)

**Program motywacyjny**

-głosowania planowane na WZA po wynikach rocznych

## Strategia na lata 2026-30

Spółka opublikowała w końcu listopada'25 strategię na lata 2026-2030 oraz politykę dywidendową odnoszącą się do zysków z lat 2025-29. Szerszy opis zamieściliśmy w raporcie analitycznym z 12/12/2025.

### 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.
- Spółka zakłada, że w okresie 2026-30 wypłaci 110-165 mln PLN skumulowanych dywidend.

#### Cele finansowe w horyzoncie 2030 roku [mln PLN]

|                   | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | .... | 2030P  |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|------|--------|
| Przychody         | 277,2 | 505,6 | 546,9 | 524,8 | 579,7 |      | 1000,0 |
| EBITDA            | 14,8  | 38,1  | 38,7  | 58,6  | 45,3  |      | 88,0   |
| Zysk netto        | 6,6   | 22,0  | 22,4  | 54,1* | 29,0  |      | 67,0   |
| Marża EBITDA      | 5,3%  | 7,5%  | 7,1%  | 11,2% | 7,8%  |      | 8,8%   |
| Marża zysku netto | 2,4%  | 4,3%  | 4,1%  | 10,3% | 5,0%  |      | 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<br>DIV 2026-30 | Skumulowany<br>zysk netto*<br>2025-29 | Średni roczny<br>zysk netto*<br>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<br>09/2025* | DM BDM<br>obecnie |
|----------------------------------|--------|--------------------|-------------------|
| Przychody 2030                   | 1 000  | 1 026              | 1 042             |
| EBITDA 2030                      | 88     | 86                 | 93                |
| Zysk netto 2030                  | 67     | 64                 | 71                |
| Marża EBITDA                     | 8,8%   | 8,4%               | 9,0%              |
| Marża zysku netto                | 6,7%   | 6,2%               | 6,8%              |
| skumulowany zysk netto 2025-29** | 220    | 214                | 233               |

Źródło: BDM S.A., spółka, \*12/12/2025, \*\*spółka = jednostkowy, DM BDM = skonsolidowany, jednak różnica powinna być minimalna (obecnie konsolidowana jest tylko spółka Ostoya DataSystem)

## Program motywacyjny

Przy okazji publikacji strategii spółka zapowiadała wdrożenie programu motywacyjnego opartego o emisję akcji dla zarządu oraz uprawnionej kadry (300 tys akcji, czyli 3,01% dotychczasowych). Zarząd uzyskał pozytywną opinię RN na wdrożenie programu. Dla wdrożenia programu konieczna jest zgoda akcjonariuszy. Do WZA podchodzono w tym temacie już dwukrotnie. Pierwotnie planowane WZA w styczniu'26 zostało odwołane z przyczyn organizacyjnych. Kolejne w lutym'26 nie przegłosowało uchwały o emisji akcji w ramach kapitału docelowego (zabrakło 0,12% głosów do wymaganego progu 80%). Na WZA 20 maja zostanie podjęta kolejna próba przegłosowania uchwały. W kwietniu największy akcjonariusz spółki, Fundacja Rodzinna Vesper, (jak można domniemywać z rozkładu głosów popierający program motywacyjny), dokupił 0,40% akcji.

### Poniżej zasady program motywacyjnego

- zakres czasowy: 2026-28, w każdym roku transza akcji przeznaczonych do objęcia to 100 tys szt
- do objęcia akcji może dojść nie wcześniej niż 12 m-cy po zakończeniu danego roku obrotowego (w przypadku zmiany kontroli nad spółką w ciągu max 2 m-cy od takiego zdarzenia)
- cena emisyjna: 1 PLN (przy kursie rynkowym 57,6 PLN i całkowitym wykonaniu planu oznacza to koszt dla akcjonariuszy na łącznym poziomie 17,0 mln PLN)
- warunki finansowe - osiągnięcie celów na poziomie zysku brutto:
  - I transza akcji za wyniki 2026 rok: min. 43,0 mln PLN (w przypadku min. 41,0 mln PLN – 75% planowanej transzy)
  - II transza akcji za wyniki 2027 roku: min. 91,0 mln PLN narastająco za 2026-27 (w przypadku min. 88,0 mln PLN – 75% planowanej transzy + nieobjęte z I transzy)
  - III transza akcji za wyniki 2028 roku: min. 145,0 mln PLN narastająco za 2026-28 (w przypadku min. 139,0 mln PLN – 75% planowanej transzy + nieobjęte z I i II transzy)

- zysk brutto = zysk brutto wykazany w sprawozdaniu finansowym skorygowany o koszt programu motywacyjnego
- w przypadku wykazania straty netto uczestnicy programu tracą prawo objęcia akcji za rok, w którym spółka wygenerowała stratę oraz za kolejne lata.
- w przypadku wykazania zysku netto <20,0 mln PLN uczestnicy programu tracą prawo objęcia akcji za taki rok.

**Założenia finansowe programu motywacyjnego vs założenia DM BDM [mln PLN]**

|                                   | 2026P       | skumul. 2026-27P | skumul. 2026-28P |
|-----------------------------------|-------------|------------------|------------------|
| <b>program motywacyjny</b>        |             |                  |                  |
| zysk brutto bazowy (100% transzy) | 43,0        | 91,0             | 145,0            |
| zysk brutto min. 75% transzy      | 41,0        | 88,0             | 139,0            |
| <b>DM BDM</b>                     | <b>43,2</b> | <b>102,4</b>     | <b>172,8</b>     |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Komentarz BDM:**

- Cele finansowe dla programu motywacyjnego są spójne z naszą prognozą dla 2026 roku.
- Natomiast dla lat 2027-28 są one niższe od naszych prognoz.
- Założenie programu motywacyjnego teoretycznie implikują 54 mln PLN zysku brutto w 2028 roku. Równocześnie strategia implikuje 67 mln PLN zysku netto w 2030 roku (1 mld PLN przychodów x min. 6,7% marży netto), czyli przy założeniu stawki podatku dochodowego 19%, powinno to być 83 mln PLN zysku brutto. Różnica pomiędzy wynikiem z 2028 a 2030 wydaje się dość duża.
- Z tej układanki wyciągamy wniosek, że założenia programu, proponowane przez zarząd, mogą być dość ostrożne w latach 2027-28. Tym samym trudno ocenić je jako ambitne. Dodatkowo należy brać też pod uwagę koszt dla dotychczasowych akcjonariuszy w postaci rozwodnienia kapitału (nowe akcje obejmowane po 1,0 PLN/szt).

