



Dom Maklerski BDM S.A.

ELEKTROTIM

RAPORT ANALITYCZNY

TRZYMAJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 52,6 PLN

01 WRZESIEŃ 2025, 10:35 CEST

Czekamy na publikację strategii spółki jesienią (na okres 2026-30). Zarząd zbudował już dość wysokie oczekiwania (nasze modelowe założenia miały już w poprzedniej rekomendacji ujęte 1,0 mld PLN przychodów już w 2029 roku i poziom blisko 7% marży netto w tym okresie). Po ostatniej fali wzrostowej, w krótkim terminie uważamy jednocześnie, że wycena spółki stała się dość „napięta” (EV/EBITDA’25=8,6x na naszych prognozach). Zwracamy uwagę, że najbliższe dwie publikacje kwartalnych wyników to dość wymagająca baza na poziomie marży, którą spółce trudno może być powtórzyć a dynamika przychodów będzie się dopiero rozkręcać. Po odcięciu dywidendy, ale też wzroście wyceny porównawczej, nasza cena docelowa nieznacznie spada do 52,6 PLN (z 54,3 PLN poprzednio), co implikuje zmianę zalecenie na Trzymaj (poprzednio Akumuluj). Podtrzymujemy, że spółka ma dość unikalną ekspozycję na tle krajowej budowlanki notowanej na GPW a w ostatnich latach udało się uporządkować biznes. Nie można wykluczyć, że spółka mogłaby być ciekawym celem akwizycyjnym, tym bardziej biorąc pod uwagę dość rozdrobniony akcjonariat.

Wyniki za ostatnie okresy

W 2024 roku spółka wypracowała 525 mln PLN przychodów (-4% r/r), 58,6 mln PLN EBITDA oraz 54,1 mln PLN zysku netto (przy czym za 18,2 mln PLN odpowiada wynik na sprzedaży spółki zależnej Zeus). W 1Q’25 przychody wyniosły 91 mln PLN (+47% r/r), EBITDA 6,9 mln PLN a zysk netto 4,3 mln PLN (rok wcześniej wynik był dużo wyższy ze względu na one-off). Wyniki były nieco powyżej naszych założeń. Na koniec 1Q’25 spółka miała 14 mln PLN gotówki netto (vs 36 mln PLN po 4Q’24 i 27 mln PLN rok wcześniej).

Portfel

Po 1Q’25 backlog grupy wynosił 680 mln PLN (+5% r/r, +25% q/q). Po kwietniu’25 wzrost do rekordowego poziomu 748 mln PLN (z czego 507 mln PLN przypadło na 2025 rok). W 3Q’25 spółka złożyła najkorzystniejszą ofertę w przetargu dla PEJ za 162 mln PLN. Z kluczowych przetargów nadal czekamy na postępowania na perymetrię na granicy z UA. Celem, sygnalizowanym przez spółkę, jest wejście na skalę >1 mld PLN backlogu i przychodów w perspektywie kilku lat.

Pozycjonowanie segmentowe

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

Strategia

Czekamy na publikację strategii spółki jesienią (na okres 2026-30). W naszym odczuciu zarząd zbudował już rynkowi oczekiwania na poziomie min. 1 mld PLN przychodów i utrzymania wysokiej rentowności. Po etapie porządkowania biznesu, nie można wykluczyć, że spółka znów otworzy się na akwizycję (w naszej opinii bardziej w kierunku budowania łańcucha wartości niż przejmowania podobnym podmiotów). Ostatnie wypowiedzi prasowe prezesa sugerują też, że spółka jest przygotowana, by sama stać się celem akwizycyjnym. Aktywnym graczem na polu akwizycji w PL jest francuskie SPIE, możemy sobie także wyobrazić zainteresowanie ze strony któregoś z krajowych GW lub podmiotu z szerokiego obszaru Skarbu Państwa (np. w celu zachowania kontroli nad procesem inwestycyjnym we wrażliwym obszarze obronności).

Prognozy wyników, wskaźniki

Spółka handlowana jest poziomem EV/EBITDA’25=8,6x, P/E’25=13,6x oraz odpowiednio 7,0x i 10,6x w kolejnym roku. Prognozujemy, że spółka w 2025 roku wypracuje 591 mln PLN przychodów oraz 38,2 mln PLN zysku netto. W 2026-27 estymujemy obecnie ok. 21-23% wzrosty przychodów r/r (akcent położony na segmenty energetyki i resorty obrony). W krótkim terminie zwracamy uwagę, że w 2-3Q’25 spółka miała 16-19% marży brutto ze sprzedaży, takie poziomy mogą być trudne do powtórzenia (wejście do realizacji nowych kontraktów, mniejszy efekt optymalizacji widoczny rok temu), co może wpływać na dynamikę wyników na niższych poziomach rachunku zysków i strat.

	2022	2023	2024*	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	505,6	546,9	524,8	590,6	716,0	878,5
Zysk na sprzedaży [mln PLN]	39,4	50,8	48,6	49,9	62,5	75,7
EBITDA [mln PLN]	38,1	38,7	58,6	55,3	67,2	80,6
EBIT [mln PLN]	33,2	34,2	54,2	50,6	62,5	75,7
Wynik brutto [mln PLN]	30,4	32,3	64,2	47,4	60,6	74,2
Wynik netto [mln PLN]	22,0	22,4	54,1	38,2	49,1	60,1
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-50,5	-27,1	-35,8	-41,2	-47,5	-52,1
DPS [PLN/akcje]	0,00	1,55	2,50	2,50	2,87	3,69
P/BV	5,2	5,0	3,9	3,5	3,1	2,7
P/E	23,6	23,2	9,6	13,6	10,6	8,6
P/E skoryg	23,6	23,2	13,6	13,6	10,6	8,6
EV/EBITDA	12,3	12,7	8,2	8,6	7,0	5,8
EV/EBIT	14,1	14,4	8,9	9,4	7,5	6,2

*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]	51,6
Wycena porównawcza [PLN]	56,8
Wycena końcowa [PLN]	52,6
Potencjał do wzrostu / spadku	1,2%
Koszt kapitału	13,6%

Cena rynkowa [PLN]	52,0
Kapitalizacja [mln PLN]	519,1
Ilość akcji [mln. szt.]	10,0

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	55,3
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	39,9

Stopa zwrotu za 3 mc	6,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	24,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	33,1%

Struktura akcjonariatu:	
Vesper Fundacja Rodzinna	13,2%
Krzysztof i Ewa Folta	10,4%
Futuro Fundacja Rodzinna	6,0%
NN OFE	5,9%
OFE Allianz	5,1%
Pozostali	59,4%

stopa zwrotu po uwzględnieniu dywidend

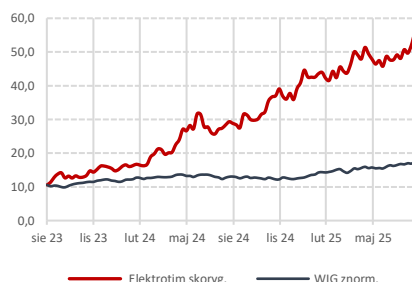
Krzysztof Pado

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	4
PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....	6
OTOCZENIE RYNKOWE I KOSZTOWE.....	7
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	10
DANE FINANSOWE	15

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
P/E	23,6	23,2	9,6	13,6	10,6	8,6	8,1
P/BV	5,3	4,9	3,9	3,5	3,1	2,7	2,5
EV/EBITDA	12,3	12,7	8,2	8,6	7,0	5,8	5,3
EV/EBIT	14,1	14,4	8,9	9,4	7,5	6,2	5,7
EV/S	0,9	0,9	0,9	0,8	0,7	0,5	0,5
BVPS	9,8	10,5	13,4	14,8	16,8	19,1	21,1
EPS	2,2	2,2	5,4	3,8	4,9	6,0	6,4
DPS (w danym roku)	0,0	1,5	2,5	2,5	2,9	3,7	4,5
Payout ratio	0,0	0,7	1,1	0,5	0,8	0,8	0,8

Wyniki roczne [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	505,6	546,9	524,8	590,6	716,0	878,5	938,6
Instalacje	303,5	175,3	368,4	327,6	414,0	497,2	503,6
Sieci	158,9	371,6	156,3	263,0	301,9	381,3	435,0
Automatyka	42,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	67,5	76,1	80,6	86,0	105,7	129,3	137,7
Instalacje	47,9	10,1	58,5	42,6	58,4	71,4	71,7
Sieci	13,5	66,0	22,2	43,4	47,3	58,0	66,0
Automatyka	6,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SG&A	28,1	25,3	32,0	36,1	43,2	53,7	57,3
PPO/PKO	-6,2	-16,6	5,6	0,7	0,0	0,0	0,0
EBITDA	38,1	38,7	58,6	55,3	67,2	80,6	85,4
EBIT	33,2	34,2	54,2	50,6	62,5	75,7	80,4
Zysk brutto	30,4	32,3	64,2	47,4	60,6	74,2	79,4
Zysk netto	22,0	22,4	54,1	38,2	49,1	60,1	64,3
Dług netto	-50,5	-27,1	-35,8	-41,2	-47,5	-52,1	-64,5

