



Dom Maklerski BDM S.A.

## ELEKTROTIM

### RAPORT ANALITYCZNY

## AKUMULUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 31,0 PLN

20 MAJ 2024, 08:00 CEST

Portfel spółki w 1Q'24 został odbudowany dzięki finalnemu pozyskaniu kontraktu na perymetrię na Bugu i kilku mniejszym kontraktom. Powinno to pozwolić przeczekać obecny okres niższej podaży kontraktów. W średnim terminie spółka powinna być beneficjentem odblokowania środków unijnych (m.in. ekspozycja na infrastrukturę pod transformację energetyczną) oraz podwyższonych wydatków na obronność. Wskaźnikowo spółka nie jest już tak „tania” jak rok temu. Wskaźnik EV/Sales znajduje się wyraźnie powyżej mediany za ostatnie lata, ale nadal poniżej poprzednich rekordowych poziomów z lat 2015-16. Jednocześnie zmiany, jakie zaszły w ostatnich latach, m.in. pozbycie się balastu spółek zależnych czy zbudowanie referencji na jednostkowo większej skali kontraktach, mogą pozwolić na długoterminowy re-rating. Przy obecnej cenie rynkowej div yield to blisko 9%, P/E na kolejne lata przy naszych prognozach kształtuje się na poziomie 8-9x. Podtrzymujemy rekomendację Akumuluj, obecną cenę docelową wyznaczamy na poziomie 31,0 PLN.

#### Wyniki za ostatnie okresy

W 2023 roku spółka wypracowała 547 mln PLN przychodów (+8% r/r) oraz 22,4 mln PLN zysku netto (porównywalnie r/r). Wyniki 2023 roku były obciążone przez i) utrzymanie konsolidacji znajdującego się w upadłości Zuesa (spółka została sprzedana w 2024 roku, w 2023 roku miała -23,5 mln PLN księgową straty netto i w podobnej kwocie obciążała wyniki skonsolidowane), ii) jednorazowe ujęcie 9,5 mln PLN rezerw gwarancyjnych na kontrakcie na perymetrię, który realizowany był od 2022 roku (od 2024 spółka będzie rozpoznawać rezerwy w trakcie trwania kontraktów). W samym 4Q'23 spółka osiągnęła 138 mln PLN przychodów (-41% r/r, rok temu szczyt zaangażowanie na kontrakcie na granicy Białorusią) oraz -4,3 mln PLN straty netto (wynik obciążony przez dużą część rocznego wyniku Zeusa i wspomnianą rezerwę gwarancyjną). Na koniec 4Q'23 spółka miała 27 mln PLN gotówki netto (w 1Q'24 miały jeszcze spłynąć należności z kontraktów trakcyjnych).

#### Portfel

Po 4Q'23 backlog grupy wynosił 329 mln PLN (wyraźnie niżej q/q i r/r). W 1Q'24 jego wartość zdecydowanie się jednak odbudowała (do ok. 600 mln PLN) po pozyskaniu kontraktu na Bugu i kilku mniejszych zleceń.

#### Pozycjonowanie segmentowe

Biznes Elektrotim opiera się obecnie na dwóch segmentach: Instalacje (obronność, przemysł i utrzymanie) i Sieci (dystrybucja i trakcja). W 2023 roku mocny był przede wszystkim ten drugi obszar. W 2024 roku powinna być zachowana większa równowaga (kontrakt na Bugu w segmencie Instalacji). Podtrzymujemy, że średnim/długim terminie spółka powinna być beneficjentem wzrostu nakładów na sieć dystrybucji energii, będącego pochodną rozwoju OZE oraz utrzymania podwyższonych nakładów na obszar wojskowy. Także pionierzy utrzymania i trakcji są eksponowane na napływ środków unijnych. Dodatkowo spółka sygnalizuje zainteresowanie większymi kontraktami dla PSE, gdzie zapowiedzi zamawiającego na kolejne lata są bardzo ambitne.

#### Prognozy wyników, wskaźniki

Zakładamy, że spółka w 2024 roku wypracuje 575 mln PLN przychodów oraz 52,5 mln PLN zysku netto (na nasze prognozy na poziomie EBIT wpływ ma księgowy zysk na poziomie 20,5 mln PLN z uatrąy kontroli nad Zeusem). Do 2025 podchodzimy bardziej konserwatywnie ze względu na obecną (przejściową) podaż kontraktów. W 2026-27 estymujemy obecnie ok. 10% wzrosty przychodów. Nasze prognozy implikują skoryg. EV/EBITDA'24=5,0x, skoryg. P/E'24=7,7x. Wyniki 1H'24 (pomijając wpływ księgowy Zeusa na 1Q'24) wg naszych założeń mogą być słabsze r/r, natomiast poprawy r/r oczekujemy w 2H'24 (istotna kontrybucja kontraktu na Bugu).

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	277,2	505,6	546,9	575,0	520,0	578,3
Zysk na sprzedaży [mln PLN]	9,8	39,4	50,8	44,2	37,8	40,7
EBITDA [mln PLN]	14,8	38,1	38,7	68,8*	42,4	44,9
EBIT [mln PLN]	9,3	33,2	34,2	64,2*	37,8	40,4
Wynik brutto [mln PLN]	7,6	30,4	32,3	64,9*	39,4	41,7
Wynik netto [mln PLN]	6,6	22,0	22,4	52,6*	31,9	33,7
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-10,1	-50,5	-27,1	-45,4	-58,5	-62,6
DPS [PLN/akcję]	0,00	0,00	1,55	2,50	2,41	2,40
P/BV	3,57	2,80	2,7	2,1	2,0	1,9
P/E	42,2	12,6	12,4	5,3	8,7	8,2
P/E skoryg	42,2	12,6	12,4	7,7	8,7	8,2
EV/EBITDA	18,2	6,0	6,5	3,4	5,2	4,8
EV/EBITDA skoryg	18,2	6,0	6,5	4,8	5,2	4,8
EV/EBIT	28,9	6,9	7,3	3,6	5,8	5,3

\*prognozy wyników na 2024 roku uwzględniają +20,5 mln PLN zysku operacyjnego na dekonsolidacji spółki zależnej Zeus (wskaźniki P/E skoryg i EV/EBITDA skoryg w powyższej tabeli skorygowaliśmy o to zdarzenie)

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

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

Wycena DCF [PLN]	31,7
Wycena porównawcza [PLN]	28,3
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>31,0</b>
<b>Potencjał do wzrostu / spadku</b>	<b>11,3%</b>
Koszt kapitału	13,7%
Cena rynkowa [PLN]	27,9
Kapitalizacja [mln PLN]	278,0
Ilość akcji [mln. szt.]	10,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	27,5
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	15,3
Stopa zwrotu za 3 mc	46,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	82,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	114,2%
Struktura akcjonariatu:	
Krzysztof i Ewa Folta	17,2%
Krzysztof Wieczorkowski	13,2%
Mirosław Nowakowski	6,1%
NN OFE	5,9%
OFE Allianz	5,1%
Pozostali	52,5%

stopy zwrotu po uwzględnieniu dywidend

Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



— Elektrotim skoryg. — WIG znorm.

**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 I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY.....	10
DANE FINANSOWE .....	16

## WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
P/E	42,2	12,6	12,4	5,3	8,7	8,2	7,7
P/BV	3,6	2,8	2,6	2,1	2,0	1,8	1,7
EV/EBITDA	18,2	6,0	6,5	3,4	5,2	4,8	4,4
EV/EBIT	28,9	6,9	7,3	3,6	5,8	5,3	4,8
EV/S	1,0	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3
BVPS	7,6	9,8	10,5	13,3	14,1	15,1	16,2
EPS	0,7	2,2	2,2	5,3	3,2	3,4	3,6
DPS (w danym roku)	0,0	0,0	1,5	2,5	2,4	2,4	2,5
Payout ratio	0,0	0,0	0,7	1,1	0,5	0,8	0,8
Wyniki roczne [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Przychody</b>	<b>277,2</b>	<b>505,6</b>	<b>546,9</b>	<b>575,0</b>	<b>520,0</b>	<b>578,3</b>	<b>631,4</b>
Instalacje	142,9	303,5	175,3	295,0	215,0	235,2	254,0
Sieci	99,8	158,9	371,6	280,0	305,0	343,1	377,4
Automatyka	34,5	42,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>32,5</b>	<b>67,5</b>	<b>76,1</b>	<b>71,7</b>	<b>65,4</b>	<b>72,0</b>	<b>77,7</b>
Instalacje	12,5	47,9	10,1	34,2	24,5	26,2	27,6
Sieci	13,7	13,5	66,0	37,5	41,0	45,8	50,1
Automatyka	6,3	6,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SG&A	22,6	28,1	25,3	27,5	27,6	31,2	34,1
PPO/PKO	-0,6	-6,2	-16,6	20,0	0,0	-0,3	-0,3
<b>EBITDA</b>	<b>14,8</b>	<b>38,1</b>	<b>38,7</b>	<b>68,8</b>	<b>42,4</b>	<b>44,9</b>	<b>47,8</b>
EBIT	9,3	33,2	34,2	64,2	37,8	40,4	43,3
Zysk brutto	7,6	30,4	32,3	64,9	39,4	41,7	44,7
<b>Zysk netto</b>	<b>6,6</b>	<b>22,0</b>	<b>22,4</b>	<b>52,6</b>	<b>31,9</b>	<b>33,7</b>	<b>36,2</b>
<b>Dług netto</b>	<b>-10,1</b>	<b>-50,5</b>	<b>-27,1</b>	<b>-45,4</b>	<b>-58,5</b>	<b>-62,6</b>	<b>-68,4</b>
Wskaźniki	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	0%	82%	8%	5%	-10%	11%	9%
EBITDA zmiana r/r	-48%	158%	1%	78%	-38%	6%	6%
Zysk netto zmiana r/r	-60%	233%	2%	135%	-39%	6%	7%
Marża brutto na sprzedaży	11,7%	13,3%	13,9%	12,5%	12,6%	12,4%	12,3%
Marża EBITDA	5,3%	7,5%	7,1%	12,0%	8,2%	7,8%	7,6%
Marża netto	2,4%	4,3%	4,1%	9,1%	6,1%	5,8%	5,7%
ROE	8,7%	22,4%	21,2%	39,6%	22,7%	22,4%	22,4%
ROA	3,6%	8,2%	8,3%	19,1%	11,9%	11,6%	11,5%
Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>39,2</b>	<b>57,1</b>	<b>43,6</b>	<b>31,6</b>	<b>31,6</b>	<b>31,7</b>	<b>31,8</b>
WNiP	10,0	6,5	6,6	6,7	6,9	7,0	7,3
Rzeczowe aktywa trwałe	18,8	12,4	13,1	12,7	12,6	12,6	12,4
Pozostałe aktywa trwałe	10,3	38,1	24,0	12,1	12,1	12,1	12,1
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>141,7</b>	<b>211,2</b>	<b>225,0</b>	<b>244,4</b>	<b>237,8</b>	<b>260,3</b>	<b>282,8</b>
Zapasy	3,7	3,4	2,9	3,0	2,7	3,0	3,3
Należności krótkoterminowe	119,3	151,2	189,0	190,4	172,2	191,5	209,1
Środki pieniężne	18,7	56,7	33,2	50,9	62,8	65,7	70,3
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Aktywa razem</b>	<b>180,8</b>	<b>268,3</b>	<b>268,6</b>	<b>276,0</b>	<b>269,4</b>	<b>292,0</b>	<b>314,5</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>76,2</b>	<b>98,1</b>	<b>105,3</b>	<b>132,9</b>	<b>140,8</b>	<b>150,6</b>	<b>161,5</b>
Udziały mniejszości	1,8	1,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>102,9</b>	<b>169,2</b>	<b>165,4</b>	<b>145,2</b>	<b>130,7</b>	<b>143,6</b>	<b>155,2</b>
Rezerwy na zobowiązania	13,6	21,6	33,2	34,9	31,6	35,1	38,3
Oprocentowane zobowiązania	8,6	6,2	6,1	5,6	4,4	3,2	2,0
Zobowiązania pozostałe	80,6	141,4	126,2	104,7	94,7	105,3	115,0
<b>Pasywa razem</b>	<b>180,8</b>	<b>268,3</b>	<b>268,6</b>	<b>276,0</b>	<b>269,4</b>	<b>292,0</b>	<b>314,5</b>
<b>Dług netto</b>	<b>-10,1</b>	<b>-50,5</b>	<b>-27,1</b>	<b>-45,4</b>	<b>-58,5</b>	<b>-62,6</b>	<b>-68,4</b>
Dług netto / Kapitał własny	-0,1	-0,5	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4
Dług netto / EBITDA	-0,7	-1,3	-0,7	-0,7	-1,4	-1,4	-1,4
Rachunek przepływu [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
CFO	1,8	37,5	-3,9	47,7	41,8	31,2	33,9
CFI	-0,2	5,5	2,5	-4,4	-4,6	-2,8	-2,7
CFE	-6,2	-5,0	-22,2	-25,5	-25,3	-25,4	-26,7
- w tym dywidenda	0,0	0,0	15,4	25,0	24,1	24,0	25,3
Przepływy pieniężne netto	-4,6	38,0	-23,6	17,8	11,9	2,9	4,6
CAPEX / Amortyzacja	20%	34%	41%	97%	100%	103%	101%