**Prognozy**
**Prognozy wyników na 1Q'2026**

|                           | 1Q'25 | 1Q'26P | zmiana r/r | 2025  | 2026P | zmiana r/r | 2027P | zmiana r/r |
|---------------------------|-------|--------|------------|-------|-------|------------|-------|------------|
| Przychody                 | 90,8  | 90,0   | -0,9%      | 579,7 | 620,0 | 6,9%       | 765,0 | 23,4%      |
| Zysk brutto ze sprzedaży  | 12,7  | 10,9   | -13,8%     | 68,9  | 78,7  | 14,2%      | 99,4  | 26,3%      |
| Zysk na sprzedaży         | 5,0   | 3,3    | -34,9%     | 38,1  | 45,3  | 18,7%      | 60,3  | 33,3%      |
| EBITDA                    | 6,9   | 4,6    | -33,8%     | 45,3  | 50,6  | 11,7%      | 65,8  | 30,0%      |
| EBIT                      | 5,7   | 3,3    | -43,0%     | 40,2  | 45,3  | 12,6%      | 60,3  | 33,3%      |
| Zysk brutto               | 5,5   | 2,9    | -47,1%     | 36,4  | 43,2  | 18,7%      | 59,2  | 37,1%      |
| Zysk netto                | 4,3   | 2,4    | -44,9%     | 29,0  | 35,0  | 20,8%      | 48,0  | 37,1%      |
| Marża brutto ze sprzedaży | 13,9% | 12,1%  |            | 11,9% | 12,7% |            | 13,0% |            |
| Marża na sprzedaży        | 5,5%  | 3,6%   |            | 6,6%  | 7,3%  |            | 7,9%  |            |
| marża EBITDA              | 7,6%  | 5,1%   |            | 7,8%  | 8,2%  |            | 8,6%  |            |
| marża EBIT                | 6,3%  | 3,6%   |            | 6,9%  | 7,3%  |            | 7,9%  |            |
| marża netto               | 4,7%  | 2,6%   |            | 5,0%  | 5,6%  |            | 6,3%  |            |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- Prognoza na 1Q'26.** Wysoki poziom backlogu wpływa na ilość realizowanych zadań, jednak spółka odczuje wpływ zimy. Zakładamy 90 mln PLN przychodów (porównywalnie r/r), przy marży zbliżonej do 4Q'25 (niżej r/r, 1Q'25 był relatywnie wysoki). Estymujemy 3,3 mln PLN EBIT (-43% r/r) oraz 2,4 mln PLN zysku netto (-45% r/r). Spodziewamy się wyraźnej poprawy pozycji gotówkowej vs 4Q'25 (konwersja na gotówkę wysokiego kapitału obrotowego netto z końca roku).

**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'25 | 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 | 237,3 | 90,0   | 120,0  | 175,0  | 235,0  |
| 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  | 29,2  | 10,9   | 14,4   | 21,5   | 31,9   |
| SG&A                      | 5,7   | 5,5   | 5,2   | 8,9   | 6,3   | 8,8   | 7,1   | 9,8   | 7,6   | 7,4   | 7,6   | 8,2   | 7,6    | 8,3    | 8,5    | 9,0    |
| 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   | 21,0  | 3,3    | 6,1    | 13,0   | 22,9   |
| 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   | -0,6  | 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  | 21,8  | 4,6    | 7,4    | 14,3   | 24,3   |
| EBIT                      | 7,5   | 14,8  | 14,8  | -2,9  | 7,9   | 8,7   | 23,1  | 14,6  | 5,7   | 4,9   | 9,1   | 20,5  | 3,3    | 6,1    | 13,0   | 22,9   |
| Saldo finansowe           | 0,3   | -0,6  | -0,7  | -1,0  | 14,3  | 0,7   | -2,3  | -2,7  | -0,2  | -0,9  | -1,3  | -1,4  | -0,4   | -0,3   | -0,9   | -0,5   |
| 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   | 19,0  | 2,9    | 5,8    | 12,1   | 22,4   |
| 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   | 15,2  | 2,4    | 4,7    | 9,8    | 18,2   |
| CFO                       | 9,2   | -75,7 | 29,8  | 32,8  | 18,1  | -39,5 | 0,3   | 67,0  | -19,6 | -45,3 | 5,7   | 58,4  | 40,0   | -20,0  | 20,0   | 40,0   |
| 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  | 0,2   | -38,5  | -17,2  | 41,4   | -53,2  |
| Przychody zmiana r/r      | 86%   | 68%   | 28%   | -41%  | -36%  | -13%  | -11%  | 37%   | 47%   | 0%    | -14%  | 26%   | -1%    | 7%     | 25%    | -1%    |
| 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% | 12,3% | 12,1%  | 12,0%  | 12,3%  | 13,6%  |
| 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%  | 3,4%  | 8,5%   | 6,9%   | 4,9%   | 3,8%   |
| 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%  | 8,9%  | 3,6%   | 5,1%   | 7,4%   | 9,8%   |
| Marża EBITDA              | 8,9%  | 12,4% | 8,6%  | -1,2% | 14,5% | 8,7%  | 14,9% | 8,3%  | 7,6%  | 5,5%  | 7,5%  | 9,2%  | 5,1%   | 6,2%   | 8,2%   | 10,3%  |
| Marża EBIT                | 7,7%  | 11,5% | 8,1%  | -2,1% | 12,8% | 7,8%  | 14,2% | 7,7%  | 6,3%  | 4,4%  | 6,5%  | 8,6%  | 3,6%   | 5,1%   | 7,4%   | 9,8%   |
| 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%  | 6,4%  | 2,6%   | 3,9%   | 5,6%   | 7,7%   |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