Wskaźniki	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	82%	8%	-4%	13%	21%	23%	7%
EBITDA zmiana r/r	158%	1%	52%	-6%	22%	20%	6%
Zysk netto zmiana r/r	233%	2%	142%	-29%	29%	22%	7%
Marża brutto na sprzedaży	13,3%	13,9%	15,4%	14,6%	14,8%	14,7%	14,7%
Marża EBITDA	7,5%	7,1%	11,2%	9,4%	9,4%	9,2%	9,1%
Marża netto	4,3%	4,1%	10,3%	6,5%	6,9%	6,8%	6,8%
ROE	22,4%	21,2%	40,3%	25,9%	29,3%	31,5%	30,6%
ROA	8,2%	8,3%	20,5%	13,2%	14,6%	15,3%	15,1%

Bilans [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	57,1	43,6	41,6	41,8	41,7	41,8	41,7
WNiP	6,5	6,6	6,8	7,0	7,1	7,3	7,5
Rzeczowe aktywa trwałe	12,4	13,1	19,7	19,8	19,5	19,4	19,1
Pozostałe aktywa trwałe	38,1	24,0	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1
Aktywa obrotowe	211,2	225,0	222,1	248,1	294,6	351,8	382,8
Zapasy	3,4	2,9	8,5	9,5	11,5	14,2	15,1
Należności krótkoterminowe	151,2	189,0	165,1	185,8	225,2	276,3	295,2
Środki pieniężne	56,7	33,2	48,5	52,8	57,9	61,3	72,4
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	268,3	268,6	263,7	289,9	336,3	393,6	424,5
Kapitał własny	98,1	105,3	134,1	147,3	167,8	191,1	210,3
Udziały mniejszości	1,1	-2,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Zobowiązania i rezerwy	169,2	165,4	129,3	142,3	168,3	202,2	214,0
Rezerwy na zobowiązania	21,6	33,2	31,8	35,4	42,3	51,2	54,5
Oprocentowane zobowiązania	6,2	6,1	12,8	11,6	10,4	9,2	7,9
Zobowiązania pozostałe	141,4	126,2	84,7	95,3	115,6	141,8	151,5
Pasywa razem	268,3	268,6	263,7	289,9	336,3	393,6	424,5
Dług netto	-50,5	-27,1	-35,8	-41,2	-47,5	-52,1	-64,5
Dług netto / Kapitał własny	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Dług netto / EBITDA	-1,3	-0,7	-0,6	-0,7	-0,7	-0,6	-0,8

Rachunek przepływu [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
CFO	37,5	-3,9	45,8	35,3	39,1	45,9	61,6
CFI	5,5	2,5	0,1	-4,9	-3,5	-3,6	-3,3
CFF	-5,0	-22,2	-30,6	-26,2	-30,9	-39,0	-47,2
- w tym dywidenda	0,0	15,4	25,0	25,0	28,6	36,8	45,1
Przepływy pieniężne netto	38,0	-23,6	15,4	4,3	4,7	3,2	11,1
CAPEX / Amortyzacja	34%	41%	29%	105%	105%	105%	98%

ELEKTROTIM

Rekomendacja	Trzymaj	www:	www.elektrotim.pl
Wycena końcowa [PLN]	52,6		
Potencjał	1,2%	daty najbliższych raportów:	
Cena rynkowa [PLN]	52,00	2Q'25:	9 wrz
Ilość akcji [mln. szt.]	10,0	3Q'25:	25 lis
Kapitalizacja [mln PLN]	519,1		

Wyniki Q [mln PLN]	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25P
Przychody	62,0	111,6	162,5	188,7	90,8	125,0
Instalacje	35,7	71,1	122,0	368,4	55,3	80,0
Sieci	26,2	40,5	40,5	156,3	35,5	45,0
Automatyka	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	8,1	18,0	30,4	24,2	12,7	18,7
Instalacje	6,9	12,2	23,6	58,5	5,1	11,7
Sieci	1,2	5,8	6,8	22,2	7,6	7,0
Automatyka	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SG&A	6,3	8,8	7,1	9,8	7,6	9,5
PPO/PKO	6,2	-0,5	-0,3	0,2	0,7	0,0
EBITDA	9,0	9,7	24,2	15,8	6,9	10,3
EBIT	7,9	8,7	23,1	14,6	5,7	9,2
Zysk brutto	22,3	9,3	20,7	11,9	5,5	8,4
Zysk netto	21,1	8,0	16,4	8,6	4,3	6,8
Dług netto	-39,8	4,2	31,0	-35,8	-14,2	17,0

Wskaźniki	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25P
Przychody zmiana r/r	-36,4%	-13,0%	-11,3%	36,8%	46,6%	12,0%
EBITDA zmiana r/r	3,8%	-38,9%	52,8%	---	-22,8%	6,3%
Zysk netto zmiana r/r	265,7%	-28,1%	68,0%	---	-79,7%	-14,9%
Marża brutto na sprzedaży	13,1%	16,1%	18,7%	12,8%	13,9%	14,9%
Marża EBITDA	14,5%	8,7%	14,9%	8,3%	7,6%	8,3%
Marża netto	34,0%	7,2%	10,1%	4,6%	4,7%	5,5%

Wskaźniki II	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
EPS, Adj+	2,20	2,24	5,42	3,83	4,92	6,02
Revenue	505,6	546,9	524,8	590,6	716,0	878,5
Gross Margin %	13,3%	13,9%	15,4%	14,6%	14,8%	14,7%
EBIT	33,2	34,2	54,2	50,6	62,5	75,7
EBITDA	38,1	38,7	58,6	55,3	67,2	80,6
Net Income Adj+	22,0	22,4	54,1	38,2	49,1	60,1
Net Debt	-50,5	-27,1	-35,8	-41,2	-47,5	-52,1
BPS	9,82	10,55	13,43	14,76	16,81	19,14
DPS	0,00	1,55	2,50	2,50	2,87	3,69
Return on Equity %	22,4%	21,2%	40,3%	25,9%	29,3%	31,5%
Return on Assets %	8,2%	8,3%	20,5%	13,2%	14,6%	15,3%
Depreciation	4,7	4,3	4,3	4,5	4,9	4,8
Amortization	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3
Free Cash Flow	43,0	-1,4	46,0	30,4	35,7	42,3
CAPEX	1,7	1,8	1,3	4,9	4,9	5,1

Główne czynniki ryzyka:

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

WYCENA I PODSUMOWANIE

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	51,6
Wycena metodą porównawczą	20%	56,8
Wycena 1 akcji [PLN]		52,6

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 (5,6%), 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 1 września 2025.

Model DCF

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	590,6	716,0	878,5	938,6	1 006,8	1 044,8	1 077,6	1 106,0	1 130,4	1 152,0
EBIT [mln PLN]	50,6	62,5	75,7	80,4	85,6	88,3	90,5	92,2	93,5	94,5
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	9,8	11,9	14,4	15,3	16,3	16,8	17,2	17,5	17,8	18,0
NOPLAT [mln PLN]	40,8	50,6	61,3	65,1	69,4	71,5	73,3	74,7	75,7	76,5
Amortyzacja [mln PLN]	4,6	4,7	4,9	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,2
CAPEX [mln PLN]	-4,9	-4,9	-5,1	-5,0	-5,2	-5,1	-5,2	-5,2	-5,2	-5,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-8,2	-15,6	-20,2	-7,5	-8,5	-4,7	-4,1	-3,5	-3,0	-2,7
FCF [mln PLN]	32,4	34,8	40,8	57,7	60,8	66,8	69,2	71,1	72,7	73,8
DFCF [mln PLN]	31,1	29,4	30,5	37,9	35,2	34,1	31,1	28,2	25,3	22,7
Suma DFCF [mln PLN]	305,5									
Wartość rezydualna [mln PLN]	649,3	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	199,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	504,7									
Dług netto 2024P [mln PLN]	-35,8									
Wyplacona dywidenda [mln PLN]	25,0									
Udział mniejszości [mln PLN]	0,3									
Wartość kapitału [mln PLN]	515,2									
Ilość akcji [mln szt.]	10,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	51,6									
Przychody zmiana r/r	12,6%	21,2%	22,7%	6,8%	7,3%	3,8%	3,1%	2,6%	2,2%	1,9%
EBIT zmiana r/r	-6,7%	23,5%	21,1%	6,2%	6,6%	3,1%	2,5%	1,9%	1,4%	1,1%
FCF zmiana r/r	---	7,5%	17,4%	41,2%	5,4%	9,9%	3,6%	2,8%	2,2%	1,6%
Marża EBITDA	9,4%	9,4%	9,2%	9,1%	9,0%	8,9%	8,9%	8,8%	8,7%	8,6%
Marża EBIT	8,6%	8,7%	8,6%	8,6%	8,5%	8,5%	8,4%	8,3%	8,3%	8,2%
Marża NOPLAT	6,9%	7,1%	7,0%	6,9%	6,9%	6,8%	6,8%	6,8%	6,7%	6,6%
CAPEX / Przychody	0,8%	0,7%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%
CAPEX / Amortyzacja	105,0%	105,0%	105,0%	98,4%	101,8%	100,6%	100,7%	100,3%	100,4%	100,4%
Zmiana KO / Przychody	1,4%	2,2%	2,3%	0,8%	0,8%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%