## ELEKTROTIM

Rekomendacja	Akumuluj	www:	<a href="http://www.elektrotim.pl">www. elektrotim.pl</a>
Wycena końcowa [PLN]	<b>31,0</b>		
Potencjał	<b>11,3%</b>		<b>daty najbliższych raportów:</b>
Cena rynkowa [PLN]	27,85		1Q'24: 28 maj
Ilość akcji [mln. szt.]	10,0		2Q'24: 18 wrz
Kapitalizacja [mln PLN]	278,0		

Wyniki Q [mln PLN]	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24P
<b>Przychody</b>	<b>233,7</b>	<b>97,5</b>	<b>128,3</b>	<b>183,2</b>	<b>137,9</b>	<b>80,0</b>
Instalacje	170,3	59,9	39,4	34,9	41,3	35,0
Sieci	56,4	37,6	89,0	148,3	96,7	45,0
Automatyka	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>40,5</b>	<b>14,7</b>	<b>20,3</b>	<b>27,5</b>	<b>13,7</b>	<b>9,3</b>
Instalacje	35,0	9,5	5,0	4,1	-8,4	3,9
Sieci	3,9	5,2	15,3	23,4	22,1	5,4
Automatyka	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SG&A	9,8	5,7	5,5	5,2	8,9	5,4
PPO/PKO	-5,4	-1,5	0,0	-7,5	-7,7	20,0
<b>EBITDA</b>	<b>26,6</b>	<b>8,6</b>	<b>15,9</b>	<b>15,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>25,0</b>
EBIT	25,3	7,5	14,8	14,8	-2,9	23,9
Zysk brutto	22,0	7,9	14,2	14,1	-3,9	24,9
<b>Zysk netto</b>	<b>15,6</b>	<b>5,8</b>	<b>11,2</b>	<b>9,7</b>	<b>-4,3</b>	<b>20,1</b>
<b>Dług netto</b>	<b>-50,5</b>	<b>-59,7</b>	<b>16,7</b>	<b>5,2</b>	<b>-27,1</b>	<b>-56,0</b>

Wskaźniki	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24P
Przychody zmiana r/r	158,2%	86,1%	67,8%	28,1%	-41,0%	-17,9%
EBITDA zmiana r/r	499,0%	---	2003%	14,4%	---	189,4%
Zysk netto zmiana r/r	402,0%	---	1537%	-12,1%	---	249,7%
Marża brutto na sprzedaży	17,3%	15,1%	15,8%	15,0%	9,9%	11,6%
Marża EBITDA	11,4%	8,9%	12,4%	8,6%	-1,2%	31,3%
Marża netto	6,7%	5,9%	8,7%	5,3%	-3,1%	25,2%

Wskaźniki II	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
EPS, Adj+	0,66	2,20	2,24	5,27	3,20	3,38
Revenue	277,2	505,6	546,9	575,0	520,0	578,3
Gross Margin %	11,7%	13,3%	13,9%	12,5%	12,6%	12,4%
EBIT	9,3	33,2	34,2	64,2	37,8	40,4
EBITDA	14,8	38,1	38,7	68,8	42,4	44,9
Net Income Adj+	6,6	22,0	22,4	52,6	31,9	33,7
Net Debt	-10,1	-50,5	-27,1	-45,4	-58,5	-62,6
BPS	7,63	9,82	10,55	13,31	14,10	15,08
DPS	0,00	0,00	1,55	2,50	2,41	2,40
Return on Equity %	8,7%	22,4%	21,2%	39,6%	22,7%	22,4%
Return on Assets %	3,6%	8,2%	8,3%	19,1%	11,9%	11,6%
Depreciation	4,8	4,7	4,3	4,5	4,5	4,3
Amortization	0,7	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2
Free Cash Flow	1,6	43,0	-1,4	43,2	37,2	28,3
CAPEX	1,1	1,7	1,8	4,4	4,6	4,6

## 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 upadłości w branży budowlanej
- problemy z pozyskaniem finansowania i gwarancji bankowych;
- ryzyko braku pozyskiwania nowych zleceń i wysokiej konkurencji;
- ryzyko problemów i upadłości spółek zależnych

## WYCENA I PODSUMOWANIE

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	31,7
Wycena metodą porównawczą, w tym:	20%	28,3
<b>Wycena 1 akcji Elektrotim [PLN]</b>		<b>31,0</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,65%), premii za ryzyko rynkowe (8,0%) oraz współczynnika beta = 1,0. Wycena została sporządzona na dzień 20 maja 2024.

#### Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	575,0	520,0	578,3	631,4	677,9	717,8	745,7	764,8	777,8	786,5
EBIT [mln PLN]*	43,7	37,8	40,4	43,3	45,6	48,0	49,5	50,5	51,0	51,2
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]	8,3	7,2	7,7	8,2	8,7	9,1	9,4	9,6	9,7	9,7
NOPLAT [mln PLN]	35,4	30,7	32,8	35,1	36,9	38,9	40,1	40,9	41,3	41,5
Amortyzacja [mln PLN]	4,6	4,6	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,6	4,6	4,6
CAPEX [mln PLN]	-4,4	-4,6	-4,6	-4,5	-4,6	-4,6	-4,6	-4,6	-4,7	-4,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	4,9	5,8	-6,1	-5,6	-4,9	-4,2	-2,9	-2,0	-1,4	-0,9
FCF [mln PLN]	40,4	36,4	26,5	29,5	32,0	34,6	37,1	38,8	39,9	40,5
DFCF [mln PLN]	37,3	29,7	19,0	18,6	17,8	16,9	16,0	14,7	13,3	11,9
Suma DFCF [mln PLN]	195,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	324,1									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	95,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]	290,1									
Dług netto 2023 [mln PLN]	-27,1									
Udział mniejszości [mln PLN]	1,1									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>316,1</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	10,0									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>31,7</b>									

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

Przychody zmiana r/r	5,1%	-9,6%	11,2%	9,2%	7,4%	5,9%	3,9%	2,6%	1,7%	1,1%
EBIT zmiana r/r	27,6%	-13,4%	6,9%	7,1%	5,2%	5,3%	3,3%	1,9%	1,0%	0,4%
FCF zmiana r/r	---	-9,8%	-27,2%	11,1%	8,6%	8,3%	7,3%	4,5%	2,7%	1,6%
Marża EBITDA	8,4%	8,2%	7,8%	7,6%	7,4%	7,3%	7,3%	7,2%	7,1%	7,1%
Marża EBIT	7,6%	7,3%	7,0%	6,9%	6,7%	6,7%	6,6%	6,6%	6,6%	6,5%
Marża NOPLAT	6,2%	5,9%	5,7%	5,6%	5,4%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%	5,3%
CAPEX / Przychody	0,8%	0,9%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
CAPEX / Amortyzacja	96,7%	100,0%	103,3%	101,3%	101,6%	101,5%	101,5%	101,5%	101,5%	101,5%
Zmiana KO / Przychody	-0,8%	-1,1%	1,1%	0,9%	0,7%	0,6%	0,4%	0,3%	0,2%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-17,3%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

#### Kalkulacja WACC

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
Premia za ryzyko	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%
Udział kapitału własnego	98,0%	98,4%	98,9%	99,4%	99,8%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Udział kapitału obcego	2,0%	1,6%	1,1%	0,6%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	13,5%	13,5%	13,6%	13,6%	13,6%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

\*EBIT oczyszczony w 2024 roku o +20,5 mln PLN wpływu dekonsolidacji spółki zależnej Zeus

#### Wrażliwość modelu DCF

beta	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			Beta					
	0,00%	1,00%	2,00%	0,00%	1,00%	2,00%	0,9	1,0	1,1			
	0,8	34,7	35,8	37,2	6,0%	35,8	37,1	38,6	6,0%	39,1	37,1	35,2
	0,9	32,7	33,6	34,7	7,0%	33,1	34,1	35,3	7,0%	36,1	34,1	32,4
	1,0	30,9	31,7	32,6	8,0%	30,9	31,7	32,6	8,0%	33,6	31,7	30,0
	1,1	29,3	30,0	30,7	9,0%	28,9	29,6	30,3	9,0%	31,4	29,6	27,9
	1,2	27,9	28,5	29,1	10,0%	27,3	27,8	28,4	10,0%	29,6	27,8	26,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

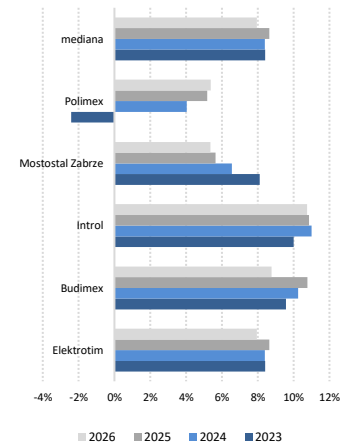
Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych operujących w segmencie instalacyjnym i energetycznym. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (33% wagi dla każdego z roku 2024-26). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki 28,3 PLN/akcję.

### Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Budimex	23,6	20,8	24,3	14,1	12,2	13,6
Intról	7,0	6,9	6,9	3,9	3,7	3,4
Mostostal Zabrze	9,5	12,1	12,5	3,1	3,4	3,3
Polimex	11,3	7,4	7,6	4,6	3,2	2,5
<b>Mediana</b>	<b>10,4</b>	<b>9,7</b>	<b>10,0</b>	<b>4,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>
Elektrotim*	7,7	8,7	8,2	4,8	5,2	4,8
Premia/dyskonto do spółki	-25,6%	-10,4%	-17,8%	12,9%	46,3%	43,3%
Wycena wg wskaźnika	37,4	31,1	33,9	25,2	20,9	21,3
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>34,1</b>			<b>22,5</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>28,3</b>					

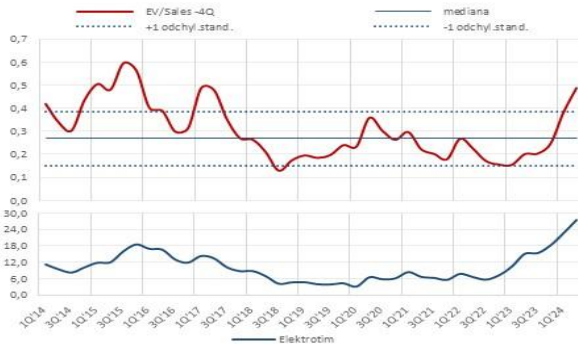
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne, \*zysk netto i EBITDA oczyszczone w 2024 roku o wpływ dekonsolidacji spółki zależnej Zeus

### Porównanie rentowność EBITDA



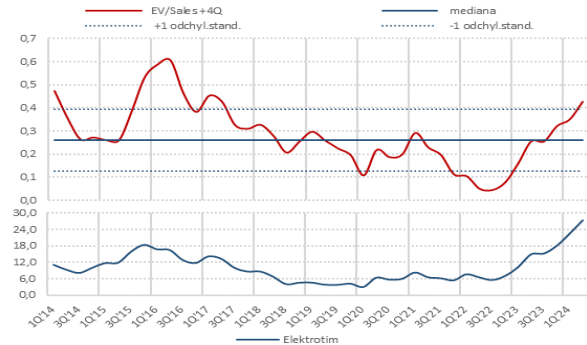
Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

### Elektrotim EV/Sales (-4Q) oraz kurs PLN



Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, \*ujęte wyniki za poprzednie 4 kwartały, dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)

### Elektrotim EV/Sales (+4Q) oraz kurs PLN



Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, \*ujęte prognozy wyników za kolejne 4 kwartały (łącznie z bieżącym), dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)

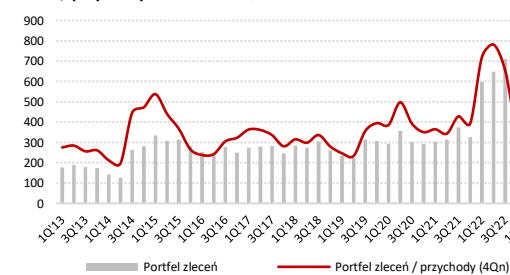
## PORTFEL ZAMÓWIENÍ

### Istotne kontrakty podpisane od początku 2019 roku

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]	Koniec
<b>2024</b>				
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	CZ Cyberprzestrzeni 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	2025-01
2024-01-24	Tauron Dystrybucja	Budowa linii kablowej 110 kV (GPZ Walecznych - Kurkowa)	24	2026-04
<b>2023</b>				
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 wanien 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, Rzucewo	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
<b>2022</b>				
2022-12-22	PGE EO	Wykonie linii kablowej 110 kV oraz stacji elektroenergetycznej GPO dla farmy PV Jeziórko	39	2023-12
2022-12-22	PGE EO	Wykonie stacji elektroenergetycznej GPO dla farmy PV Augustynka	14	2023-12
2022-11-29	PGE Dystrybucja	Budowa linii kablowej 110 kV RPZ Brzezińska – RPZ Radogoszcz	30	2023-09
2022-08-29	Nestlé Purina	Projekt i montaż instalacji w istniejącym oraz nowobudowanym budynku zakładu Purina	75	2024-05
2022-08-08	MON - RZI Wrocław	Modernizacja dowiązania energetycznego kompleksu wojskowego JW w Opolu	13	2023-11
2022-08-02	PGE Dystrybucja	Wykonanie robót budowlanych w zakresie budowy stacji 110 kV „Małopole” wraz z linią zasilającą	23	2023-10
2022-07-27	PGE Dystrybucja	Modernizacja rozdzielni 110kV GPZ Boryszew	9	2023-07
2022-07-15	Budimex	Wykonaniu instalacji i sieci branży elektrycznej i teletechnicznej w ramach zadań inwestycyjnych dla wojska	23	2024-12
2022-07-11	Kąty Wrocławskie	Rewitalizacja rynku w Kątach Wrocławskich	16	2023-12
2022-03-24	Podlaski Oddział SG	Zaprojektowanie i wybudowanie bariery elektronicznej na granicy polsko-białoruskiej (202 km)	279	2023-12*
<b>2021</b>				
2021-08-25	SK	Budowa linii kablowej 110kV oraz stacji GPO dla zakładu produkcji separatorów baterii litowo-jonowych w Dąbrowie G.	25	2023-02
2021-05-06	E&W	Wybudowanie GPO Żółkiewka 110 kV (GPZ).	8	2022-04
2021-04-30	PGE GIEK	Połączenie EC Pomorzany z polami nowej rozdzielni 110 kV Pomorzany	10	2022-10
2021-03-12	Enea	Modernizacja stacji WN/SN Pyrzyce	12	2022-01
<b>2020</b>				
2020-07-29	Enea Operator (Szczecin)	Modernizacja stacji 110/SN kV Reclaw, Gryfice i Gumieńce	27	2022-07
<b>2019</b>				
2019-12-19	Bieszczadzki oddział SG	Rozbudowa systemów ochrony technicznej granicy zewnętrznej UE w zakresie urzędzeń nadzoru	18	2021-09
2019-12-13	PSE	ZKO Poznań etap II	16	2023-12
2019-12-04	PSE	ZKO Bydgoszcz	13	2023-12
2019-11-14	Tauron Dystrybucja	Rozbudowa infrastruktury technicznej Systemu Łączności Dyspozytorskiej	11	2020-11
2019-09-12	Enea Operator	Przebudowa stacji elektroenergetycznej 110/15kV GPZ Zelechowo – etap I – Przebudowa rozdzielni 15kV	11	---
2019-09-11	Tauron Dystrybucja	Budowa stacji 110/20 kV Jawor Strefa	22	2021-05
2019-08-16	Tauron Dystrybucja	Rozbudowa infrastruktury technicznej Systemu Łączności Dyspozytorskiej	10	2020-11
2019-08-12	Tauron Dystrybucja	Rozbudowa infrastruktury technicznej Systemu Łączności Dyspozytorskiej	9	2020-11
2019-08-08	Tauron Dystrybucja	Rozbudowa infrastruktury technicznej Systemu Łączności Dyspozytorskiej	13	2020-11
2019-08-07	SK	Budowa linii kablowej 110kV oraz stacji GPO dla zakładu produkcji separatorów do akumulatorów w Dąbrowie G.	23	2020-12

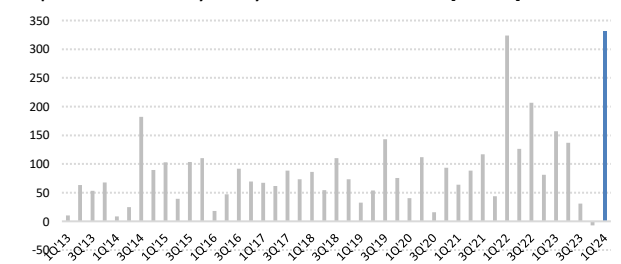
Źródło: BDM S.A., spółka, pierwotnie \*120 dni od zakończenia robót budowlanych (wrzesień 2022) – kontrakt nadal w realizacji

Portfel / przychody za ostatnie 4Q



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



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

Po 4Q'23 backlog grupy wynosił 329 mln PLN. Portfel zleceń wyraźnie spadł wyraźnie w ujęciu q/q i r/r. Należy jednak zakładać, że w 1Q'24 jego wartość zdecydowanie się odbuduje (w okolice 600 mln PLN) po pozyskaniu kontraktu na Bugu i kilku mniejszych zleceń. Powinno to spółka pozwolić przecześć obecny okres niższej podaży kontraktów (m.in. efekt przeglądów i audytów w spółkach Skarbu Państwa). W średnim terminie spółka powinna być beneficjentem odblokowania środków unijnych (ekspozycja na transformację energetyczną). Zarząd zapowiada także udział w przetargach na sieci przesyłowych PSE, gdzie Elektrotim nie był dotychczas obecny. Na początku 2Q'24 pozyskano kontrakt za 30 mln PLN w tym obszarze, na ostatniej telekonferencji wynikowej zarząd deklarował chęć uczestnictwa także w większych (>100 mln PLN) przetargach (o ile nie będzie się to wiązać ze zbyt dużą koncentracją portfela zleceń).

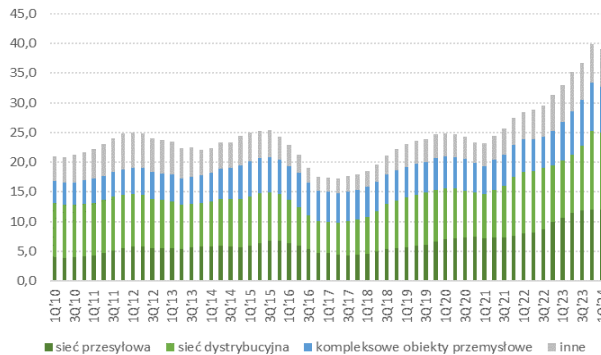
## OTOCZENIE RYNKOWE I KOSZTOWE

### Potencjał rynkowy

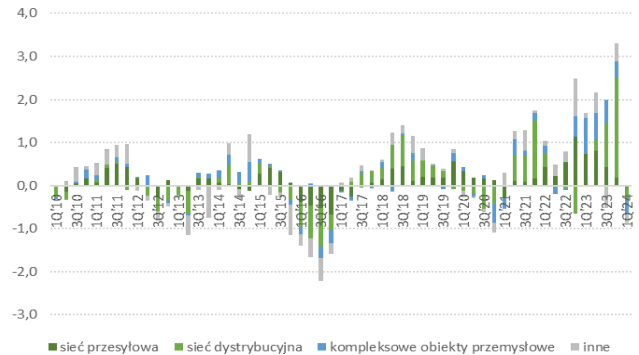
Koniunkturę w otoczeniu spółki według klasyfikacji GUS najlepiej oddają nakłady w obszarze pozostałych obiektów inżynierskich, gdzie zalicza się: 1) sieć przesyłowa (transport ropy, gazu, energii, wody, ścieków, sieć telco), 2) sieć dystrybucyjna (sieć rozdzielcza gazu, energii, wodociągi, oczyszczalnie 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).