|                           | 2025P      | 2025      | zmiana | 2026P      | 2026P     | zmiana | 2027P      | 2027P     | zmiana | .... | 2030P      | 2030P     | zmiana |
|---------------------------|------------|-----------|--------|------------|-----------|--------|------------|-----------|--------|------|------------|-----------|--------|
|                           | poprzednio | wykonanie |        | poprzednio | aktualnie |        | poprzednio | aktualnie |        |      | poprzednio | aktualnie |        |
| Przychody                 | 552,4      | 579,7     | 4,9%   | 660,0      | 620,0     | -6,1%  | 765,0      | 765,0     | 0,0%   |      | 1 026,1    | 1 041,6   | 1,5%   |
| Zysk brutto ze sprzedaży  | 67,6       | 68,9      | 1,9%   | 80,1       | 78,7      | -1,8%  | 99,5       | 99,4      | -0,1%  |      | 134,5      | 137,4     | 2,1%   |
| EBITDA                    | 42,0       | 45,3      | 7,9%   | 47,2       | 50,6      | 7,2%   | 61,9       | 65,8      | 6,3%   |      | 85,9       | 93,5      | 8,8%   |
| EBIT                      | 36,9       | 40,2      | 8,9%   | 41,8       | 45,3      | 8,3%   | 56,4       | 60,3      | 6,9%   |      | 79,7       | 87,3      | 9,6%   |
| Zysk (strata) netto       | 26,9       | 29,0      | 7,7%   | 31,5       | 35,0      | 11,1%  | 43,7       | 48,0      | 9,8%   |      | 63,9       | 70,7      | 10,6%  |
| Dług (gotówka) netto      | -19,0      | 0,2       | ---    | -23,7      | -53,2     | ---    | -40,4      | -61,2     | ---    |      | -68,6      | -100,0    | ---    |
| Marża brutto ze sprzedaży | 12,2%      | 11,9%     |        | 12,1%      | 12,7%     |        | 13,0%      | 13,0%     |        |      | 13,1%      | 13,2%     |        |
| Marża EBITDA              | 7,6%       | 7,8%      |        | 7,2%       | 8,2%      |        | 8,1%       | 8,6%      |        |      | 8,4%       | 9,0%      |        |
| Marża EBIT                | 6,7%       | 6,9%      |        | 6,3%       | 7,3%      |        | 7,4%       | 7,9%      |        |      | 7,8%       | 8,4%      |        |
| Marża zysku netto         | 4,9%       | 5,0%      |        | 4,8%       | 5,6%      |        | 5,7%       | 6,3%      |        |      | 6,2%       | 6,8%      |        |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \*poprzednia rekomendacja z 12.12.2025

- Tak jak opisywaliśmy wyżej, wyniki 4Q'25 były lepsze od naszych oczekiwań (wyższe przychody i niższe koszty zarządu). Przerwało to serie dwóch kwartałów (2Q'25 i 3Q'25), który „nie dowoził” naszych prognoz. Wyniki 1Q'26 będą pod wpływem warunków pogodowych, ale ten czynnik nie powinien mieć aż tak istotnego znaczenia dla całego roku.
- Deklarowany przez spółkę portfel na 2026 rok (po wynikach 4Q'25) wynosił ok. 432 mln PLN, a rok temu 463 mln PLN na najbliższy rok. Zwracamy uwagę, że portfel należy rozumieć jako kwoty do zafakturowania, co nie musi się równać przyszłym przychodom (rok temu struktura mogła być inna).
- Nadal zakładamy wzrost przychodów w tym roku, ale biorąc pod uwagę zakładany poziom tegorocznego portfela po 1Q'26 (prawdopodobnie w okolicy 400 mln PLN) obniżamy dynamikę vs poprzednia rekomendacja. Teoretycznie duże znaczenie dla portfela mogłoby mieć pozytywne dla spółki rozstrzygnięcie w przetargu na perymetrię na granicy z Ukrainą (zapowiadany krótki czas realizacji) – pytanie jednak o konkurencję i czy SG zdąży podpisać kontrakt w tym roku.
- Zakładamy wzrost przychodów w 2026 roku o 7% r/r przy marży brutto nieco lepszej niż w 2025 roku (marża w ubiegłym roku była zaniżona przez kilka słabszych kontraktów). 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). Przy tym należy mieć na uwadze ryzyko kosztowe – kontrakty spółki mają ekspozycję np. na ceny miedzi/aluminium – spółka stara się je zabezpieczać w momencie pozyskania umowy.
- Obniżamy nasze założenie odnośnie kosztów zarządu – w 4Q'25 spółka pozytywnie zaskoczyła na tym poziomie (2-3Q'25 też były niższe r/r na tej linii kosztów), a zarząd zadeklarował, że poziom kosztów jest trwale niższy.
- Zwracamy uwagę, że na ten moment nie mamy ujętych w wycenie potencjalnym kosztów programu motywacyjnego (trudno wyrokować jaki będzie rozkład głosów na najbliższym WZA) – przy obecnym kursie byłoby to duże kilka mln PLN w skali roku (w latach 2026-28).
- W 2026 estymujemy obecnie ok. 620 mln PLN przychodów oraz 35,0 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 0,3 pp. Założenia przychodowe pozostawiamy bez zmian vs poprzednia rekomendacja (765 mln PLN) – portfel spółki na 2027 rok (biorąc pod uwagę kontrakty pozyskane już w tym roku) jest już na poziomie niewiele niższym niż na 2-4Q'26.
- W 2030 roku nasze założenia (1,04 mld PLN przychodów oraz 91 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 spadła do 6,6%. W 2026 roku nasz model zakłada wzrost do nieco ponad 7%. W kolejnych latach zakładamy odbudowę marży do ok. 8%.
- Po 4Q'25 spółka miała 0,2 mln PLN długu netto (rok wcześniej gotówka netto wynosiła 35,8 mln PLN). Zakładamy, że pozycja gotówkowa wyraźnie się poprawi w 1Q'26 (zwracamy uwagę na wysoki poziom należności na koniec 2025, których konwersja na gotówkę przesunęła się na początek roku). Zakładamy, że cały rok powinien być lepszy pod kątem generacji gotówki niż 2025. Spodziewamy się ok 53 mln PLN gotówki netto na koniec rok.
- Zakładamy, że spółka będzie regularnie wypłacać dywidendę w kolejnych latach (za 2025 rok zarządu rekomenduje 69% skonsolidowanego zysku netto, 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]**