Kalkulacja WACC

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Stopa wolna od ryzyka	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%
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	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%
Udział kapitału własnego	96,0%	96,9%	97,7%	98,1%	98,6%	99,0%	99,2%	99,4%	99,7%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,7%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Udział kapitału obcego	4,0%	3,1%	2,3%	1,9%	1,4%	1,0%	0,8%	0,6%	0,3%	0,0%
WACC	13,3%	13,4%	13,4%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,6%	13,6%	13,6%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					Beta				
beta	1,00%	2,00%	3,00%	Premia za ryzyko	1,00%	2,00%	3,00%	Premia za ryzyko	0,9	1,0	1,1			
	0,8	57,5	60,1		63,3	6,0%	59,7		62,7	66,3	6,0%	66,9	62,7	58,9
	0,9	53,4	55,5		58,1	7,0%	54,3		56,6	59,3	7,0%	60,7	56,6	53,0
	1,0	49,8	51,6		53,7	8,0%	49,8		51,6	53,7	8,0%	55,5	51,6	48,2
	1,1	46,7	48,2		49,9	9,0%	46,0		47,4	49,1	9,0%	51,2	47,4	44,2
	1,2	44,0	45,2		46,6	10,0%	42,7		43,9	45,2	10,0%	47,4	43,9	40,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych operujących w segmencie instalacyjnym i energetycznym. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (33% dla każdego roku). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki 56,8 PLN/akcję. W stosunku do poprzedniej wyceny usunęliśmy z grupy porównawczej Ondę, które przy obecnej strategii trzymania aktywów OZE na własnym bilansie stało się nieporównywalne wskaźnikowo.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Atrem	16,2	14,4	13,4	11,1	9,8	9,0
Budimex	20,8	20,3	17,9	11,7	10,5	9,1
Introl	8,5	8,7	8,3	4,4	4,3	3,9
Mostostal Zabrze	10,5	10,6	10,5	3,4	3,5	3,4
Mediana	13,3	12,5	11,9	7,8	7,0	6,4
Elektrotim	13,6	10,6	8,6	8,6	7,0	5,8
Premia/dyskonto do mediany	2%	-15%	-28%	11%	0%	-10%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	51,0	61,5	71,7	47,2	52,1	57,2
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		61,4			52,2	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	56,8					

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

Poniżej prezentujemy przy jakich wskaźnikach handlowana jest francuska spółka SPIE, która aktywnie uczestniczy w konsolidacji rynku budownictwa elektroenergetycznego w Polsce (cała grupa opiera się na rozwoju w czterech kierunkach: energetyka, usługi dla przemysłu, smart-city, wydajne budynki, 2/3 przychodów generowane jest we Francji i Niemczech).

Mnożniki rynkowe oraz konsensus dla SPIE

	P/E			EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
SPIE	17,0	15,0	13,9	9,2	8,3	7,5
Przychody [mln EUR]	10 556	11 123	11 715			
EBITDA [mln EUR]	1 059	1 135	1 205			
marża EBITDA	10,0%	10,2%	10,3%			
EBIT [mln EUR]	719	782	842			
Zysk netto [mln EUR]	473	534	579			
marża netto	4,5%	4,8%	4,9%			
Dług netto [mln EUR]	1 714	1 373	1 046			

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

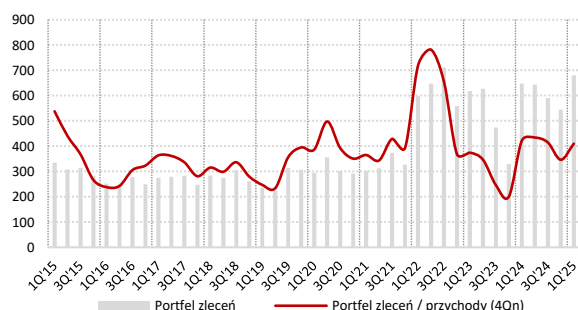
PORTFEL ZAMÓWIEŃ

Istotne kontrakty podpisane od początku 2023 roku

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]	Koniec
2025				
2025-07-28	PEJ	Projekt i budowa (opcja) stacji elektroenergetycznej 110/15kV z liniami zasilającymi	162	nko
2025-07-23	PGE EK	Budowa podstacji trakcyjnej PT Kościerzyna	16	2026-08
2025-07-11	Energa-Operator	budowa stacji elektroenergetycznej RS 110kV Elbląg Północ	34	2026-11
2025-05-14	Polonez Plus	Instalacje elektryczne w ramach inwestycji Mercedes Benz w Jaworze (pakiet D)	30	2026-11
2025-04-10	Stoen Operator	Modernizacja stacji elektroenergetycznej 110/15 kV Białoleka	37	2027-11
2025-04-01	Tauron Dystrybucja	Modernizacja stacji elektroenergetycznej 110/15kV Dworzowie	26	2027-03
2025-02-28	Enea Operator	Przebudowa stacji 110/15 kV Golczewo	23	2026-08
2025-02-18	Tauron Dystrybucja	Budowa linii 110kV GPZ Wieczysta - GPZ Mennicza we Wrocławiu	17	2026-08
2025-01-31	Tauron Dystrybucja	Modernizacja stacji elektroenergetycznej 110/20 kV R-361 (Marciszów)	25	2027-10
2025-01-24	Strabag	Wykonanie oświetlenia nawigacyjnego w Porcie Lotniczym we Wrocławiu	21	2026-10
2025-01-10	Tauron Dystrybucja	Budowa rozdzielni 20kV w stacji elektroenergetycznej Wirek	21	2026-11
2025-01-09	EDF RP	Budowa magazynu energii Stary Grodków	27	2025-12
2024				
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	227	2025-07
2024-01-24	Tauron Dystrybucja	Budowa linii kablowej 110 kV (GPZ Walecznych - Kurkowa)	24	2026-04
2023				
2023-12-28	GDDKIA	Poprawa bezpieczeństwa ruchu drogowego na DK35 w m. Unisław Śląski	10	2024-12
2023-11-16	KGHM	Wymiana rozłączników prądowych oraz magistrali szyn prądowych przy grupach wani elektrolitycznych w HMG	45	2025-01
2023-10-05	Stołeczny Zi	Rozbudowa systemu alarmowego w kompleksie wojskowym K-0596 Goławice	4	2025-03
2023-08-07	Stołeczny Zi	Wymiana ogrodzenia w kompleksie wojskowym nr K-0596 Goławice	11	2025-01
2023-06-05	PGE Dystrybucja	Budowy stacji 110 kV Krasnosielc wraz z linią zasilającą 110 kV	22	2024-12
2023-05-19	CZ Cyberprzestrzeni SZ	Budowa linii światłowodowych pomiędzy kompleksami w m. Gdynia, Rumia, Łężyce, Wejherowo, Ruczewo	15	2024-12
2023-04-05	RZI w Gdyni	Przebudowa budynków w Porcie Wojennym Gdynia	15	2025-10
2023-03-29	PKP Energetyka	Budowa podstacji trakcyjnej PT Knyszyn i RS Knyszyn	24	2024-06
2023-03-07	Tauron Dystrybucja	Projekt i roboty na stacji R-Uczniowska w Wałbrzychu	15	2024-11
2023-01-31	PKP Energetyka	Budowa podstacji trakcyjnej Lubinek i Zduńska Wola Karsznice	54	2023-07

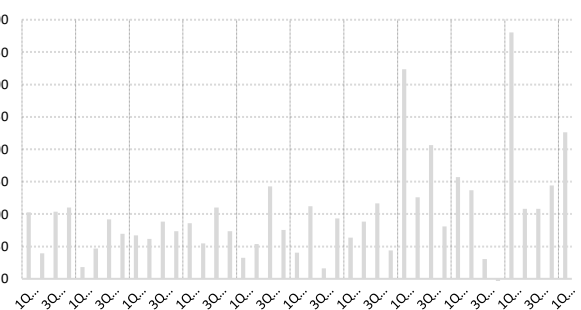
Źródło: BDM S.A., spółka

Portfel / przychody za ostatnie 4Q



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



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

Backlog na koniec 1Q'25 wynosił 680 mln PLN (vs 545 mln PLN po 4Q'24 i 648 mln PLN rok temu). Natomiast portfel po kwietniu'25 wynosił rekordowe w historii spółki 748 mln PLN (z tego 507 mln PLN przypada do realizacji w 2025 roku). Dodatkowo spółka miała wtedy złożone 70 mln PLN w najlepszych ofertach w kolejnych przetargach (które skonwertowały się na umowy w 2Q'25, w całym 2Q'25 spółka podpisała wg komunikatów bieżących umowy za 93 mln PLN. Natomiast w 3Q'25 spółka dotychczas poinformowała o podpisaniu umów na 50 mln PLN.

W 3Q'25 podano informację wybraniu oferty Elektrotimu przez PEJ na 162 mln PLN na projekt (10 mln PLN) i budowę (opcja na 152 mln PLN – jeśli budowa miałaby się rozpocząć to PEJ ma prawo do skorzystania z opcji do X'25) stacji elektroenergetycznej 110/15kV. Przetarg dla PEJ dotyczy stacji na potrzeby budowy i zasilania rezerwowego potrzeb własnych obiektów Elektrowni Jądrowej.