Inwestycje w obszarze pozostałych obiektów inżynierskich dynamicznie rosną w ujęciu r/r w każdym kwartale 2023. Na początku 2024 dynamika realizowanych inwestycji jest ujemna. Jednocześnie 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]**

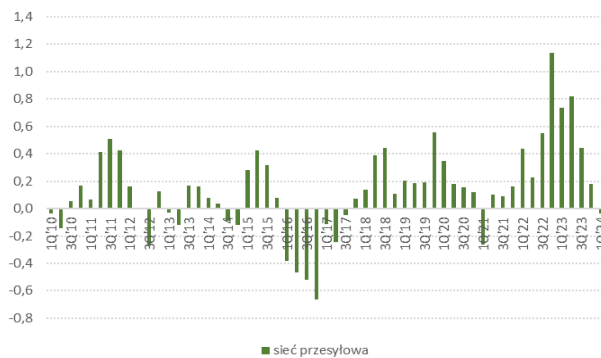


**Nakłady na pozostałe obiekty infrastruktury zmiana r/r [mld PLN]**



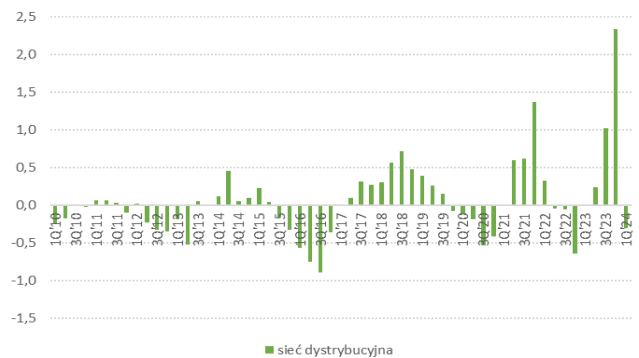
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



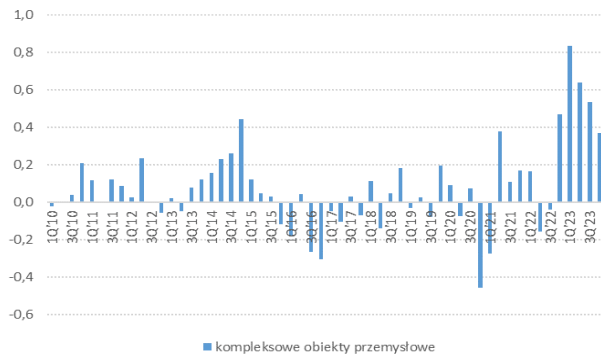
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



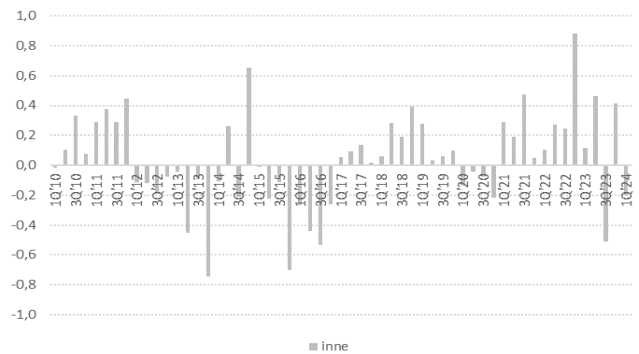
Źródło: DM BDM S.A., GUS, transport ropy, gazu, energii, wody, ścieków, sieć telco

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



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

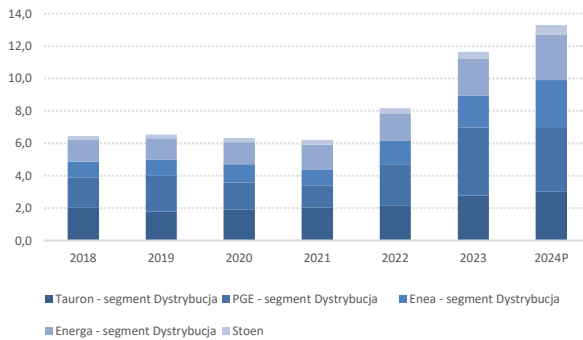
**Nakłady inne w ramach pozostałych obiektów infrastruktury zmiana r/r [mld PLN]**



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

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**

Według raportów rocznych spółek energetycznych nakłady w obszarze dystrybucji energii w 2023 roku wyniosły ok 11,6 mld PLN (vs 8,2 mld PLN rok wcześniej). Jest to kolejny rok wzrostu nakładów, które wcześniej kształtowały się w okolicach 6 mld PLN. Przedstawione publicznie plany spółek mówią o wzroście do ok 13 mld PLN w 2024 roku.

Nakłady PSE (przesył energii) [mld PLN]



Źródło: DM BDM S.A., URE, PSE, \*brak prognozy na 2023 i 2024 rok, projektu planu na 2025-34

**PSE – program inwestycyjny**

PSE w 2022 roku wydało na inwestycje 1,3 mld PLN. Zgodnie z planem zamierzeń inwestycyjnych na lata 2023-2027 zatwierdzonym na początku 2023 ([link](#)) planowane nakłady inwestycyjne w latach 2023-2027 miały wynieść średnio 4,8 mld PLN/rok, a w okresie 2028-2036 ok. 4,2 mld PLN rocznie. Po zmianie władzy w marcu '24 PSE opublikowało nowy projekt planu rozwoju na lata 2025-34, wg którego w tym okresie nakłady mają wynieść średnio 6,4 mld PLN/rok. Plan nie zawiera prognozy nakładów na 2024 rok, nie opublikowano też na razie danych o 2023 roku.

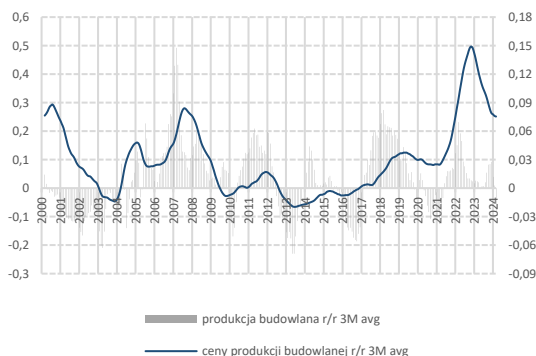
Elektrotim dotychczas nie był aktywnym graczem na rynku przetargów PSE. Oceniamy, że spółka będzie jednak stopniowo także kierować się na ten rynek. W 2Q'24 podpisano umowę z PSE na 30 mln PLN. Zarząd nie wyklucza startu także w większych przetargach (>100 mln PLN).

**Strona kosztowa - aktualna sytuacja**

Istotną (ale już nie największą) pozycję w strukturze kosztów spółki stanowią koszty zużycia materiałów i energii (38% w 2023). Spółka wskazuje na ekspozycję na miedź (ostatnie miesiące to dość dynamiczny wzrost), aluminium i stal. Głównymi dostawcami dla spółki są hurtownie elektrotechniczne (np. Elektro-Invest) oraz producenci jak Tele-Fonika czy Schneider. Zwracamy uwagę, że kategoria „elektryka i oświetlenie” w danych PSB wskazuje na kilku procentowe spadku cen r/r w 4Q'23 i 1Q'24 (oraz także w kwietniu)

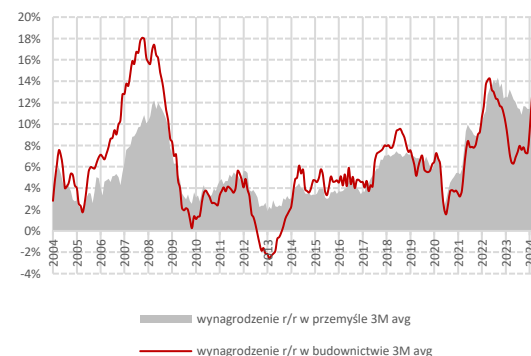
Główną pozycją kosztową w 2023 roku były usługi obce na poziomie 47% (podwykonawcy), Istotne są także wynagrodzenia z 13% udziałem (wg sprawozdania finansowego grupa w 2023 zatrudniała średnio 334 osoby - według sprawozdania zarządu jest to liczba na koniec 2023 roku).

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



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

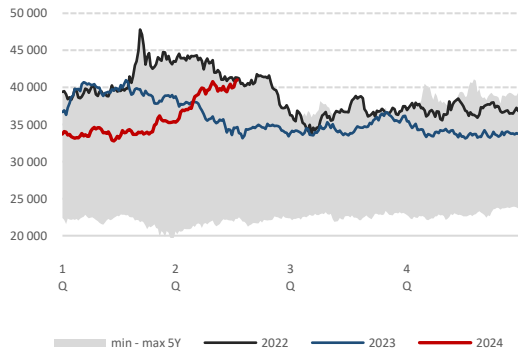
Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

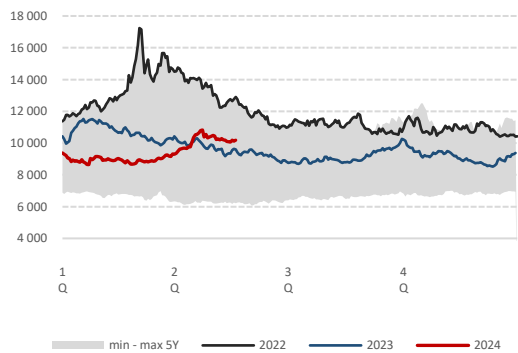


Cena miedzi [PLN/t]



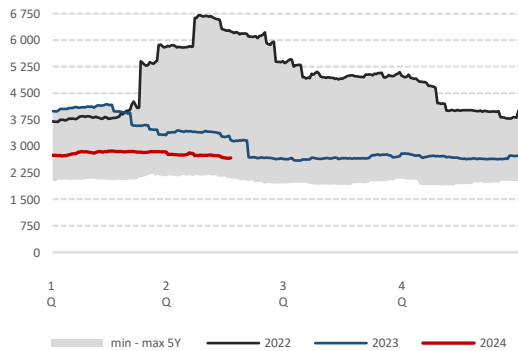
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena aluminium [PLN/t]