|                                  | 2020         | 2021         | 2022         | 2023         | 2024         | 2025         | 2026P        | 2027P        | 2028P        | 2029P        | 2030P          | 2031P          | 2032P          | 2033P          | 2034P          | 2035P          |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>    | <b>276,8</b> | <b>277,2</b> | <b>505,6</b> | <b>546,9</b> | <b>524,8</b> | <b>579,7</b> | <b>620,0</b> | <b>765,0</b> | <b>856,8</b> | <b>949,3</b> | <b>1 041,6</b> | <b>1 117,5</b> | <b>1 178,6</b> | <b>1 221,2</b> | <b>1 250,3</b> | <b>1 269,9</b> |
| Sieci                            | ---          | ---          | ---          | 329,0        | 156,3        | 301,3        | 350,0        | 415,0        | 464,8        | 515,0        | 565,1          | 606,2          | 639,4          | 662,5          | 678,2          | 688,9          |
| Instalacje                       | ---          | ---          | ---          | 218,9        | 368,4        | 278,4        | 270,0        | 350,0        | 392,0        | 434,3        | 476,6          | 511,3          | 539,2          | 558,7          | 572,0          | 581,0          |
| <b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>  | <b>38,7</b>  | <b>32,5</b>  | <b>67,5</b>  | <b>76,1</b>  | <b>80,6</b>  | <b>68,9</b>  | <b>78,7</b>  | <b>99,4</b>  | <b>113,9</b> | <b>125,7</b> | <b>137,4</b>   | <b>146,8</b>   | <b>154,3</b>   | <b>159,2</b>   | <b>162,4</b>   | <b>164,3</b>   |
| Sieci                            | ---          | ---          | ---          | 52,7         | 22,2         | 41,6         | 45,7         | 55,2         | 63,2         | 69,8         | 76,3           | 81,5           | 85,6           | 88,4           | 90,2           | 91,2           |
| Instalacje                       | ---          | ---          | ---          | 23,4         | 58,5         | 27,3         | 33,0         | 44,2         | 50,7         | 55,9         | 61,1           | 65,3           | 68,6           | 70,8           | 72,2           | 73,1           |
| SG&A                             | 23,8         | 22,6         | 28,1         | 25,3         | 32,0         | 30,8         | 33,4         | 39,1         | 42,9         | 46,6         | 50,1           | 53,7           | 56,6           | 58,7           | 60,1           | 61,0           |
| <b>Zysk na sprzedaży</b>         | <b>14,9</b>  | <b>9,8</b>   | <b>39,4</b>  | <b>50,8</b>  | <b>48,6</b>  | <b>38,1</b>  | <b>45,3</b>  | <b>60,3</b>  | <b>71,0</b>  | <b>79,1</b>  | <b>87,3</b>    | <b>93,1</b>    | <b>97,6</b>    | <b>100,6</b>   | <b>102,3</b>   | <b>103,3</b>   |
| Saldo PPO/PKO                    | 8,3          | -0,6         | -6,2         | -16,6        | 5,6          | 2,1          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| <b>EBITDA</b>                    | <b>28,6</b>  | <b>14,8</b>  | <b>38,1</b>  | <b>38,7</b>  | <b>58,6</b>  | <b>45,3</b>  | <b>50,6</b>  | <b>65,8</b>  | <b>76,9</b>  | <b>85,2</b>  | <b>93,5</b>    | <b>99,4</b>    | <b>103,9</b>   | <b>106,9</b>   | <b>108,6</b>   | <b>109,6</b>   |
| <b>EBIT</b>                      | <b>23,2</b>  | <b>9,3</b>   | <b>33,2</b>  | <b>34,2</b>  | <b>54,2</b>  | <b>40,2</b>  | <b>45,3</b>  | <b>60,3</b>  | <b>71,0</b>  | <b>79,1</b>  | <b>87,3</b>    | <b>93,1</b>    | <b>97,6</b>    | <b>100,6</b>   | <b>102,3</b>   | <b>103,3</b>   |
| Saldo finansowe                  | -1,7         | -1,6         | -2,8         | -2,0         | 10,0         | -3,8         | -2,1         | -1,1         | -0,6         | -0,4         | -0,1           | 0,0            | -0,1           | -0,1           | -0,1           | -0,2           |
| Zysk (strata) brutto             | 21,6         | 7,6          | 30,4         | 32,3         | 64,2         | 36,4         | 43,2         | 59,2         | 70,4         | 78,8         | 87,3           | 93,2           | 97,6           | 100,4          | 102,2          | 103,1          |
| <b>Zysk (strata) netto</b>       | <b>16,6</b>  | <b>6,6</b>   | <b>22,0</b>  | <b>22,4</b>  | <b>54,1</b>  | <b>29,0</b>  | <b>35,0</b>  | <b>48,0</b>  | <b>57,0</b>  | <b>63,8</b>  | <b>70,7</b>    | <b>75,5</b>    | <b>79,0</b>    | <b>81,3</b>    | <b>82,8</b>    | <b>83,5</b>    |
| CFO                              | 34,4         | 1,8          | 37,5         | -3,9         | 45,8         | -0,8         | 80,0         | 39,5         | 53,5         | 59,9         | 66,4           | 72,5           | 77,5           | 81,5           | 84,1           | 85,7           |
| Dług (gotówka) netto             | -10,9        | -10,1        | -50,5        | -27,1        | -35,8        | 0,2          | -53,2        | -61,2        | -73,8        | -85,9        | -100,0         | -97,6          | -95,5          | -93,9          | -92,7          | -91,6          |
| <b>Przychody zmiana r/r</b>      | <b>7,0%</b>  | <b>0,1%</b>  | <b>82,4%</b> | <b>8,2%</b>  | <b>-4,1%</b> | <b>10,5%</b> | <b>6,9%</b>  | <b>23,4%</b> | <b>12,0%</b> | <b>10,8%</b> | <b>9,7%</b>    | <b>7,3%</b>    | <b>5,5%</b>    | <b>3,6%</b>    | <b>2,4%</b>    | <b>1,6%</b>    |
| Sieci                            | ---          | ---          | ---          | ---          | -52,5%       | 92,7%        | 16,2%        | 18,6%        | 12,0%        | 10,8%        | 9,7%           | 7,3%           | 5,5%           | 3,6%           | 2,4%           | 1,6%           |
| Instalacje                       | ---          | ---          | ---          | ---          | 68,3%        | -24,4%       | -3,0%        | 29,6%        | 12,0%        | 10,8%        | 9,7%           | 7,3%           | 5,5%           | 3,6%           | 2,4%           | 1,6%           |
| <b>Marża brutto ze sprzedaży</b> | <b>14,0%</b> | <b>11,7%</b> | <b>13,3%</b> | <b>13,9%</b> | <b>15,4%</b> | <b>11,9%</b> | <b>12,7%</b> | <b>13,0%</b> | <b>13,3%</b> | <b>13,2%</b> | <b>13,2%</b>   | <b>13,1%</b>   | <b>13,1%</b>   | <b>13,0%</b>   | <b>13,0%</b>   | <b>12,9%</b>   |
| Sieci                            | ---          | ---          | ---          | 16,0%        | 14,2%        | 13,8%        | 13,1%        | 13,3%        | 13,6%        | 13,5%        | 13,5%          | 13,4%          | 13,4%          | 13,3%          | 13,3%          | 13,2%          |
| Instalacje                       | ---          | ---          | ---          | 10,7%        | 15,9%        | 9,8%         | 12,2%        | 12,6%        | 12,9%        | 12,9%        | 12,8%          | 12,8%          | 12,7%          | 12,7%          | 12,6%          | 12,6%          |
| SG&A/przychody                   | 8,6%         | 8,2%         | 5,6%         | 4,6%         | 6,1%         | 5,3%         | 5,4%         | 5,1%         | 5,0%         | 4,9%         | 4,8%           | 4,8%           | 4,8%           | 4,8%           | 4,8%           | 4,8%           |
| <b>Marża na sprzedaży</b>        | <b>5,4%</b>  | <b>3,5%</b>  | <b>7,8%</b>  | <b>9,3%</b>  | <b>9,3%</b>  | <b>6,6%</b>  | <b>7,3%</b>  | <b>7,9%</b>  | <b>8,3%</b>  | <b>8,3%</b>  | <b>8,4%</b>    | <b>8,3%</b>    | <b>8,3%</b>    | <b>8,2%</b>    | <b>8,2%</b>    | <b>8,1%</b>    |
| <b>Marża EBITDA</b>              | <b>10,3%</b> | <b>5,3%</b>  | <b>7,5%</b>  | <b>7,1%</b>  | <b>11,2%</b> | <b>7,8%</b>  | <b>8,2%</b>  | <b>8,6%</b>  | <b>9,0%</b>  | <b>9,0%</b>  | <b>9,0%</b>    | <b>8,9%</b>    | <b>8,8%</b>    | <b>8,8%</b>    | <b>8,7%</b>    | <b>8,6%</b>    |
| <b>Marża EBIT</b>                | <b>8,4%</b>  | <b>3,3%</b>  | <b>6,6%</b>  | <b>6,3%</b>  | <b>10,3%</b> | <b>6,9%</b>  | <b>7,3%</b>  | <b>7,9%</b>  | <b>8,3%</b>  | <b>8,3%</b>  | <b>8,4%</b>    | <b>8,3%</b>    | <b>8,3%</b>    | <b>8,2%</b>    | <b>8,2%</b>    | <b>8,1%</b>    |
| <b>Marża zysku netto</b>         | <b>6,0%</b>  | <b>2,4%</b>  | <b>4,3%</b>  | <b>4,1%</b>  | <b>10,3%</b> | <b>5,0%</b>  | <b>5,6%</b>  | <b>6,3%</b>  | <b>6,7%</b>  | <b>6,7%</b>  | <b>6,8%</b>    | <b>6,8%</b>    | <b>6,7%</b>    | <b>6,7%</b>    | <b>6,6%</b>    | <b>6,6%</b>    |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## DANE FINANSOWE