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

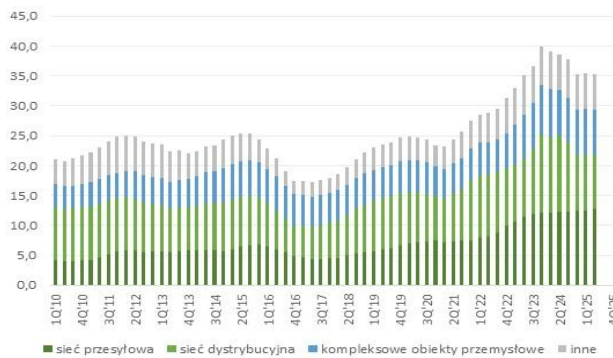
OTOCZENIE RYNKOWE I KOSZTOWE

Potencjał rynkowy

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

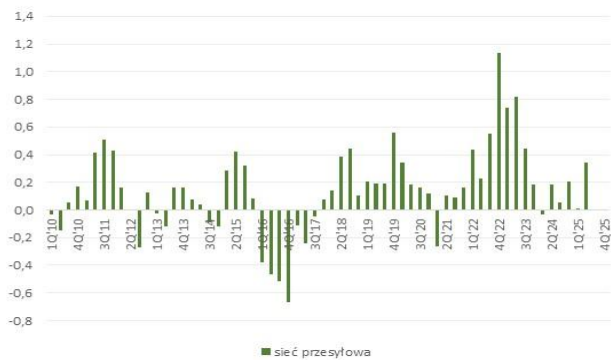
W 2024 roku dynamika realizowanych inwestycji była ujemna w obszarze sieci dystrybucyjnych oraz kompleksowych obiektów przemysłowych, natomiast wzrost r/r odnotowano w obrębie sieci przesyłowych oraz innych obiektów (zalicza się tu m.in. wojsko). W 1H'25 widzimy nadal tendencję wzrostową na przesyłach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

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



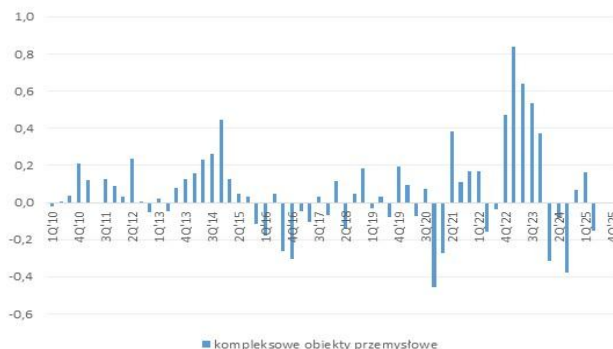
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



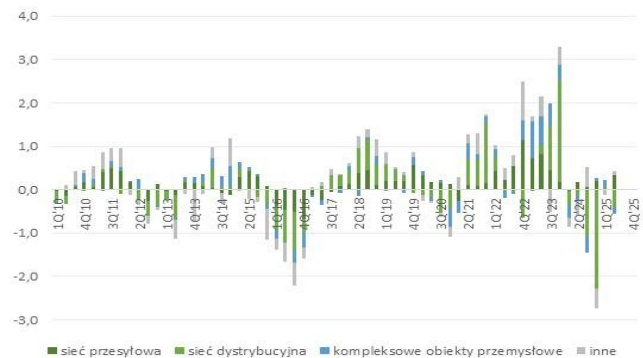
Źródło: DM BDM S.A., GUS, transport ropy, gazu, energii, wody, ścieków, sieć telco

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



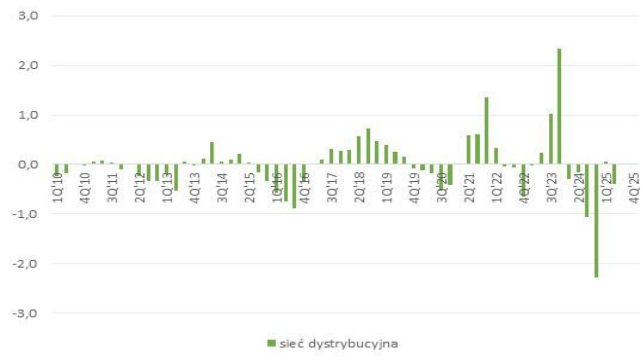
Źródło: DM BDM S.A., GUS, m.in. elektrownie, obiekty przemysłowe niebędące budynkami

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



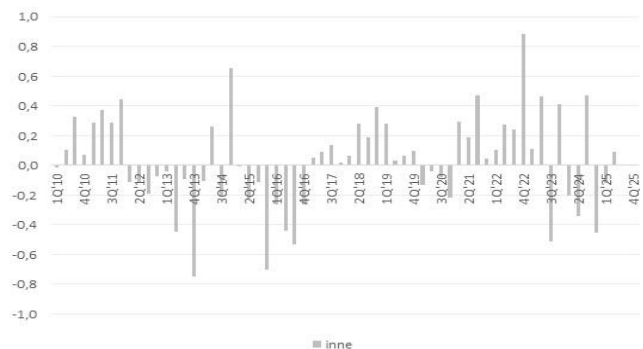
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



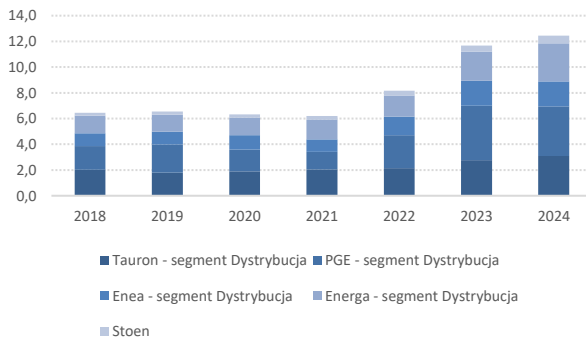
Źródło: DM BDM S.A., GUS, sieć rozdzielcza gazu, energii, wodociągi, oczyszcz. ścieków, kanalizacja

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



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

Nakłady spółek dystrybucji energii [mld PLN]



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

Dystrybucja energii – inwestycje OSD

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

Energetyka Jądrowa

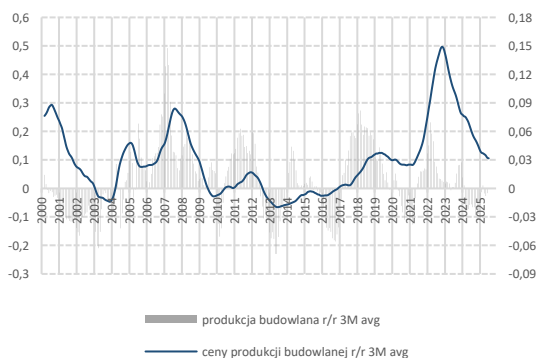
Elektrotim ma status aktywnego, kwalifikowanego wykonawcy i usługodawcy w Bechtel, co pozwala na udział w działaniach przygotowawczych do realizacji inwestycji w budowę pierwszej w Polsce elektrowni jądrowej. W lutym'25 sejm przyjął ustawę o przekazaniu z budżetu kwoty do 60,2 mld PLN na budowę elektrowni w latach 2025-30 (cały projekt może kosztować ok 200 mld PLN). Warunkiem dokapitalizowania spółki PEJ jest zgoda Komisji Europejskiej na pomoc publiczną ([link](#), [link2](#)).

Strona kosztowa - aktualna sytuacja

Istotną (ale już nie największą) pozycję w strukturze kosztów spółki stanowią koszty zużycia materiałów i energii (42% w 2024). Spółka wskazuje na ekspozycję na miedź, aluminium i stal (obecnie porównywalne r/r ceny w PLN). Kategoria „elektryka i oświetlenie” w danych PSB wskazywała na kilku procentowe spadki cen r/r w okresie 4Q'23 -2Q'25. Głównymi dostawcami dla spółki są hurtownie elektrotechniczne (np. Elektro-Invest) oraz producenci jak Tele-Fonika czy Schneider.

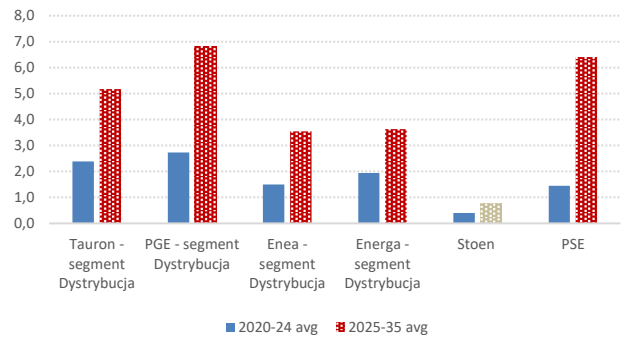
Drugą główną pozycją kosztową w 2024 roku były usługi obce na poziomie 41% (podwykonawcy), Istotne są także wynagrodzenia z 15% udziałem.