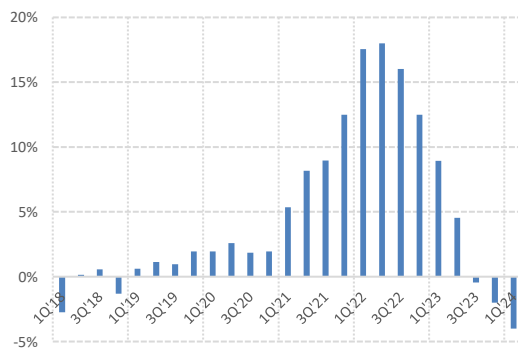
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena stali – Europa [PLN/t]



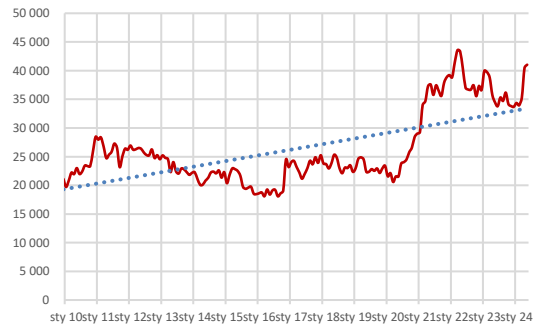
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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



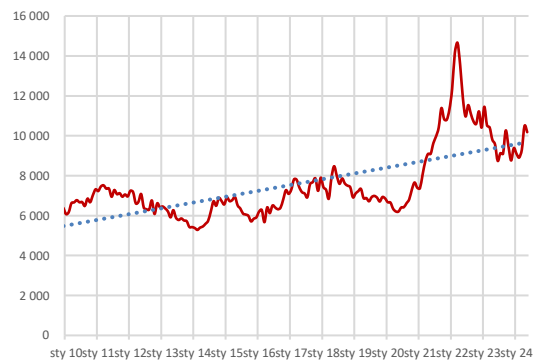
Źródło: BDM S.A., PSB

Cena miedzi [PLN/t]



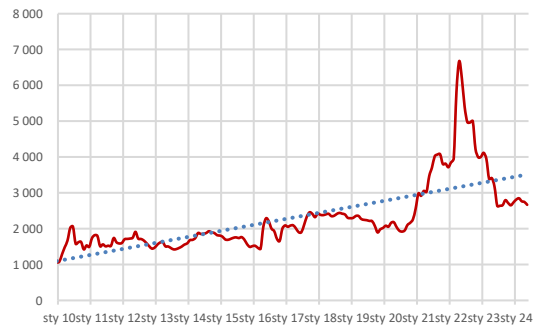
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena aluminium [PLN/t]



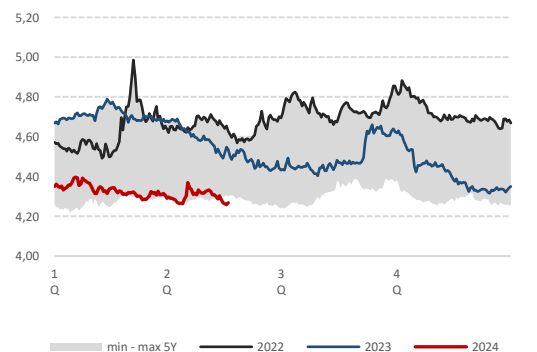
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena stali – Europa [PLN/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EUR/PLN



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

## WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

### Wyniki za 4Q'2023 [mln PLN]

	4Q'22	4Q'23	zmiana r/r	4Q'23P BDM	odchyl.	2022	2023	zmiana r/r
<b>Przychody</b>	<b>233,7</b>	<b>137,9</b>	<b>-41,0%</b>	<b>171,0</b>	<b>-19,4%</b>	<b>505,6</b>	<b>546,9</b>	<b>8,2%</b>
Zysk brutto ze sprzedaży	40,5	13,7	-66,2%	23,2	-40,9%	67,5	76,1	12,8%
Zysk na sprzedaży	30,7	4,8	-84,4%	13,2	-63,8%	39,4	50,8	29,0%
PPO/PKO	-5,4	-7,7	---	0,0	---	-6,2	-16,6	---
<b>EBITDA</b>	<b>26,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>---</b>	<b>14,4</b>	<b>---</b>	<b>38,1</b>	<b>38,7</b>	<b>1,5%</b>
EBIT	25,3	-2,9	---	13,2	---	33,2	34,2	3,1%
Zysk brutto	22,0	-3,9	---	12,7	---	30,4	32,3	6,1%
<b>Zysk netto</b>	<b>15,6</b>	<b>-4,3</b>	<b>---</b>	<b>10,3</b>	<b>---</b>	<b>22,0</b>	<b>22,4</b>	<b>1,8%</b>
Marża brutto ze sprzedaży	17,3%	9,9%		13,5%		13,3%	13,9%	
Marża EBITDA	11,4%	-1,2%		8,4%		7,5%	7,1%	
Marża EBIT	10,8%	-2,1%		7,7%		6,6%	6,3%	
Marża zysku netto	6,7%	-3,1%		6,0%		4,3%	4,1%	

Źródło: BDM S.A., spółka

### Wyniki jednostkowe za 4Q'2023 [mln PLN]

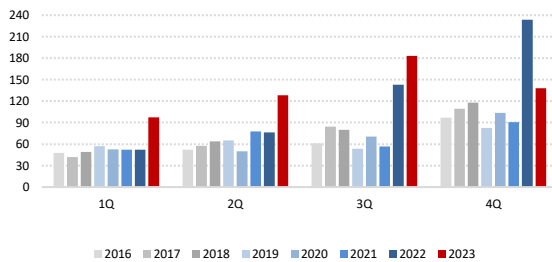
	4Q'22	4Q'23	zmiana r/r	2022	2023	zmiana r/r
<b>Przychody</b>	<b>213,4</b>	<b>140,8</b>	<b>-34,0%</b>	<b>428,2</b>	<b>532,2</b>	<b>24,3%</b>
Zysk brutto ze sprzedaży	32,5	17,5	-46,2%	52,8	78,9	49,5%
EBIT	20,8	10,7	-48,5%	29,5	53,9	82,6%
<b>Zysk netto</b>	<b>15,5</b>	<b>7,5</b>	<b>-51,5%</b>	<b>23,1</b>	<b>40,7</b>	<b>76,5%</b>
Marża brutto ze sprzedaży	15,3%	12,4%		12,3%	14,8%	
Marża EBIT	9,7%	7,6%		6,9%	10,1%	
Marża zysku netto	7,3%	5,3%		5,4%	7,7%	

Źródło: BDM S.A., spółka

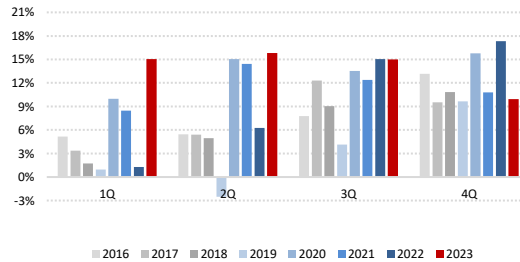
- Przychody w 4Q'23 wyniosły 137,9 mln PLN (-41% r/r), 19% poniżej naszych oczekiwań. Nadal wysoka była kontrybucja segmentu Sieci (97 mln PLN przychodów, +71% r/r), ale niższy poziom niż w 3Q'23. Segment Instalacje miał 41 mln PLN przychodów (-76% r/r, +18% q/q, efekt spadku znaczenia kontraktu na perymetrię na granicy z Białorusią).
- Rentowność brutto ze sprzedaży (9,9%) - wyraźnie niżej r/r i wyraźnie poniżej naszych założeń (zakładaliśmy 13,5% vs 17,3% rok temu). Na poziom rentowności wpłynęły dalsza konsolidacja Zeusa oraz ujęcie rezerwy na naprawy gwarancyjne na kontrakcie na granicy z Białorusią.
- Na poziomie jednostkowym rentowność wyniosła 12,4%, słabiej r/r, ale w miarę blisko naszych założeń. Segment Instalacje na poziomie jednostkowym (tu ujmowany był kontrakt na granicy z Białorusią) miał 44 mln PLN przychodów i -4,6 mln PLN straty brutto ze sprzedaży (-10,3% rentowności, przy 15,0% w 1-3Q'23). Strata związana jest z ujęciem w wynikach 4Q'23 wspomnianej wyżej rezerwy na naprawy gwarancyjne, która w przypadku dużego kontraktu istotnie wpłynęła na wynik (9,5 mln PLN). Od 2024 roku spółka zmienia politykę w tym zakresie i rezerwy będzie zawiązywać wraz z postępowaniem prac a nie na końcu kontraktów.
- Zeus miał w 2023 roku -23,5 mln PLN straty netto, po 1-3Q'23 strata wynosiła -11,6 mln PLN. Natomiast przychody wyniosły 14,0 mln PLN w 2023 vs 17,2 mln PLN po 1-3Q'23. Wartości bilansowe zostały wykazane w wartości likwidacyjnej, co wpłynęło na wyniki 4Q'23. Implikuje to skonsolidowanie przez Elektrotim ok -12 mln PLN straty EBIT Zeusa i "ujemnych" przychodów w 4Q'23 (różnica pomiędzy wynikami skonsolidowanymi a jednostkowymi przy założeniu, że wyniki spółki zależnej Ostoya były w 4Q'23 pomijalne).
- Jednocześnie w końcówce 1Q'24 Elektrotim sprzedał udziały w Zeusie (nie podano kwoty). Zarząd wskazuje, że w 1Q'24 wykaże 20,5 mln PLN skonsolidowanego zysku na sprzedaży udziałów w Zeusie (nadwyżka ceny sprzedaży nad ujemną wartość aktywów netto).
- Mocno negatywny wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej w 4Q'23 (-7,7 mln PLN, zakładaliśmy 0 mln PLN, prawdopodobnie wpływ konsolidacji Zeusa)
- EBITDA w 4Q'23 wyniosła -1,7 mln PLN (vs +26,6 mln PLN rok temu). Zwracamy uwagę, że strata jest pochodną: a) dalszej konsolidacji strat Zeusa w 4Q'23 (sprowadzenie wartości bilansowych do poziomu likwidacyjnego), b) zawiązania wysokich rezerw gwarancyjnych. W sumie te dwie pozycje mogły „zdjąć” z wyniku ok 21 mln PLN.
- Saldo finansowe z lekko ujemnym wpływem na poziomie -1,0 mln PLN.
- Skonsolidowana strata netto w 4Q'23 na poziomie -4,3 mln PLN.
- Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły +33 mln PLN w 4Q'23. Na koniec okresu spółka miała 27 mln PLN gotówki netto.
- Zarząd rekomenduje wypłatę 2,5 PLN dywidendy na akcję.
- Backlog: 329 mln PLN (vs 474 mln PLN po 3Q'23). W 1Q'24 zostanie on zwiększony m.in. o kontrakt na rzece Bug za 227 mln PLN.