| Bilans [mln PLN]                              | 2024         | 2025         | 2026P        | 2027P        | 2028P        | 2029P        | 2030P        | 2031P        | 2032P        | 2033P        | 2034P        | 2035P        |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Aktywa trwałe</b>                          | <b>41,6</b>  | <b>46,0</b>  | <b>47,1</b>  | <b>47,7</b>  | <b>47,8</b>  | <b>48,3</b>  | <b>48,6</b>  | <b>48,8</b>  | <b>49,0</b>  | <b>49,0</b>  | <b>49,0</b>  | <b>49,1</b>  |
| Wartości niematerialne i prawne               | 6,8          | 6,8          | 6,9          | 7,2          | 7,4          | 7,6          | 7,7          | 7,8          | 7,8          | 7,9          | 7,9          | 7,9          |
| Rzeczowe aktywa trwałe                        | 19,7         | 19,6         | 20,6         | 20,9         | 20,8         | 21,1         | 21,3         | 21,5         | 21,5         | 21,5         | 21,6         | 21,6         |
| Nieruchomości inwestycyjne                    | 4,9          | 5,2          | 5,2          | 5,2          | 5,2          | 5,2          | 5,2          | 5,2          | 5,2          | 5,2          | 5,2          | 5,2          |
| Pozostałe aktywa trwałe                       | 10,2         | 14,4         | 14,4         | 14,4         | 14,4         | 14,4         | 14,4         | 14,4         | 14,4         | 14,4         | 14,4         | 14,4         |
| <b>Aktywa obrotowe</b>                        | <b>222,1</b> | <b>273,9</b> | <b>298,1</b> | <b>359,5</b> | <b>405,4</b> | <b>450,8</b> | <b>498,2</b> | <b>522,9</b> | <b>542,3</b> | <b>555,3</b> | <b>563,4</b> | <b>569,7</b> |
| Zapasy  | 8,5          | 2,7          | 2,9          | 3,6          | 4,0          | 4,4          | 4,8          | 5,2          | 5,5          | 5,7          | 5,8          | 5,9          |
| Należności krótkoterminowe                    | 165,1        | 258,7        | 230,5        | 284,5        | 318,6        | 353,0        | 387,3        | 415,6        | 438,3        | 454,1        | 464,9        | 472,2        |
| Inwestycje krótkoterminowe                    | 48,5         | 12,5         | 64,7         | 71,5         | 82,8         | 93,4         | 106,0        | 102,2        | 98,6         | 95,5         | 92,7         | 91,6         |
| - w tym środki pieniężne                      | 48,5         | 12,5         | 64,7         | 71,5         | 82,8         | 93,4         | 106,0        | 102,2        | 98,6         | 95,5         | 92,7         | 91,6         |
| 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          |
| <b>Aktywa razem</b>                           | <b>263,7</b> | <b>319,9</b> | <b>345,2</b> | <b>407,2</b> | <b>453,2</b> | <b>499,1</b> | <b>546,8</b> | <b>571,8</b> | <b>591,3</b> | <b>604,3</b> | <b>612,4</b> | <b>618,8</b> |
| <b>Kapitał (fundusz) własny</b>               | <b>134,1</b> | <b>138,0</b> | <b>153,0</b> | <b>174,8</b> | <b>195,8</b> | <b>216,8</b> | <b>239,7</b> | <b>244,4</b> | <b>248,0</b> | <b>250,3</b> | <b>251,8</b> | <b>252,5</b> |
| <b>Kapitał mniejszości</b>                    | <b>0,3</b>   | <b>0,3</b>   | <b>0,3</b>   | <b>0,3</b>   | <b>0,3</b>   | <b>0,3</b>   | <b>0,3</b>   | <b>0,3</b>   | <b>0,3</b>   | <b>0,3</b>   | <b>0,3</b>   | <b>0,3</b>   |
| <b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b> | <b>129,3</b> | <b>181,6</b> | <b>191,9</b> | <b>232,1</b> | <b>257,0</b> | <b>282,0</b> | <b>306,8</b> | <b>327,0</b> | <b>342,9</b> | <b>353,6</b> | <b>360,3</b> | <b>365,9</b> |
| Rezerwy na zobowiązania                       | 31,8         | 36,2         | 38,5         | 46,7         | 51,9         | 57,1         | 62,3         | 66,6         | 70,1         | 72,5         | 74,2         | 75,3         |
| Zobowiązania długoterminowe                   | 9,4          | 8,7          | 8,0          | 7,3          | 6,6          | 5,6          | 4,6          | 3,6          | 2,6          | 1,6          | 0,0          | 0,0          |
| - w tym zobowiązania oprocentowane            | 9,4          | 8,7          | 8,0          | 7,3          | 6,6          | 5,6          | 4,6          | 3,6          | 2,6          | 1,6          | 0,0          | 0,0          |
| Zobowiązania krótkoterminowe                  | 88,0         | 136,7        | 145,4        | 178,1        | 198,6        | 219,3        | 239,9        | 256,8        | 270,3        | 279,5        | 286,2        | 290,7        |
| - w tym zobowiązania oprocentowane            | 3,3          | 4,0          | 3,5          | 3,0          | 2,5          | 2,0          | 1,5          | 1,0          | 0,5          | 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          |
| <b>Pasywa razem</b>                           | <b>263,7</b> | <b>319,9</b> | <b>345,2</b> | <b>407,2</b> | <b>453,2</b> | <b>499,1</b> | <b>546,8</b> | <b>571,8</b> | <b>591,3</b> | <b>604,3</b> | <b>612,4</b> | <b>618,8</b> |
| <b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>      | <b>2024</b>  | <b>2025</b>  | <b>2026P</b> | <b>2027P</b> | <b>2028P</b> | <b>2029P</b> | <b>2030P</b> | <b>2031P</b> | <b>2032P</b> | <b>2033P</b> | <b>2034P</b> | <b>2035P</b> |
| Przychody netto ze sprzedaży                  | 524,8        | 579,7        | 620,0        | 765,0        | 856,8        | 949,3        | 1 041,6      | 1 117,5      | 1 178,6      | 1 221,2      | 1 250,3      | 1 269,9      |