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



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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



Źródło: DM BDM S.A., strategię spółek

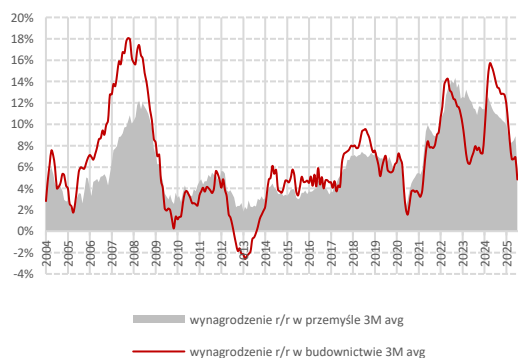
PSE – program inwestycyjny

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

Sektor obronny

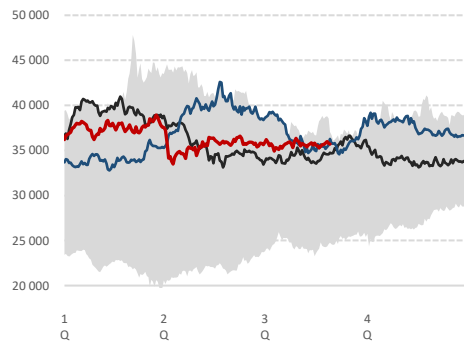
Pod koniec 2024 roku Straż Graniczna potwierdziła plany dalszej rozbudowy systemu nadzoru ochrony granicy państwowej ([link](#)). Zapowiadane w tym kontekście było postępowanie na odcinek ukraiński o wartości do 0,4 mld PLN. Natomiast w planach MON zwracamy uwagę m.in. na zapowiedzi modernizacji lotnisk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

Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce



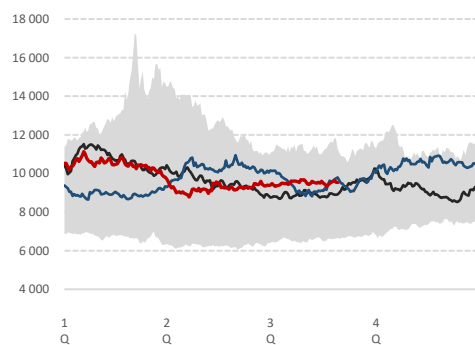
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Cena miedzi [PLN/t]



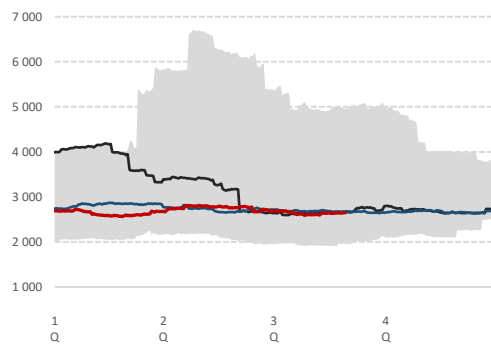
min - max 5Y 2023 2024 2025

Cena aluminium [PLN/t]



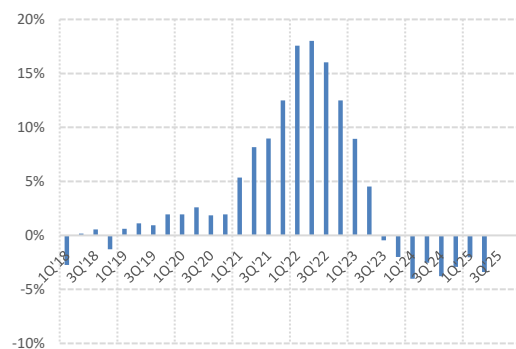
min - max 5Y 2023 2024 2025

Cena stali – Europa [PLN/t]



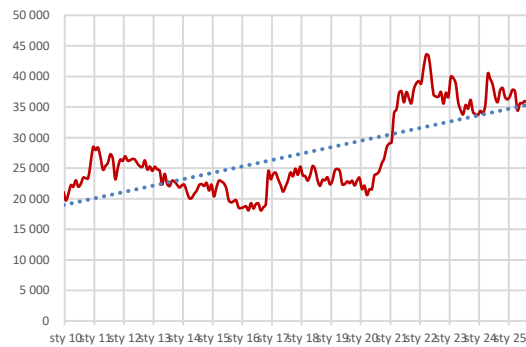
min - max 5Y 2023 2024 2025

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



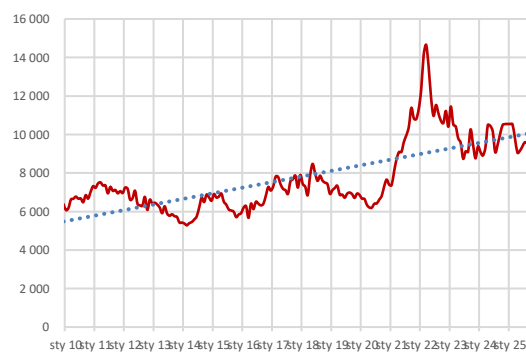
Źródło: BDM S.A., PSB

Cena miedzi [PLN/t]



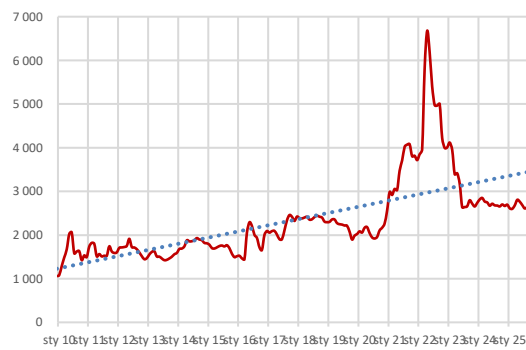
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena aluminium [PLN/t]



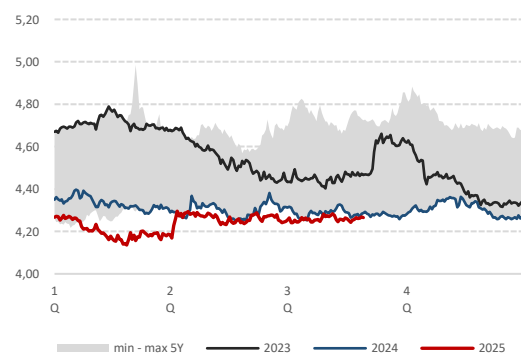
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena stali – Europa [PLN/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EUR/PLN



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki za 1Q'2025 [mln PLN]

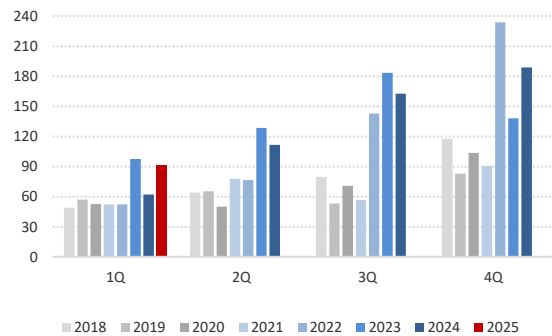
	1Q'24	1Q'25	zmiana r/r	1Q'25P BDM	odchyl.
Przychody	62,0	90,8	46,6%	88,0	3,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	8,1	12,7	55,9%	11,8	7,1%
Zysk na sprzedaży	1,8	5,0	182,5%	4,8	4,3%
PPO/PKO	6,2	0,7	-88,5%	0,0	---
EBITDA	9,0	6,9	-22,8%	6,0	16,2%
EBIT	7,9	5,7	-27,9%	4,8	19,0%
Zysk brutto	22,3	5,5	-75,3%	4,4	24,6%
Zysk netto	21,1	4,3	-79,7%	3,6	19,7%
Marża brutto ze sprzedaży	13,1%	13,9%		13,4%	
Marża EBITDA	14,5%	7,6%		6,8%	
Marża EBIT	12,8%	6,3%		5,5%	
Marża zysku netto	34,0%	4,7%		4,1%	

Źródło: BDM S.A., spółka

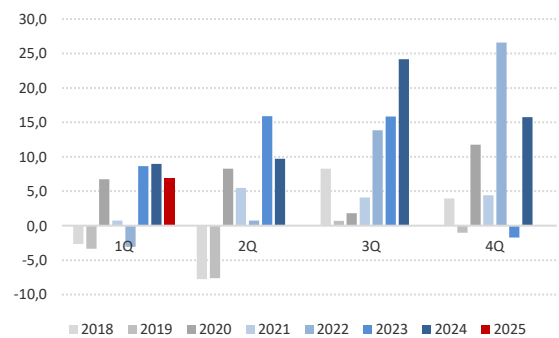
- Przychody w 1Q'25 wyniosły 90,8 mln PLN (+47% r/r, 3% powyżej naszych założeń).
- Rentowność brutto ze sprzedaży (13,8%) była nieco powyżej naszych założeń (zakładaliśmy 13,4% vs 13,1% rok temu i 15,4% w 2024).
- Poziom 21% marży brutto ze sprzedaży odnotowano w segmencie Sieci Elektroenergetyczne oraz 9% marży w segmencie Instalacje i Infrastruktura (vs odpowiednio 5% i 19% w 1Q'24).
- Koszty SG&A były wyższe o 20% r/r (7,6 mln PLN vs 6,3 mln PLN).
- Lekko dodatni był wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej w 1Q'25 (+0,7 mln PLN). Należy pamiętać, że dane z 1Q'24 nie są porównywalne. Na poziomie salda pozostałej działalności operacyjnej (+6,2 mln PLN) wykazano wtedy przychody z tytułu rozwiązania rezerwy, odszkodowania oraz część pozycji związanych z dekonsolidacją Zeusa. Natomiast główny wpływ dekonsolidacji Zeusa (+18,2 mln PLN) pokazano poniżej EBIT.
- EBITDA w 1Q'25 wyniosła 6,9 mln PLN (vs 9,0 mln PLN rok temu i 6,0 mln PLN nasze oczekiwania).
- Saldo finansowe było z ujemnym wpływem na poziomie -0,2 mln PLN.
- Skonsolidowany zysk netto w 1Q'25 wyniósł 4,3 mln PLN (spodziewaliśmy się 3,6 mln PLN). Efektywna stawka podatku dochodowego wyniosła 22%.
- Przepływy z działalności operacyjnej były ujemne i wyniosły -19,6 mln PLN w 1Q'25 (rok temu +18,1 mln PLN). Na koniec okresu spółka miała 14,2 mln PLN gotówki netto (39,8 mln PLN rok temu).