Podsumowując, wyniki spółki za 4Q'23 były pod wpływem zdarzeń jednorazowych, mających charakter niegotówkowy: sprowadzenie do poziomu likwidacyjnego wartości bilansowych Zeusa oraz zawiązania dużej rezerwy na naprawę gwarancyjne na kontrakcie na perymetrię. Na koniec 4Q'23 spółka odnotowała wyraźną poprawę pozycji gotówkowej. Portfel zleceń wyraźnie spadł vs 3Q'23, ale w 1Q'24 będzie odbudowany przez nowe kontrakty. W 1Q'24 zysk skonsolidowany będzie wsparty przez rozliczenie transakcji sprzedaży Zeusa (ok +20 mln PLN, charakter księgowy).

Przychody [mln PLN]

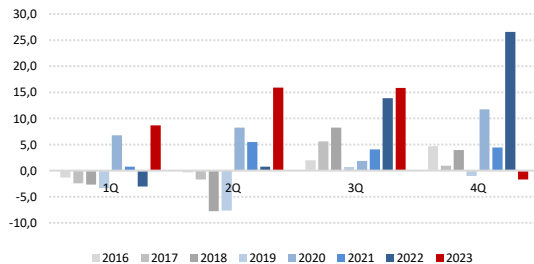


Marża brutto ze sprzedaży



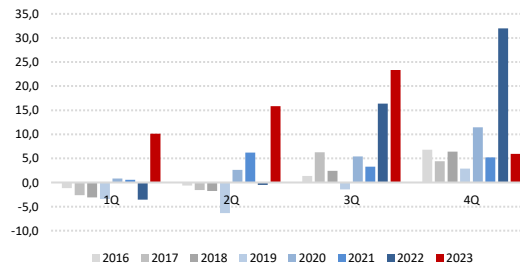
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA [mln PLN]



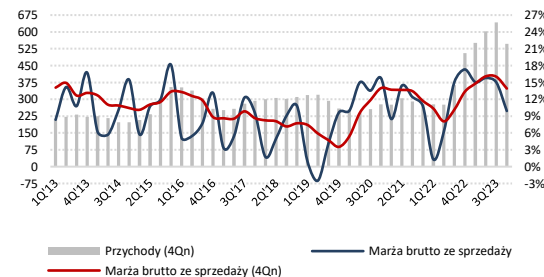
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA skoryg.\* [mln PLN]



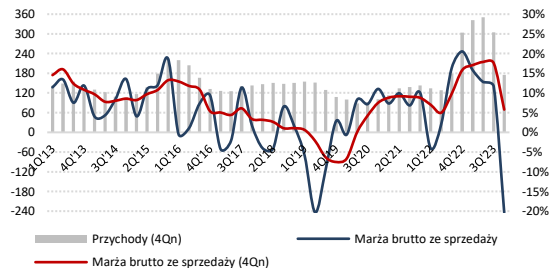
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody oraz marża brutto ze sprzedaży (narastająco 4Q)



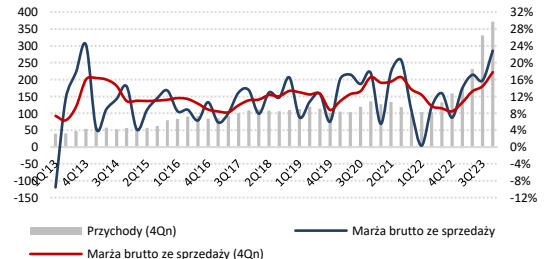
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, bez salda PPO/PKO

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



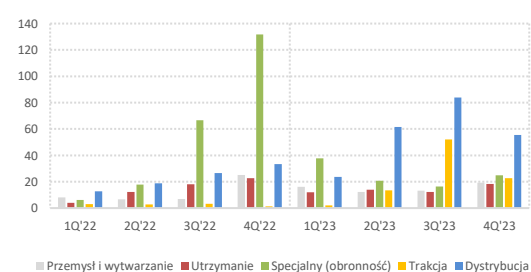
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody kwartalnie głównych pionów spółki [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Podsumowanie konferencji wynikowej po 4Q'23 (25/04/2024)****4Q'23**

-do końca 2023 była polityka tworzenia rezerw gwarancyjnych dopiero po zakończeniu kontraktu – obecnie spółka zmieniała tą politykę (rezerwy będą tworzone proporcjonalnie w czasie trwania kontraktu, w 1Q'24 nie powinno to być istotnie zauważalne)

-wzrost kosztów zarządu q/q związany w polityką premii

**2024**

-spółka czuje się bezpiecznie z portfelem na 2024 rok

-nie będzie podatku od zysku na sprzedaży Zeusa

-spółka zakłada, że będzie bardzo dobrym rokiem (stabilizacja wyników na wysokim poziomie, >0,5 mld PLN przychodów), jednak nie można liczyć na dynamikę wzrostu z poprzednich lat

-jedynie pion utrzymania może w tym roku załapać się środki unijne

-w 2-3Q'24 spółka będzie korzystać z zadłużenia kredytowego (wysoki sezon)

**Pozycja gotówkowa**

-w 1Q'24 spływ należności z kontraktów trakcyjnych (gotówka netto po 1Q'24 jest wyższa niż po 4Q'23)

**Segmenty – perspektywy**

-spółka widzi nadal potencjał w Pionie Przemysłu, w 2024 stabilne przychody

-w 2024 spółka widzi perspektywy wzrostu w Pionie Utrzymania (KPO, samorządy)

-w 2024 zakładany wzrost przerobu Pionu Specjalnego (główne źródło wzrostu w spółce w 2024)

-Trakcja – w 2024 mniejsza obroty r/r (zakończenie kontraktów dla PKP, pion przymierza się do wejścia na rynek miejski i powrót do rynku magazynów energii (luka w kontraktach w 2022)

-Dystrybucja (sieci) – możliwość podobnych wyników w 2024 i zakładany wzrost w kolejnych latach

**Portfel**

-w 1Q'24 spółka podpisała raportowane kontrakty na 330 mln PLN (plus mniejsze zlecenia)

-portfel to obecnie >600 mln PLN

-spółka nie identyfikuje kontraktów z problemami z marżowością w obecnym portfelu

-większość portfela przypada na 2024 rok

-wydłużające się procesy decyzyjne, przetargowe

-widać mniejszą liczbę przetargów i wzrost konkurencji

-spółka nie bierze zleceń po kosztach, czeka na uruchomienie dużych środków

-kumulacja inwestycji może skutkować wzrostem kosztów w 2025-27

-spółka uważa, że moce przerobowe w bud. specjalistycznym (energetyka, kolej) są zbyt małe, zarząd jest optymistycznie nastawiony do perspektyw od 2025

-spółka liczy na udział w projektach jądrowych, przy czym jest to odległa perspektywa

**Zeus**

-Zeus na ok 22 mln PLN obciążył skonsolidowany wynik netto w całym 2023 roku

-ze względu na utratę kontroli i sprzedaż akcji Zeusa w 1Q'24 na poziomie skonsolidowanym spółka wykaże 20,5 mln PLN zysku

-cena sprzedaży Zeusa była dodatnia, ale nieznaczna

-na bazie straty Zeusa spółka nie była w stanie utworzyć aktywa podatkowego

-Elektrotim pozostaje właścicielem gruntu w Pruszczu Gd.

-spółka nie widzi możliwości, by na bazie Zeusa powstała istotna konkurencja – certyfikaty bezpieczeństwa trzeba uzyskać od nowa w przypadku zmiany kontroli, spółka utraciła też załogę

**Perymetria lądowa**

-kontrakt został rzeczowo zakończony

-oczekiwanie obecnie na termin odbioru końcowego (audyt spowolnił procedury)

-spółka otrzymała wynagrodzenie za 95% (pozostało do zapłaty ok 15 mln PLN), FV zostały wystawione na 99% wartości

-gwarancja jest 5-letnia

-powinny pojawiać się prace dodatkowe

**Perymetria na Bugu**

-będzie większa liczba kamer/km niż w przypadku odcinka lądowego

-spółka uważa, że jest bardzo dobrze przygotowana

-przesunięty termin startu projektowania o 30-40 dni ze względu na wysoki stan rzeki

-kontrakt przychodowo rozłoży się pomiędzy 2024 i 25

-w 2024 min. 70% kontraktu powinno być rozpoznane w przychodach

**PGE Energetyka**

-spółka zadowolona z kontraktów (realizacja, wyniki, marże na poziomie zakładanym w budżetach)

**PSE**

-spółka chce brać udział w przetargach PSE, spółkę interesują także kontrakty duże (>100 mln PLN), przy czym spółka chce utrzymywać dywersyfikację portfela

**Prognozy**

-spółka nie przewiduje publikacji prognoz, dostrzega problem w zmianach harmonogramach zamawiających i publikacja byłaby obciążona dużym ryzykiem