| Zysk (strata) brutto ze sprzedaży             | 80,6         | 68,9         | 78,7         | 99,4         | 113,9        | 125,7        | 137,4        | 146,8        | 154,3        | 159,2        | 162,4        | 164,3        |
| Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu           | 32,0         | 30,8         | 33,4         | 39,1         | 42,9         | 46,6         | 50,1         | 53,7         | 56,6         | 58,7         | 60,1         | 61,0         |
| Zysk (strata) na sprzedaży                    | 48,6         | 38,1         | 45,3         | 60,3         | 71,0         | 79,1         | 87,3         | 93,1         | 97,6         | 100,6        | 102,3        | 103,3        |
| Saldo pozostałej działalności operacyjnej     | 5,6          | 2,1          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| EBITDA  | 58,6         | 45,3         | 50,6         | 65,8         | 76,9         | 85,2         | 93,5         | 99,4         | 103,9        | 106,9        | 108,6        | 109,6        |
| EBIT  | 54,2         | 40,2         | 45,3         | 60,3         | 71,0         | 79,1         | 87,3         | 93,1         | 97,6         | 100,6        | 102,3        | 103,3        |
| Saldo działalności finansowej                 | 10,0         | -3,8         | -2,1         | -1,1         | -0,6         | -0,4         | -0,1         | 0,0          | -0,1         | -0,1         | -0,1         | -0,2         |
| Zysk (strata) brutto                          | 64,2         | 36,4         | 43,2         | 59,2         | 70,4         | 78,8         | 87,3         | 93,2         | 97,6         | 100,4        | 102,2        | 103,1        |
| Zysk (strata) netto mniejszości               | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Zysk (strata) netto**                         | 54,1         | 29,0         | 35,0         | 48,0         | 57,0         | 63,8         | 70,7         | 75,5         | 79,0         | 81,3         | 82,8         | 83,5         |
| **dla akcjonariuszy jedn. dominującej         |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>CF [mln PLN]</b>                           | <b>2024</b>  | <b>2025</b>  | <b>2026P</b> | <b>2027P</b> | <b>2028P</b> | <b>2029P</b> | <b>2030P</b> | <b>2031P</b> | <b>2032P</b> | <b>2033P</b> | <b>2034P</b> | <b>2035P</b> |
| Przepływy z działalności operacyjnej          | 45,8         | -0,8         | 80,0         | 39,5         | 53,5         | 59,9         | 66,4         | 72,5         | 77,5         | 81,5         | 84,1         | 85,7         |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej        | 0,1          | -2,6         | -5,5         | -4,2         | -4,0         | -4,2         | -3,8         | -3,7         | -3,7         | -3,8         | -3,9         | -4,0         |
| Przepływy z działalności finansowej           | -30,6        | -32,7        | -22,4        | -28,5        | -38,2        | -45,1        | -50,0        | -72,7        | -77,3        | -80,7        | -82,0        | -82,8        |
| Przepływy pieniężne netto                     | 15,4         | -36,0        | 52,1         | 6,8          | 11,3         | 10,6         | 12,6         | -3,8         | -3,6         | -3,1         | -2,9         | -1,1         |
| Środki pieniężne na początek okresu           | 33,2         | 48,5         | 12,5         | 64,7         | 71,5         | 82,8         | 93,4         | 106,0        | 102,2        | 98,6         | 95,5         | 92,7         |
| Środki pieniężne na koniec okresu             | 48,5         | 12,5         | 64,7         | 71,5         | 82,8         | 93,4         | 106,0        | 102,2        | 98,6         | 95,5         | 92,7         | 91,6         |
| <b>Wskaźniki</b>                              | <b>2024</b>  | <b>2025</b>  | <b>2026P</b> | <b>2027P</b> | <b>2028P</b> | <b>2029P</b> | <b>2030P</b> | <b>2031P</b> | <b>2032P</b> | <b>2033P</b> | <b>2034P</b> | <b>2035P</b> |
| Przychody zmiana r/r                          | -4%          | 10%          | 7%           | 23%          | 12%          | 11%          | 10%          | 7%           | 5%           | 4%           | 2%           | 2%           |
| EBITDA zmiana r/r                             | 52%          | -23%         | 12%          | 30%          | 17%          | 11%          | 10%          | 6%           | 5%           | 3%           | 2%           | 1%           |
| Zysk netto zmiana r/r                         | 142%         | -46%         | 21%          | 37%          | 19%          | 12%          | 11%          | 7%           | 5%           | 3%           | 2%           | 1%           |
| Marża brutto na sprzedaży                     | 15,4%        | 11,9%        | 12,7%        | 13,0%        | 13,3%        | 13,2%        | 13,2%        | 13,1%        | 13,1%        | 13,0%        | 13,0%        | 12,9%        |
| Marża EBITDA                                  | 11,2%        | 7,8%         | 8,2%         | 8,6%         | 9,0%         | 9,0%         | 9,0%         | 8,9%         | 8,8%         | 8,8%         | 8,7%         | 8,6%         |