Podsumowując, wyniki spółki za 1Q'25 były lekko powyżej naszych oczekiwań. Wyraźnie ujemny był CF operacyjny (w poprzednich dwóch latach w 1Q był dodatni), ale należy brać pod uwagę, że bardzo mocny był 4Q'24. Po kwietniu spółka miała rekordowy portfel zleceń (748 mln PLN, z tego 507 mln PLN przypadało jeszcze na 2025 rok).

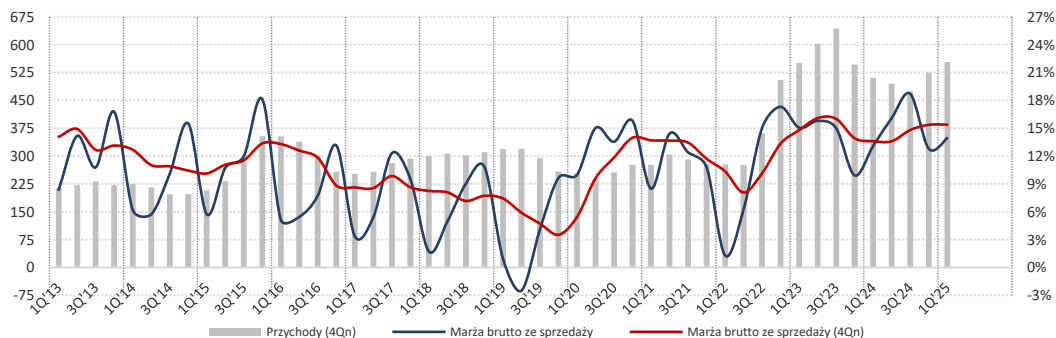
Przychody [mln PLN]



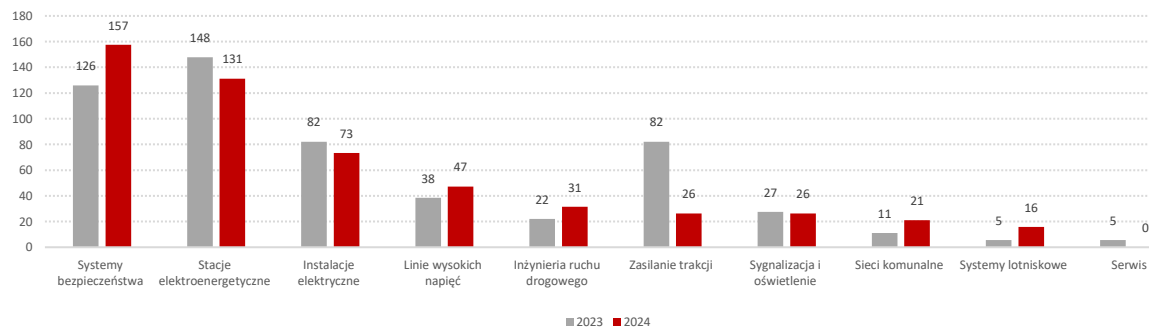
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka
EBITDA [mln PLN]



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 1Q'25 (27/05/2025)**1Q'25**

- spółka zadowolona z 1Q'25
- nie było jednego dominującego kontraktu (w Instalacjach – perymetria, Goleniów, KGHM, w Sieciach – wiele kontraktów na początkowym etapie)
- w 1Q'25 większe rezerwy na bonusy r/r
- część projektowa kontraktów ma wyższe marże niż wykonawcza (obecnie widać to w segmencie Sieci)
- spółka co miesiąc weryfikuje rentowność kontraktów, co może wpływać na kwartalne odchylenia marży (szczególnie przy niskim poziomie przychodów)
- aktywa z tytułu umów: 50 mln PLN – perymetria, 20 mln PLN – Goleniów, kilkanaście mln PLN – KGHM; spływ gł. w 3Q'25

Perspektywa 2025

- spółka nie publikuje prognoz

Konkurencja

- widoczna presja cenowa, dużo podmiotów w przetargach
- spółka nie chce uczestniczyć w walce cenowej
- są nowe firmy z PL, raczej nie ma firm spoza UE

Marże

- spółka nie chce budować skali kosztem rentowności
- spółka stara się zabezpieczyć koszty w momencie podpisania umowy (miedź, podwykonawcy, FX)

Koszty

- zarząd dostrzega ryzyko wzrostu kosztów przy kumulacji prac (np. przy modernizacji sieci energetycznych)
- 1/3 pracowników to pracownicy „wykonawczy”, spółka stara się realizować kluczowe zakresy prac własnymi siłami

Zatrudnienie

- spółka ma zabezpieczoną kadrę na najbliższe 2 lata wzrostu
- spółka chce rozwijać kadry w kontekście zakładanych wzrostów w kolejnych latach
- spółka inwestuje w IT pod kątem automatyzacji procesów

Perymetria na Bugu

- ok 75% kontraktu zostało rozpoznane w przychodach (ok 10% w 1Q'25%)

Tarcza Wschód

- nie ma istotnych przetargach dotychczas

Resorty Obronne

- przetarg na perymetrię na granicy z UA powinien pojawić się na przełomie 2/3Q'25

Magazyny energii

- spółka planuje start w przetargach P&B

PSE

- obecnie ok 200 mln PLN w bieżącym ofertowaniu spółki

Dystrybucja

- przetargów już jest sporo, intensyfikacja nastąpi w 3-4Q'25

Portfel

- większość kontraktów ma wpisane klauzule waloryzacyjne (różnego typu)
- portfel to kwoty do zafakturowania dla zamawiających

Ofertowanie

- wartość złożonych ofert to ok 1 mld PLN

Strategia

- publikacja do końca roku
- będzie uwzględniać
- nie będzie rewolucyjna, ale możliwa jest akcentacja nowych obszarów (np. wielkoskalowe magazyny energii, cyberbezpieczeństwo, centra danych, systemu antydronowe, atom/SMR)

Proгноzy

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

	2025P poprzednio	2025P wykonanie	zmiana	2026P poprzednio	2026P aktualnie	zmiana	2027P poprzednio	2027P aktualnie	zmiana
Przychody	572,8	590,6	3,1%	698,0	716,0	2,6%	877,8	878,5	0,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	85,6	86,0	0,5%	104,5	105,7	1,2%	130,1	129,3	-0,6%
EBITDA	54,8	55,3	0,9%	66,4	67,2	1,2%	80,7	80,6	-0,1%
EBIT	50,2	50,6	0,8%	61,7	62,5	1,3%	75,8	75,7	-0,1%
Zysk (strata) netto	38,4	38,2	-0,5%	48,5	49,1	1,3%	60,3	60,1	-0,3%
Dług (gotówka) netto	-43,5	-41,2	---	-49,0	-47,5	---	-52,2	-52,1	---
Marża brutto ze sprzedaży	14,9%	14,6%		15,0%	14,8%		14,8%	14,7%	
Marża EBITDA	9,6%	9,4%		9,5%	9,4%		9,2%	9,2%	
Marża EBIT	8,8%	8,6%		8,8%	8,7%		8,6%	8,6%	
Marża zysku netto	6,7%	6,5%		6,9%	6,9%		6,9%	6,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *poprzednia rekomendacja z 8.05.2025

- Wyniki 1Q'25 nie odbiegały zbyt od naszych prognoz. Dokonujemy kosmetycznych zmian w naszych założeniach rocznych (bazując na pozyskanych ostatnio kontraktach).
- Prognozy dotyczące 2Q'25 przedstawialiśmy w materiale z 25 lipca 2025 ([link](#)).
- Zwracamy uwagę odnośnie 2 i 3Q'25 na wysoką bazę na rentowności z ubiegłego roku, którą podbijał wtedy m.in. jeden z kontraktów w obszarze przemysłu – trudno może być o osiągnięcie zbliżonych parametrów w tym roku. Do realizacji wchodzi też nowe kontrakty zdobywane po dłuższej luce przetargowej. Pewnym źródłem niepewności jest też dla nas finalne rozliczenie marży na kontrakcie na perymetrię na Bugu (zarząd na ostatniej konferencji wynikowych wskazywał, że kontrakt ten raczej obniżał marżę spółki). W naszych prognozach nie mamy ujęte większych odchyleń z tytułu tego kontraktu przy jego rozliczeniu (przy finalnym rozliczeniu perymetrii na granicy lądowej z Białorusią spółka ujęła rezerwy gwarancyjne, później zmieniono politykę w tym zakresie i rezerwy były naliczane w trakcie trwania kontraktu).
- Prawdopodobne podpisanie umowy na zlecenie z PEJ (i uruchomienie opcji na zakres budowlany) powinno w mocnym stopniu uwiarygadniać zakładany przez nas wzrost przychodów w 2026 roku.
- Według opublikowanych na przestrzeni ostatnich miesięcy strategii w latach 2025-35 roczne nakłady w obszarze OSD dla Tauronu, Enei i Energi mają być średnio >2x wyższe niż średnia w okresie 2020-24 (czekamy jeszcze na finalną aktualizację strategii PGE).
- Pod koniec 2024 roku Straż Graniczna potwierdziła plany dalszej rozbudowy systemu nadzoru ochrony granicy państwowej (zapowiedziano postępowanie na odcinek ukraiński o wartości do 0,4 mld PLN). Ostatni wzrost napięć geopolitycznych powinien także wpłynąć na intensyfikację nakładów na wojsko, w tym infrastrukturę. W planach MON zwracamy uwagę m.in. na zapowiedzi modernizacji lotnisk dla celów wojskowych. Spółka historycznie była dobrze zakorzeniona w obszarze inwestycji obronnych, ale dopiero kontrakty na perymetrię pozwoliły zbudować istotną skalę i przewagi konkurencyjne związane np. z referencjami.
- Zwracamy uwagę także porozumienie PKP PLK i PGE Energetyka Kolejowa w ramach, którego do końca 2029 wybudowanych lub zmodernizowanych zostanie blisko 90 podstacji trakcyjnych i kabin sekcyjnych o wartości ponad 2 mld PLN. Planowane jest też podjęcie decyzji w sprawie budowy lub modernizacji kolejnych 170 obiektów w następnych 5 latach. Elektrotim realizował kilka tego typu kontraktów w 2023 roku.
- Jako czynnik ryzyka naszym zdaniem należy brać pod uwagę ostatnią dynamikę polityczną w Polsce, która może prowadzić do różnych scenariuszy jak: kolejne zmiany we władzach spółek/podmiotów kontrolowanych przez Skarb Państwa (co może skutkować opóźnieniami we wdrażaniu strategii) czy przyspieszone wybory parlamentarne (kolejny okres paraliżu inwestycyjnego).