**Wyniki i prognozy wyników kwartalne [mln PLN]**

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	52,2	77,7	56,7	90,5	52,4	76,5	143,0	233,7	97,5	128,3	183,2	137,9	80,0	120,0	165,0	210,0
Instalacje	30,3	36,9	29,5	46,2	21,8	30,4	80,9	170,3	59,9	39,4	34,9	41,3	35,0	45,0	85,0	130,0
Sieci	15,7	33,6	20,2	30,4	19,8	33,8	48,9	56,4	37,6	89,0	148,3	96,7	45,0	75,0	80,0	80,0
Automatyka	6,3	7,3	7,0	14,0	10,8	12,3	13,1	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	4,4	11,2	7,0	9,8	0,7	4,8	21,5	40,5	14,7	20,3	27,5	13,7	9,3	15,9	21,8	24,7
Instalacje	2,2	3,7	2,0	4,6	-0,9	0,6	13,2	35,0	9,5	5,0	4,1	-8,4	3,9	5,4	10,6	14,3
Sieci	0,9	6,0	4,2	2,6	0,1	3,2	6,2	3,9	5,2	15,3	23,4	22,1	5,4	10,5	11,2	10,4
Automatyka	1,4	1,6	0,8	2,5	1,5	0,9	2,1	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SG&A	5,2	6,3	5,1	6,0	5,6	6,6	6,1	9,8	5,7	5,5	5,2	8,9	5,4	5,6	6,2	10,4
<b>Zysk na sprzedaży</b>	-0,8	4,9	1,9	3,8	-4,9	-1,8	15,4	30,7	9,0	14,7	22,3	4,8	3,9	10,3	15,7	14,3
Saldo PPO/PKO	0,2	-0,7	0,8	-0,8	0,5	1,2	-2,5	-5,4	-1,5	0,0	-7,5	-7,7	20,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	0,7	5,5	4,1	4,4	-3,1	0,8	13,9	26,6	8,6	15,9	15,8	-1,7	25,0	11,5	16,8	15,5
<b>EBIT</b>	-0,6	4,1	2,7	3,0	-4,4	-0,6	12,9	25,3	7,5	14,8	14,8	-2,9	23,9	10,3	15,7	14,3
Saldo finansowe	-0,4	-0,2	-0,3	-0,9	-0,3	0,3	0,6	-3,3	0,3	-0,6	-0,7	-1,0	1,0	0,0	-0,3	0,1
Zysk (strata) brutto	-1,0	4,0	2,5	2,2	-4,8	-0,3	13,5	22,0	7,9	14,2	14,1	-3,9	24,9	10,4	15,3	14,4
<b>Zysk (strata) netto</b>	-1,5	3,1	1,9	3,1	-5,4	0,7	11,1	15,6	5,8	11,2	9,7	-4,3	20,1	8,4	12,4	11,7
CFO	-6,7	21,5	-21,2	8,2	-2,4	11,8	10,5	17,6	9,2	-75,7	29,8	32,8	30,0	-50,0	15,0	52,7
Dług (gotówka) netto	-3,9	4,6	-2,6	-10,1	-4,6	-18,4	-26,6	-50,5	-59,7	16,7	5,2	-27,1	-56,0	-4,8	6,3	-45,4
<b>Przychody zmiana r/r</b>	-0,8%	55,6%	-19,6%	-12,7%	0,3%	-1,6%	152,2%	158,2%	86,1%	67,8%	28,1%	-41,0%	-17,9%	-6,5%	-9,9%	52,2%
Instalacje	63,2%	142,5%	16,3%	10,8%	-28,1%	-17,5%	174,1%	268,7%	175,1%	29,4%	-56,9%	-75,8%	-41,5%	14,3%	143,9%	215,0%
Sieci	-36,8%	26,8%	-42,4%	-38,4%	26,3%	0,5%	142,2%	85,7%	89,9%	163,5%	203,2%	71,4%	19,7%	-15,7%	-46,1%	-17,2%
Automatyka	-32,4%	-12,0%	-31,0%	10,4%	71,9%	69,6%	88,3%	-57,0%	---	---	---	---	---	---	---	---
<b>Marża brutto ze sprzedaży</b>	8,5%	14,4%	12,4%	10,8%	1,3%	6,3%	15,1%	17,3%	15,1%	15,8%	15,0%	9,9%	11,6%	13,3%	13,2%	11,8%
Instalacje	7,3%	9,9%	6,8%	10,0%	-4,1%	2,0%	16,3%	20,5%	15,8%	12,8%	11,6%	-20,3%	11,0%	12,0%	12,5%	11,0%
Sieci	5,5%	17,9%	20,6%	8,7%	0,3%	9,6%	12,8%	7,0%	13,9%	17,1%	15,8%	22,8%	12,0%	14,0%	14,0%	13,0%
Automatyka	21,5%	21,4%	12,2%	18,0%	13,9%	7,6%	15,8%	26,1%	---	---	---	---	---	---	---	---
SG&A/przychody	10,0%	8,2%	9,0%	6,6%	10,6%	8,6%	4,3%	4,2%	5,8%	4,3%	2,8%	6,4%	6,7%	4,6%	3,7%	4,9%
<b>Marża na sprzedaży</b>	-1,5%	6,3%	3,4%	4,2%	-9,3%	-2,4%	10,8%	13,1%	9,2%	11,5%	12,2%	3,5%	4,8%	8,6%	9,5%	6,8%
<b>Marża EBITDA</b>	1,4%	7,1%	7,2%	4,9%	-5,9%	1,0%	9,7%	11,4%	8,9%	12,4%	8,6%	-1,2%	31,3%	9,6%	10,2%	7,4%
<b>Marża EBIT</b>	-1,2%	5,3%	4,8%	3,3%	-8,4%	-0,8%	9,0%	10,8%	7,7%	11,5%	8,1%	-2,1%	29,8%	8,6%	9,5%	6,8%
<b>Marża zysku netto</b>	-2,9%	4,0%	3,3%	3,4%	-10%	0,9%	7,8%	6,7%	5,9%	8,7%	5,3%	-3,1%	25,2%	7,0%	7,5%	5,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Skorygowane prognozy wyników na lata 2023-2025 rok [mln PLN]**

	2023P			2024P			2025P		
	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	580,0	546,9	-5,7%	501,3	575,0	14,7%	516,2	520,0	0,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	85,6	76,1	-11,1%	66,9	71,7	7,2%	61,7	65,4	6,0%
EBITDA	54,7	38,7	-29,3%	44,4	68,8	55,0%	37,4	42,4	13,4%
EBIT	50,3	34,2	-32,0%	39,8	64,2	61,3%	33,0	37,8	14,5%
Zysk (strata) netto	37,0	22,4	-39,5%	33,6	52,6	56,3%	27,0	31,9	18,2%
Dług (gotówka) netto	-6,5	-27,1	---	-29,1	-45,4	---	-28,0	-58,5	---
Marża zysku brutto ze sprzedaży	14,8%	13,9%		13,3%	12,5%		12,0%	12,6%	
Marża EBITDA	9,4%	7,1%		8,9%	12,0%		7,3%	8,2%	
Marża EBIT	8,7%	6,3%		7,9%	11,2%		6,4%	7,3%	
Marża zysku netto	6,4%	4,1%		6,7%	9,1%		5,2%	6,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \*poprzednio: rekomendacja z 04.01.2024

- W strategii na lata 2023-25 zarząd przedstawił, że spółka na poziomie jednostkowym celuje w minimum 350 mln PLN przychodów oraz 10 mln PLN zysku netto. Spółka wskazuje, że są to założenia minimum. Oceniamy, że powinny być jednak poddane aktualizacji, ponieważ nie odzwierciedlają obecnej pozycji spółki.
- Wyniki 2023 roku były ostatecznie niższe niż to uwzględniliśmy w naszej rekomendacji ze stycznia'24, co wynika z i) ujęciem straty Zeusa w 4Q'23 w związku z podejściem likwidacyjnym do spółki (mimo, że spółka została finalnie sprzedana i straty te zostaną odwrócone w 1Q'24), ii) ujęcia rezerwy na naprawę gwarancyjne na kontraktach na perymetrię na granicy z Białorusią (zakładaliśmy ujęcie dodatkowych rezerw w 2024 roku, ale skala ostrożnościowego podejścia zarządu była większa niż szacowaliśmy). W rzeczywistości nastąpiło więc przesunięcie w naszych prognozach wyniku z 2023 na 2024 rok (przy czym zmiany mają charakter księgowy a nie gotówkowy).
- Podwyższyliśmy prognozę przychodów na 2024 rok mając na uwadze podpisanie przez spółkę w styczniu kontraktu na perymetrię na Bugu (wcześniej uwzględniliśmy kontrakt z częściowym prawdopodobieństwem ze względu na niepewność w podejściu do przetargu przez nowy rząd). Nasza prognoza przychodów na 2025 rok została bez większych zmian. Teoretycznie powinna ona być nieco wyższa ze względu na podpisany kontrakt na Bugu (część realizacji przejdzie na przyszły rok), ale ze względu na pewną lukę w podaży kontraktów widoczną obecnie na rynku, a z drugiej strony istotny portfel

zamówień spółki, zakładamy, że będzie ona selektywnie podchodzić do pozyskiwania kontraktów w bardziej wymagającym otoczeniu rynkowym.

- Jednocześnie podnosimy nasze prognozy przychodów w dłuższym terminie. Zwracamy uwagę na kilka aspektów, które mogą przyczynić się do trwalszego zbudowania nowych istotnych obszarów działalności spółki (a które mogą być jeszcze nadal postrzegane dość jednorazowo). Spółka z sukcesem zrealizowała kontrakty dla PGE Energetyka Kolejowa (d. PKP Energetyka) – uważamy, że w przyszłości rynek zasilania trakcji kolejowej czy miejskiej będzie znajdował się w kręgu trwałego zainteresowania spółki. Po drugie dostrzegamy ostatnie deklaracje rządu o potrzebie wzmocnienie wschodniej granicy Polski, co może wygenerować nowe kontrakty dla spółki (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 także uwagę na pozyskanie kontraktu dla PSE w 2Q'24. PSE nie był dotychczas istotnym klientem spółki (o poprzednich kontraktach z tym zamawiającym spółka raportowała w 2019 roku i były to kontrakty eksploatacyjne). Ze względu na bardzo duży program inwestycyjny (roczne nakłady PSE mogą w zasadzie się 3-4x wyższe niż dotychczas ze względu na konieczność zmiany struktury sieci przesyłowej na obsługę MFW i atomu) może być to interesujący obszar rozwoju dla spółki. Zarząd deklaruje możliwość startu w przetargach PSE o wartości >100 mln PLN, jeśli nie będzie to miało wpływu na ograniczenie dywersyfikacji portfela zleceń.
- Obecnie zakładamy, że spółka w 2024 roku wypracuje 575 mln PLN przychodów, 64,2 mln PLN EBIT oraz 52,6 mln PLN zysku netto (w wynikach ujęte jest +20,5 mln PLN z tytułu utraty kontroli nad zależnym Zeusem, co ma wymiar księgowy a nie gotówkowy). Zakładamy, że rentowność brutto ze sprzedaży w 2024 roku będzie niższa r/r (m.in. brak efektu spadku kosztów vs zakładane budżety kontraktów). Spółka od 2024 roku zmienia podejście do polityki zawiązywania rezerw na naprawy gwarancyjne, dotychczas zawiązywano je na koniec kontraktu, obecnie będą uwzględniane w marży w trakcie realizacji – nie zakładamy, by miało to większy wpływ na porównywalną marżowość (2023 rok był pod tym względem dość istotnie obciążony przez kontrakt na granicy z Białorusią).
- W 2025 estymujemy obecnie po ok. 520 mln PLN przychodów oraz 31,9 mln PLN zysku netto. Marżę brutto zakładamy na poziomie zbliżonym r/r. Zakładamy, że spółka będzie podchodzić obecnie selektywnie do nowych kontraktów w okresie wzmożonej konkurencji (portfel zleceń pokrywa z nawiązką ponad roczne przychody). Jednocześnie spodziewamy się, że podaż kontraktów w obszarach, w których działa spółka (m.in. sieci dystrybucyjne) na przełomie 2024/25 na tyle istotnie wzrośnie, że ich pozyskanie nie będzie się wiązało z aż tak dużym ryzykiem dla marż. W kolejnych latach przyjmujemy jednocześnie stopniowy, powolny spadek rentowności. Zwracamy uwagę, że w przypadku spółek budowlanych/installacyjnych, im wyższe przychody, tym trudniej generalnie utrzymać wysokie marże (konieczność wyjścia poza nisze, wyższe ryzyka na większych kontraktach).
- Zakładana przez nas skorygowana marża EBIT (marża wyniku na sprzedaży) w 2024 roku kształtuje się na poziomie 7,7%, a w kolejnym roku na poziomie 7,3%. W długim terminie przyjmujemy <7% (obecnie wyraźnie wyżej niż w naszej poprzedniej rekomendacji, ale mamy na uwadze zbudowane przez spółkę kompetencje w nowych obszarach, co powinno umożliwić zdobywanie bardziej specjalistycznych kontraktów).
- W przypadku pozycji gotówkowej zakładamy, że na koniec 2024 roku będzie ona lepsza niż na koniec 2023 roku, pomimo wypłaty rekordowej dywidendy (poziom z końca ubiegłego roku był nieco zmniejszony ze względu na istotne płatności z kontraktów trakcyjnych dopiero w 1Q'24). Zakładamy, że spółka będzie regularnie wypłacać dywidendę.