| Marża EBIT                                    | 10,3%        | 6,9%         | 7,3%         | 7,9%         | 8,3%         | 8,3%         | 8,4%         | 8,3%         | 8,3%         | 8,2%         | 8,2%         | 8,1%         |
| Marża netto                                   | 10,3%        | 5,0%         | 5,6%         | 6,3%         | 6,7%         | 6,7%         | 6,8%         | 6,8%         | 6,7%         | 6,7%         | 6,6%         | 6,6%         |
| SG&A / przychody                              | 6,1%         | 5,3%         | 5,4%         | 5,1%         | 5,0%         | 4,9%         | 4,8%         | 4,8%         | 4,8%         | 4,8%         | 4,8%         | 4,8%         |
| ROE   | 40,3%        | 21,0%        | 22,9%        | 27,5%        | 29,1%        | 29,4%        | 29,5%        | 30,9%        | 31,9%        | 32,5%        | 32,9%        | 33,1%        |
| ROA   | 20,5%        | 9,1%         | 10,1%        | 11,8%        | 12,6%        | 12,8%        | 12,9%        | 13,2%        | 13,4%        | 13,5%        | 13,5%        | 13,5%        |
| Dług  | 12,8         | 12,7         | 11,5         | 10,3         | 9,1          | 7,6          | 6,1          | 4,6          | 3,1          | 1,6          | 0,0          | 0,0          |
| D / (D+E)                                     | 8,7%         | 8,4%         | 7,0%         | 5,6%         | 4,4%         | 3,4%         | 2,5%         | 1,8%         | 1,2%         | 0,6%         | 0,0%         | 0,0%         |
| D / E   | 9,5%         | 9,2%         | 7,5%         | 5,9%         | 4,6%         | 3,5%         | 2,5%         | 1,9%         | 1,2%         | 0,6%         | 0,0%         | 0,0%         |
| Dług / kapitał własny                         | 9,5%         | 9,2%         | 7,5%         | 5,9%         | 4,6%         | 3,5%         | 2,5%         | 1,9%         | 1,2%         | 0,6%         | 0,0%         | 0,0%         |
| Dług netto                                    | -35,8        | 0,2          | -53,2        | -61,2        | -73,8        | -85,9        | -100,0       | -97,6        | -95,5        | -93,9        | -92,7        | -91,6        |
| Dług netto / kapitał własny                   | -0,27        | 0,00         | -0,35        | -0,35        | -0,38        | -0,40        | -0,42        | -0,40        | -0,39        | -0,38        | -0,37        | -0,36        |
| Dług netto / EBITDA                           | -0,6         | 0,0          | -1,1         | -0,9         | -1,0         | -1,0         | -1,1         | -1,0         | -0,9         | -0,9         | -0,9         | -0,8         |
| EV  | 533,3        | 569,2        | 515,9        | 507,8        | 495,3        | 483,2        | 469,1        | 471,4        | 473,5        | 475,1        | 476,4        | 477,4        |
| Dług / EV                                     | 2,4%         | 2,2%         | 2,0%         | 2,0%         | 1,8%         | 1,6%         | 1,3%         | 1,0%         | 0,6%         | 0,3%         | 0,0%         | 0,0%         |
| CAPEX / Przychody                             | 0,2%         | 0,3%         | 1,0%         | 0,8%         | 0,7%         | 0,7%         | 0,6%         | 0,6%         | 0,5%         | 0,5%         | 0,5%         | 0,5%         |
| CAPEX / Amortyzacja                           | 28,8%        | 32,2%        | 121,1%       | 110,0%       | 101,5%       | 108,4%       | 105,4%       | 103,6%       | 101,7%       | 100,6%       | 100,8%       | 100,8%       |
| Zmiana KO / Przychody                         | -0,4%        | 6,2%         | -6,3%        | 1,9%         | 1,1%         | 1,0%         | 0,9%         | 0,7%         | 0,5%         | 0,4%         | 0,2%         | 0,2%         |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów                 | 10,0%        | 65,6%        | -96,9%       | 10,1%        | 10,1%        | 10,1%        | 10,1%        | 10,1%        | 10,1%        | 10,1%        | 10,1%        | 10,1%        |
| P/E*  | 10,5         | 19,6         | 16,3         | 11,9         | 10,0         | 8,9          | 8,1          | 7,5          | 7,2          | 7,0          | 6,9          | 6,8          |
| P/BV*   | 4,2          | 4,1          | 3,7          | 3,3          | 2,9          | 2,6          | 2,4          | 2,3          | 2,3          | 2,3          | 2,3          | 2,3          |
| EV/EBITDA*                                    | 9,1          | 12,6         | 10,2         | 7,7          | 6,4          | 5,7          | 5,0          | 4,7          | 4,6          | 4,4          | 4,4          | 4,4          |
| EV/EBIT*                                      | 9,8          | 14,2         | 11,4         | 8,4          | 7,0          | 6,1          | 5,4          | 5,1          | 4,8          | 4,7          | 4,7          | 4,6          |
| EV/S*   | 1,0          | 1,0          | 0,8          | 0,7          | 0,6          | 0,5          | 0,5          | 0,4          | 0,4          | 0,4          | 0,4          | 0,4          |
| DPS   | 2,50         | 2,50         | 2,00         | 2,63         | 3,61         | 4,28         | 4,79         | 7,08         | 7,56         | 7,92         | 8,15         | 8,29         |
| Payout ratio                                  | 111,7%       | 46,2%        | 68,9%        | 75,0%        | 75,0%        | 75,0%        | 75,0%        | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \* Obliczenia przy cenie 57,0 PLN