Nowa strategia

- W 4Q'25 spółka powinna pokazać strategię na lata 2026-30.
- W naszym odczuciu zarząd zbudował już rynkowi oczekiwania na poziomie min. 1 mld PLN przychodów w końcowym okresie horyzontu 2026-30 i utrzymania wysokiej rentowności.
- Po etapie porządkowania biznesu, nie można wykluczyć, że spółka znów otworzy się na akwizycje. W naszej opinii bardziej w kierunku budowania łańcucha wartości niż przejmowania podobnym podmiotów (czyli raczej nie akwizycje w stylu Zeusa a bardziej w kierunku Ostoya DataSystem).
- Ostatnie wypowiedzi prasowe prezesa ([link](#)) sugerują też, że spółka jest przygotowana, by sama stać się celem akwizycyjnym. Zwracamy uwagę na dość rozdrobniony akcjonariat. Aktywnym graczem na polu akwizycji w Polsce jest francuskie SPIE (spółka notowana we Francji, wg konsensusu EV/EBITDA'25=9,2x; w 1H'25 nabyła Elektromontaż-Poznań i LTEC). Możemy sobie także wyobrazić zainteresowanie ze strony

któregoś z krajowych GW lub podmiotu z szerokiego obszaru Skarbu Państwa (np. w celu zachowania kontroli nad procesem inwestycyjnym we wrażliwym obszarze obronności).

Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży	258,6	276,8	277,2	505,6	546,9	524,8	590,6	716,0	878,5	938,6	1 006,8	1 044,8	1 077,6	1 106,0	1 130,4	1 152,0
Sieci	---	---	---	---	329,0	156,3	252,5	301,9	381,3	435,0	479,2	499,9	517,7	533,0	546,2	557,5
Instalacje	---	---	---	---	218,9	368,4	335,3	414,0	497,2	503,6	527,6	544,9	559,9	573,0	584,2	594,5
Zysk brutto ze sprzedaży	9,1	38,7	32,5	67,5	76,1	80,6	86,0	105,7	129,3	137,7	147,1	152,1	156,3	159,7	162,5	164,9
Sieci	---	---	---	---	52,7	22,2	38,8	47,3	58,0	66,0	72,3	75,2	77,6	79,5	81,1	82,4
Instalacje	---	---	---	---	23,4	58,5	46,4	58,4	71,4	71,7	74,8	76,9	78,7	80,2	81,4	82,5
SG&A	22,3	23,8	22,6	28,1	25,3	32,0	36,1	43,2	53,7	57,3	61,5	63,8	65,8	67,5	69,0	70,4
Zysk na sprzedaży	-13,2	14,9	9,8	39,4	50,8	48,6	49,9	62,5	75,7	80,4	85,6	88,3	90,5	92,2	93,5	94,5
Saldo PPO/PKO	-2,9	8,3	-0,6	-6,2	-16,6	5,6	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-11,3	28,6	14,8	38,1	38,7	58,6	55,3	67,2	80,6	85,4	90,7	93,4	95,6	97,3	98,6	99,6
EBIT	-16,1	23,2	9,3	33,2	34,2	54,2	50,6	62,5	75,7	80,4	85,6	88,3	90,5	92,2	93,5	94,5
Saldo finansowe	-2,0	-1,7	-1,6	-2,8	-2,0	10,0	-3,3	-1,9	-1,5	-1,0	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1
Zysk (strata) brutto	-18,1	21,6	7,6	30,4	32,3	64,2	47,4	60,6	74,2	79,4	84,7	87,3	89,5	91,1	92,4	93,4
Zysk (strata) netto	-14,5	16,6	6,6	22,0	22,4	54,1	38,2	49,1	60,1	64,3	68,6	70,7	72,5	73,8	74,8	75,6
CFO	5,7	34,4	1,8	37,5	-3,9	45,8	35,3	39,1	45,9	61,6	64,8	70,4	72,7	74,6	76,0	77,1
Dług (gotówka) netto	21,8	-10,9	-10,1	-50,5	-27,1	-35,8	-41,2	-47,5	-52,1	-64,5	-60,9	-58,7	-56,6	-54,7	-52,9	-51,2
Przychody zmiana r/r	-16,7%	7,0%	0,1%	82,4%	8,2%	-4,1%	12,6%	21,2%	22,7%	6,8%	7,3%	3,8%	3,1%	2,6%	2,2%	1,9%
Sieci	---	---	---	---	---	-52,5%	61,5%	19,6%	26,3%	14,1%	10,2%	4,3%	3,6%	3,0%	2,5%	2,1%
Instalacje	---	---	---	---	---	68,3%	-9,0%	23,5%	20,1%	1,3%	4,8%	3,3%	2,8%	2,3%	2,0%	1,8%
Marża brutto ze sprzedaży	3,5%	14,0%	11,7%	13,3%	13,9%	15,4%	14,6%	14,8%	14,7%	14,7%	14,6%	14,6%	14,5%	14,4%	14,4%	14,3%
Sieci	---	---	---	---	16,0%	14,2%	15,4%	15,7%	15,2%	15,2%	15,1%	15,0%	15,0%	14,9%	14,9%	14,8%
Instalacje	---	---	---	---	10,7%	15,9%	13,8%	14,1%	14,4%	14,2%	14,2%	14,1%	14,1%	14,0%	13,9%	13,9%
SG&A/przychody	8,6%	8,6%	8,2%	5,6%	4,6%	6,1%	6,1%	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Marża na sprzedaży	-5,1%	5,4%	3,5%	7,8%	9,3%	9,3%	8,5%	8,7%	8,6%	8,6%	8,5%	8,5%	8,4%	8,3%	8,3%	8,2%
Marża EBITDA	-4,4%	10,3%	5,3%	7,5%	7,1%	11,2%	9,4%	9,4%	9,2%	9,1%	9,0%	8,9%	8,9%	8,8%	8,7%	8,6%
Marża EBIT	-6,2%	8,4%	3,3%	6,6%	6,3%	10,3%	8,6%	8,7%	8,6%	8,6%	8,5%	8,5%	8,4%	8,3%	8,3%	8,2%
Marża zysku netto	-5,6%	6,0%	2,4%	4,3%	4,1%	10,3%	6,5%	6,9%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,7%	6,7%	6,6%	6,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Aktywa trwałe	43,6	41,6	41,8	41,7	41,8	41,7	41,8	41,8	41,9	41,9	41,9	41,9
Wartości niematerialne i prawne	6,6	6,8	7,0	7,1	7,3	7,5	7,6	7,7	7,8	7,8	7,9	7,9
Rzeczowe aktywa trwałe	13,1	19,7	19,8	19,5	19,4	19,1	19,1	19,0	19,0	18,9	18,9	18,9
Nieruchomości inwestycyjne	0,0	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
Pozostałe aktywa trwałe	24,0	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2
Aktywa obrotowe	225,0	222,1	248,1	294,6	351,8	382,8	400,1	408,8	416,5	423,0	428,3	432,1
Zapasy	2,9	8,5	9,5	11,5	14,2	15,1	16,2	16,8	17,4	17,8	18,2	18,6
Należności krótkoterminowe	189,0	165,1	185,8	225,2	276,3	295,2	316,7	328,6	339,0	347,9	355,6	362,4
Inwestycje krótkoterminowe	33,2	48,5	52,8	57,9	61,3	72,4	67,2	63,3	60,2	57,3	54,5	51,2
- w tym środki pieniężne	33,2	48,5	52,8	57,9	61,3	72,4	67,2	63,3	60,2	57,3	54,5	51,2
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	268,6	263,7	289,9	336,3	393,6	424,5	441,9	450,6	458,4	464,9	470,2	474,1
Kapitał (fundusz) własny	105,3	134,1	147,3	167,8	191,1	210,3	214,6	216,7	218,4	219,8	220,8	221,6
Kapitał mniejszości	-2,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	165,4	129,3	142,3	168,3	202,2	214,0	227,0	233,6	239,7	244,8	249,1	252,2
Rezerwy na zobowiązania	33,2	31,8	35,4	42,3	51,2	54,5	58,3	60,4	62,2	63,7	65,1	66,2
Zobowiązania długoterminowe	2,8	9,4	8,7	8,0	7,3	6,6	5,6	4,6	3,6	2,6	1,6	0,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	2,8	9,4	8,7	8,0	7,3	6,6	5,6	4,6	3,6	2,6	1,6	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	129,4	88,0	98,2	117,9	143,6	152,8	163,1	168,6	173,9	178,5	182,4	185,9
- w tym zobowiązania oprocentowane	3,2	3,3	2,8	2,3	1,8	1,3	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	268,6	263,7	289,9	336,3	393,6	424,5	441,9	450,6	458,4	464,9	470,2	474,1
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody netto ze sprzedaży	546,9	524,8	590,6	716,0	878,5	938,6	1 006,8	1 044,8	1 077,6	1 106,0	1 130,4	1 152,0
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	76,1	80,6	86,0	105,7	129,3	137,7	147,1	152,1	156,3	159,7	162,5	164,9
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	25,3	32,0	36,1	43,2	53,7	57,3	61,5	63,8	65,8	67,5	69,0	70,4
Zysk (strata) na sprzedaży	50,8	48,6	49,9	62,5	75,7	80,4	85,6	88,3	90,5	92,2	93,5	94,5
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-16,6	5,6	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	38,7	58,6	55,3	67,2	80,6	85,4	90,7	93,4	95,6	97,3	98,6	99,6
EBIT	34,2	54,2	50,6	62,5	75,7	80,4	85,6	88,3	90,5	92,2	93,5	94,5
Saldo działalności finansowej	-2,0	10,0	-3,3	-1,9	-1,5	-1,0	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1
Zysk (strata) brutto	32,3	64,2	47,4	60,6	74,2	79,4	84,7	87,3	89,5	91,1	92,4	93,4
Zysk (strata) netto mniejszości	-2,7	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**	22,4	54,1	38,2	49,1	60,1	64,3	68,6	70,7	72,5	73,8	74,8	75,6
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
CF [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przepływy z działalności operacyjnej	-3,9	45,8	35,3	39,1	45,9	61,6	64,8	70,4	72,7	74,6	76,0	77,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	2,5	0,1	-4,9	-3,5	-3,6	-3,3	-3,4	-3,5	-3,6	-3,7	-3,8	-3,9
Przepływy z działalności finansowej	-22,2	-30,6	-26,2	-30,9	-39,0	-47,2	-66,7	-70,8	-72,1	-73,8	-75,0	-76,5
Przepływy pieniężne netto	-23,6	15,4	4,3	4,7	3,2	11,1	-5,3	-3,9	-3,1	-2,9	-2,8	-3,3
Środki pieniężne na początek okresu	56,7	33,2	48,5	52,8	57,5	60,8	71,9	66,6	62,8	59,7	56,8	54,0
Środki pieniężne na koniec okresu	33,2	48,5	52,8	57,5	60,8	71,9	66,6	62,8	59,7	56,8	54,0	50,7
Wskaźniki	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody zmiana r/r	8%	-4%	13%	21%	23%	7%	3%	4%	3%	3%	2%	2%
EBITDA zmiana r/r	1%	52%	-6%	22%	20%	6%	6%	3%	2%	2%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	2%	142%	-29%	29%	22%	7%	7%	3%	2%	2%	1%	1%
Marża brutto na sprzedaży	13,9%	15,4%	14,6%	14,8%	14,7%	14,7%	14,6%	14,6%	14,5%	14,4%	14,4%	14,3%
Marża EBITDA	7,1%	11,2%	9,4%	9,4%	9,2%	9,1%	9,0%	8,9%	8,8%	8,8%	8,7%	8,6%
Marża EBIT	6,3%	10,3%	8,6%	8,7%	8,6%	8,6%	8,5%	8,5%	8,4%	8,3%	8,3%	8,2%
Marża netto	4,1%	10,3%	6,5%	6,9%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,7%	6,7%	6,6%	6,6%
SG&A / przychody	4,6%	6,1%	6,1%	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
ROE	21,2%	40,3%	25,9%	29,3%	31,5%	30,6%	32,0%	32,6%	33,2%	33,6%	33,9%	34,1%
ROA	8,3%	20,5%	13,2%	14,6%	15,3%	15,1%	15,5%	15,7%	15,8%	15,9%	15,9%	16,0%
Dług	6,1	12,8	11,6	10,4	9,2	7,9	6,2	4,6	3,6	2,6	1,6	0,0
D / (D+E)	5,4%	8,7%	7,3%	5,8%	4,6%	3,6%	2,8%	2,1%	1,6%	1,2%	0,7%	0,0%
D / E	5,7%	9,5%	7,9%	6,2%	4,8%	3,8%	2,9%	2,1%	1,6%	1,2%	0,7%	0,0%
Dług / kapitał własny	5,7%	9,5%	7,9%	6,2%	4,8%	3,8%	2,9%	2,1%	1,6%	1,2%	0,7%	0,0%
Dług netto	-27,1	-35,8	-41,2	-47,5	-52,1	-64,5	-60,9	-58,7	-56,6	-54,7	-52,9	-51,2
Dług netto / kapitał własny	-0,26	-0,27	-0,28	-0,28	-0,27	-0,31	-0,28	-0,27	-0,26	-0,25	-0,24	-0,23
Dług netto / EBITDA	-0,7	-0,6	-0,7	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5
EV	492,0	483,4	477,9	471,6	467,0	454,6	458,2	460,4	462,5	464,4	466,2	467,9
Dług / EV	1,2%	2,6%	2,4%	2,2%	2,0%	1,7%	1,4%	1,0%	0,8%	0,6%	0,3%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,3%	0,2%	0,8%	0,7%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%
CAPEX / Amortyzacja	40,8%	28,8%	105,0%	105,0%	105,0%	98,4%	101,8%	100,6%	100,7%	100,3%	100,4%	100,4%
Zmiana KO / Przychody	8,4%	-0,4%	1,4%	2,2%	2,3%	0,8%	0,8%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	110,9%	10,0%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%
P/E*	23,2	9,6	13,6	10,6	8,6	8,1	7,6	7,3	7,2	7,0	6,9	6,9
P/BV*	4,9	3,9	3,5	3,1	2,7	2,5	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,3
EV/EBITDA*	12,7	8,2	8,6	7,0	5,8	5,3	5,1	4,9	4,8	4,8	4,7	4,7
EV/EBIT*	14,4	8,9	9,4	7,5	6,2	5,7	5,4	5,2	5,1	5,0	5,0	5,0
EV/S*	0,9	0,9	0,8	0,7	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
DPS	1,55	2,50	2,50	2,87	3,69	4,52	6,44	6,87	7,09	7,26	7,39	7,49
Payout ratio	70,2%	111,7%	46,2%	75,0%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 52,0 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału

tel. (032) 208 14 12

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

Zastępca Dyrektora

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 35

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

Młodszy analityk rynku akcji

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 35

e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl**Andrzej Wodecki**

Młodszy analityk rynku akcji

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 39

e-mail: andrzej.wodecki@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału

tel. (022) 62-20-848

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

tel. (022) 62-20-855

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

tel. (022) 62-20-851

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

tel. (022) 62-20-854

e-mail: tomasz.grzeszczyk@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Trzymaj	52,6	Akumuluj	54,3	01.09.2025*	10:35 CEST	52,00	105 652
Akumuluj	54,3	Akumuluj	47,7	08.05.2025*	13:30 CEST	49,70	101 058
Akumuluj	47,7	Akumuluj	36,7	06.03.2025*	12:30 CET	43,00	92 242
Akumuluj	36,7	Akumuluj	31,0	28.10.2024*	08:15 CEST	33,00	80 756
Akumuluj	31,0	Akumuluj	19,1	20.05.2024*	08:00 CEST	27,85	88 735
Akumuluj	19,1	Kupuj	17,1	04.01.2024*	09:55 CEST	17,48	77 054
Kupuj	17,1	Kupuj	15,8	10.10.2023*	11:20 CEST	14,70	66 149
Kupuj	15,8	Kupuj	13,0	13.06.2023*	08:30 CEST	13,26	66 298
Kupuj	13,0	Akumuluj	8,17	10.05.2023*	09:22 CEST	10,60	63 285
Akumuluj	8,17	Trzymaj	6,79	09.12.2022*	16:00 CEST	7,16	55 651
Trzymaj	6,79	Kupuj	11,0	18.10.2022*	12:00 CEST	6,48	47 309
Kupuj	11,0	Kupuj	10,2	15.06.2022*	07:00 CEST	6,50	53 247
Kupuj	10,2	---	---	23.08.2021*	07:00 CEST	6,54	67 966

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

- autorem raportów nt. Elektrotimu w okresie 2021-06/2022 był Krystian Brymora

Objaśnienia używanej terminologii:

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

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 3Q'25*:

, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:

	liczba	%		liczba	%
Kupuj	2	29%		0	0%
Akumuluj	3	43%		0	0%
Trzymaj	1	14%		0	0%
Redukuj	1	14%		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 przekazywania wspomnianych materiałów analitycznych.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

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

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

Data sporządzenia materiału: 2025-09-01

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-09-01 (10:35 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-09-01 (10:35 CEST).

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

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

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

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

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

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

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

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

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Na dzień 2025-09-01:

- 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 zająć 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.