**Prognozy wyników rocznych [mln PLN]**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>310,5</b>	<b>258,6</b>	<b>276,8</b>	<b>277,2</b>	<b>505,6</b>	<b>546,9</b>	<b>575,0</b>	<b>520,0</b>	<b>578,3</b>	<b>631,4</b>	<b>677,9</b>	<b>717,8</b>	<b>745,7</b>	<b>764,8</b>	<b>777,8</b>	<b>786,5</b>
Instalacje	150,6	108,2	100,8	142,9	303,5	175,3	295,0	215,0	235,2	254,0	270,2	284,1	293,7	300,2	304,6	307,6
Sieci	109,7	101,3	135,6	99,8	158,9	371,6	280,0	305,0	343,1	377,4	407,6	433,7	452,0	464,6	473,2	478,9
Automatyka	49,0	48,9	40,3	34,5	42,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>24,0</b>	<b>9,1</b>	<b>38,7</b>	<b>32,5</b>	<b>67,5</b>	<b>76,1</b>	<b>71,7</b>	<b>65,4</b>	<b>72,0</b>	<b>77,7</b>	<b>82,5</b>	<b>87,1</b>	<b>90,2</b>	<b>92,2</b>	<b>93,4</b>	<b>94,1</b>
Instalacje	1,6	-8,1	7,6	12,5	47,9	10,1	34,2	24,5	26,2	27,6	28,7	30,2	31,2	31,9	32,4	32,7
Sieci	14,6	8,9	22,5	13,7	13,5	66,0	37,5	41,0	45,8	50,1	53,8	56,9	59,0	60,3	61,0	61,4
Automatyka	7,6	8,3	8,6	6,3	6,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SG&A	23,2	22,3	23,8	22,6	28,1	25,3	27,5	27,6	31,2	34,1	36,6	38,8	40,3	41,3	42,0	42,5
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>0,8</b>	<b>-13,2</b>	<b>14,9</b>	<b>9,8</b>	<b>39,4</b>	<b>50,8</b>	<b>44,2</b>	<b>37,8</b>	<b>40,7</b>	<b>43,6</b>	<b>45,9</b>	<b>48,3</b>	<b>49,9</b>	<b>50,9</b>	<b>51,4</b>	<b>51,6</b>
Saldo PPO/PKO	-2,1	-2,9	8,3	-0,6	-6,2	-16,6	20,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
<b>EBITDA</b>	<b>1,8</b>	<b>-11,3</b>	<b>28,6</b>	<b>14,8</b>	<b>38,1</b>	<b>38,7</b>	<b>68,8</b>	<b>42,4</b>	<b>44,9</b>	<b>47,8</b>	<b>50,1</b>	<b>52,5</b>	<b>54,1</b>	<b>55,1</b>	<b>55,6</b>	<b>55,8</b>
<b>EBIT</b>	<b>-1,3</b>	<b>-16,1</b>	<b>23,2</b>	<b>9,3</b>	<b>33,2</b>	<b>34,2</b>	<b>64,2</b>	<b>37,8</b>	<b>40,4</b>	<b>43,3</b>	<b>45,6</b>	<b>48,0</b>	<b>49,5</b>	<b>50,5</b>	<b>51,0</b>	<b>51,2</b>
Saldo finansowe	-1,3	-2,0	-1,7	-1,6	-2,8	-2,0	0,8	1,6	1,2	1,4	1,6	1,8	2,0	2,3	2,6	2,9
Zysk (strata) brutto	-2,6	-18,1	21,6	7,6	30,4	32,3	64,9	39,4	41,7	44,7	47,1	49,8	51,6	52,8	53,6	54,1
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>-3,9</b>	<b>-14,5</b>	<b>16,6</b>	<b>6,6</b>	<b>22,0</b>	<b>22,4</b>	<b>52,6</b>	<b>31,9</b>	<b>33,7</b>	<b>36,2</b>	<b>38,2</b>	<b>40,3</b>	<b>41,8</b>	<b>42,8</b>	<b>43,4</b>	<b>43,8</b>
CFO	-31,3	5,7	34,4	1,8	37,5	-3,9	47,7	41,8	31,2	33,9	36,4	38,9	41,3	42,8	43,8	44,3
Dług (gotówka) netto	14,8	21,8	-10,9	-10,1	-50,5	-27,1	-45,4	-58,5	-62,6	-68,4	-74,9	-82,8	-91,6	-101,1	-111,1	-121,5
<b>Przychody zmiana r/r</b>	<b>5,9%</b>	<b>-16,7%</b>	<b>7,0%</b>	<b>0,1%</b>	<b>82,4%</b>	<b>8,2%</b>	<b>5,1%</b>	<b>-9,6%</b>	<b>11,2%</b>	<b>9,2%</b>	<b>7,4%</b>	<b>5,9%</b>	<b>3,9%</b>	<b>2,6%</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,1%</b>
Instalacje	5,5%	-28,1%	-6,8%	41,7%	112,4%	-42,2%	68,2%	-27,1%	9,4%	8,0%	6,4%	5,1%	3,4%	2,2%	1,5%	1,0%
Sieci	0,7%	-7,7%	34,0%	-26,4%	59,2%	133,9%	-24,6%	8,9%	12,5%	10,0%	8,0%	6,4%	4,2%	2,8%	1,8%	1,2%
Automatyka	18,6%	-0,2%	-17,5%	-14,5%	22,6%	-100,0%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
<b>Marża brutto ze sprzedaży</b>	<b>7,7%</b>	<b>3,5%</b>	<b>14,0%</b>	<b>11,7%</b>	<b>13,3%</b>	<b>13,9%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,6%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,3%</b>	<b>12,2%</b>	<b>12,1%</b>	<b>12,1%</b>	<b>12,1%</b>	<b>12,0%</b>	<b>12,0%</b>
Instalacje	1,1%	-7,5%	7,5%	8,8%	15,8%	5,8%	11,6%	11,4%	11,1%	10,9%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Sieci	13,3%	8,8%	16,6%	13,7%	8,5%	17,8%	13,4%	13,4%	13,4%	13,3%	13,2%	13,1%	13,1%	13,0%	12,9%	12,8%
Automatyka	15,5%	17,0%	21,4%	18,2%	14,4%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
SG&A/przychody	7,5%	8,6%	8,6%	8,2%	5,6%	4,6%	4,8%	5,3%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
<b>Marża na sprzedaży</b>	<b>0,3%</b>	<b>-5,1%</b>	<b>5,4%</b>	<b>3,5%</b>	<b>7,8%</b>	<b>9,3%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,0%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,6%</b>
<b>Marża EBITDA</b>	<b>0,6%</b>	<b>-4,4%</b>	<b>10,3%</b>	<b>5,3%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,1%</b>	<b>12,0%</b>	<b>8,2%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,4%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,1%</b>
<b>Marża EBIT</b>	<b>-0,4%</b>	<b>-6,2%</b>	<b>8,4%</b>	<b>3,3%</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,3%</b>	<b>11,2%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,0%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,5%</b>
<b>Marża zysku netto</b>	<b>-1,3%</b>	<b>-5,6%</b>	<b>6,0%</b>	<b>2,4%</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,1%</b>	<b>9,1%</b>	<b>6,1%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,6%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Prognoza na 1Q'24**

Prognozujemy, że ze względu na wysoką bazę (w 1Q'23 realizowano w dużym zakresie jeszcze perymetrię lądową na granicy z Białorusią) przychody w 1Q'24 spadną o 18% r/r do 80 mln PLN. Zakładamy także niższy poziom rentowności (ale nadal dwucyfrowy na poziomie brutto ze sprzedaży). Jednocześnie wynik na saldzie pozostałej działalności operacyjnej będzie wsparty przez 20,5 mln PLN księgowego zysku ze sprzedaży Zeusa (nadwyżka ceny nad ujemną wartością aktywów netto. Tym same wyniki raportowane będą wysokie (zakładamy 20 mln PLN zysku netto).

Spółka na koniec 4Q'23 miała 27 mln PLN gotówki netto. Wysoki poziom należności (przy niskiej wycenie aktywów kontraktowych) powinien sprzyjać sptywowi gotówki w 1Q'24 (w kolejnych miesiącach spodziewamy się wyraźnego ruchu w drugą stronę).

**Prognozy wyników na 1Q'2024**

	1Q'23	1Q'24P	zmiana r/r
Przychody	97,5	80,0	-17,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	14,7	9,3	-37,0%
Zysk na sprzedaży	9,0	3,9	-57,2%
EBITDA	8,6	25,0	189,4%
EBIT	7,5	23,9	216,3%
Zysk brutto	7,9	24,9	215,7%
Zysk netto	5,8	20,1	249,7%
Marża brutto ze sprzedaży	15,1%	11,6%	
Marża na sprzedaży	9,2%	4,8%	
marża EBITDA	8,9%	31,3%	
marża EBIT	7,7%	29,8%	
marża netto	5,9%	25,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.





**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](#)
**Krzysztof Tkocz**

Analityk rynku akcji

tel. (032) 208 14 38

 e-mail: [krzysztof.tkocz@bdm.pl](mailto:krzysztof.tkocz@bdm.pl)
[gry komputerowe](#)
**Anna Tobiasz**

Młodszy analityk rynku akcji

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 35

 e-mail: [anna.tobiasz@bdm.pl](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)
**Piotr Dedecjus**

tel. (022) 62-20-100

 e-mail: [piotr.dedecjus@bdm.pl](mailto:piotr.dedecjus@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
<b>Akumuluj</b>	<b>31,0</b>	<b>Akumuluj</b>	<b>19,1</b>	<b>20.05.2024*</b>	<b>08:00 CEST</b>	<b>27,85</b>	<b>88 735</b>
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 2Q'24\*:**

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

	liczba	%	liczba	%
Kupuj	6	55%	0	0%
Akumuluj	3	27%	0	0%
Trzymaj	2	18%	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: 2024-05-20**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-05-20 (08:00 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-05-20 (08:00 CEST).**

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

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

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

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

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

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

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

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

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać 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 spracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwa miesiące” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

**Na dzień 2024-05-20:**

- 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.