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**
**Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału

tel. (032) 208 14 12

 e-mail: [maciej.bobrowski@bdm.pl](mailto: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](mailto:krzysztof.pado@bdm.pl)
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)
**Anna Tobiasz**

Młodszy analityk rynku akcji

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 35

 e-mail: [anna.tobiasz@bdm.pl](mailto:anna.tobiasz@bdm.pl)
**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**
**Leszek Mackiewicz**

Dyrektor Wydziału

tel. (022) 62-20-848

 e-mail: [leszek.mackiewicz@bdm.pl](mailto:leszek.mackiewicz@bdm.pl)
**Maciej Fink-Finowicki**

tel. (022) 62-20-855

 e-mail: [maciej.fink-finowicki@bdm.pl](mailto:maciej.fink-finowicki@bdm.pl)
**Piotr Komorowski**

tel. (022) 62-20-851

 e-mail: [piotr.komorowski@bdm.pl](mailto:piotr.komorowski@bdm.pl)
**Tomasz Grzeszczyk**

tel. (022) 62-20-854

 e-mail: [tomasz.grzeszczyk@bdm.pl](mailto:tomasz.grzeszczyk@bdm.pl)
**Historia rekomendacji spółki:**

| zalecenie | cena docelowa | poprzednia rekomendacja | poprzednia cena docelowa | dzień publikacji | godzina publikacji | kurs  | WIG     |
|-----------|---------------|-------------------------|--------------------------|------------------|--------------------|-------|---------|
| Trzymaj   | 54,6          | Kupuj                   | 46,8                     | 04.05.2026*      | 17:05 CEST/CET     | 57,00 | 128 713 |
| 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. Elektrotim 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 2Q'26\*:**

**, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:**

|          | liczba | %   | liczba | %    |
|----------|--------|-----|--------|------|
| Kupuj    | 1      | 25% | 0      | 0%   |
| Akumuluj | 1      | 25% | 1      | 100% |
| Trzymaj  | 2      | 50% | 0      | 0%   |
| Redukuj  | 0      | 0%  | 0      | 0%   |
| Sprzedaj | 0      | 0%  | 0      | 0%   |

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

**INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:**

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

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

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

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

**Data sporządzenia materiału: 2026-05-04**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2026-05-04 (17:05 CEST/CET).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2026-05-04 (17:05 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 jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatkowej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową 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 splicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwa miesiące” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

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

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.". BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa 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 2026-05-04:**

- 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.