



Dom Maklerski BDM S.A.

## ELEKTROTIM

### RAPORT ANALITYCZNY

## AKUMULUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 54,3 PLN

08 MAJ 2025, 13:30 CEST

Spółka kontynuuje trend wzrostu portfela, korzystając z ożywienia w branży elektroenergetycznej. Wyniki 4Q'24 na poziomie EBITDA były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Pozytywnie postrzegamy outlook zarządu z ostatniej telekonferencji wynikowej (założenie 15% marży brutto ze sprzedaży i 7% marży netto w średnim terminie przy utrzymaniu wysokiego CAGR po stronie przychodów i możliwości obsłużenia 1 mld PLN przychodów). Podnosimy nasze założenia modelowe w tym kierunku. Zakładamy obecnie blisko 7% marży netto w latach 2025-27 (w kolejnych latach lekki spadek w kierunku 6,5%) oraz przekroczenie 1,0 mld PLN przychodów w 2029 roku. Takie założenia (wraz z ostatnim spadkiem stopy wolnej od ryzyka w postaci rentowności 10Y obligacji) podnoszą naszą wycenę do 54,3 PLN (poprzednio 47,7 PLN). Podtrzymujemy zalecenie Akumuluj. Dość unikalna ekspozycja spółki (zarówno energetyka jak i obronność) na tle innych podmiotów budowlanych z GPW wraz z udanym uporządkowaniem biznesu w ostatnich latach może w dalszych ciągu wspierać zainteresowanie inwestorów spółką, jednocześnie należy mnożniki przy jakich jest ona handlowana nie są już niskie (EV/EBITDA'25=8,3x, '26=6,7x).

#### 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 samym 4Q'24 przychody wyniosły 189 mln PLN (+37% r/r), EBITDA 15,8 mln PLN a zysk netto 8,6 mln PLN (rok wcześniej strata ze względu na szereg one-off'ów). Wyniki spółki za 4Q'24 były zgodne z naszymi założeniami na poziomie EBITDA (wynik netto 12% poniżej ze względu na podwyższone koszty finansowe oraz stopę podatku). Na koniec 4Q'24 spółka miała 36 mln PLN gotówki netto (vs 31 mln PLN długu netto po 3Q'24 i 27 mln PLN gotówki netto na koniec 2023).

#### Portfel

Po 4Q'24 backlog grupy wynosił 545 mln PLN (+66% r/r, -8% q/q). Po lutym'25 wzrósł do rekordowego poziomu 692 mln PLN (spółka podpisała szereg kontraktów głównie w zakresie modernizacji sieci), z czego 527 mln PLN przypada na 2025 rok. Celem, sygnalizowanym przez spółkę jest wejście na skalę >1 mld PLN backlogu i przychodów w perspektywie kilku lat.

#### Pozycjonowanie segmentowe

Biznes spółki opiera się na dwóch obszarach: Instalacje (obronność, przemysł i utrzymanie) i Sieci (dystrybucja i trakcja). 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 kontraktami dla PSE, gdzie zapowiedzi zamawiającego na kolejne lata są bardzo ambitne.

#### Prognozy wyników, wskaźniki

Zakładamy, że spółka w 2025 roku wypracuje 573 mln PLN przychodów oraz 38,4 mln PLN zysku netto. W 2026-27 estymujemy obecnie ok. 22-26% wzrosty przychodów r/r (akcent położony na segmenty energetyki i resorty obrony, podnieśliśmy nasze prognozy, biorąc pod uwagę wysoki pozysk kontraktów przez spółkę w ostatnich miesiącach). Nasze prognozy implikują EV/EBITDA'25=8,3x, P/E'25=12,9x oraz odpowiednio 6,7x i 10,2x w kolejnym roku.

	2022	2023	2024*	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	505,6	546,9	524,8	572,8	698,0	877,8
Zysk na sprzedaży [mln PLN]	39,4	50,8	48,6	50,2	61,7	75,8
EBITDA [mln PLN]	38,1	38,7	58,6	54,8	66,4	80,7
EBIT [mln PLN]	33,2	34,2	54,2	50,2	61,7	75,8
Wynik brutto [mln PLN]	30,4	32,3	64,2	47,4	59,9	74,4
Wynik netto [mln PLN]	22,0	22,4	54,1	38,4	48,5	60,3
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-50,5	-27,1	-35,8	-43,5	-49,0	-52,2
DPS [PLN/akcję]	0,00	1,55	2,50	2,50	2,88	3,65
P/BV	5,0	4,8	3,7	3,4	3,0	2,6
P/E	22,6	22,2	9,2	12,9	10,2	8,2
P/E skoryg	22,6	22,2	12,9	12,9	10,2	8,2
EV/EBITDA	11,7	12,1	7,9	8,3	6,7	5,5
EV/EBIT	13,4	13,7	8,5	9,0	7,2	5,9

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

Wycena DCF [PLN]	54,2
Wycena porównawcza [PLN]	54,8
Wycena końcowa [PLN]	54,3
Potencjał do wzrostu / spadku	9,2%
Koszt kapitału	13,3%

Cena rynkowa [PLN]	49,7
Kapitalizacja [mln PLN]	496,2
Ilość akcji [mln. szt.]	10,0

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	52,7
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	34,0

Stopa zwrotu za 3 mc	14,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	46,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	73,9%

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%

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 .....	4
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	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
P/E	22,6	22,2	9,2	12,9	10,2	8,2	7,7
P/BV	5,1	4,7	3,7	3,4	3,0	2,6	2,4
EV/EBITDA	11,7	12,1	7,9	8,3	6,7	5,5	5,0
EV/EBIT	13,4	13,7	8,5	9,0	7,2	5,9	5,4
EV/S	0,9	0,9	0,9	0,8	0,6	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	3,6	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
<b>Przychody</b>	<b>505,6</b>	<b>546,9</b>	<b>524,8</b>	<b>572,8</b>	<b>698,0</b>	<b>877,8</b>	<b>938,6</b>
Instalacje	303,5	175,3	368,4	335,3	414,0	497,2	503,6
Sieci	158,9	371,6	156,3	237,5	283,9	380,7	435,0
Automatyka	42,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>67,5</b>	<b>76,1</b>	<b>80,6</b>	<b>85,6</b>	<b>104,5</b>	<b>130,1</b>	<b>138,6</b>
Instalacje	47,9	10,1	0,0	48,7	60,3	72,4	72,6
Sieci	13,5	66,0	0,0	37,0	44,2	57,8	65,9
Automatyka	6,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SG&A	28,1	25,3	32,0	35,5	42,9	54,3	58,1
PPO/PKO	-6,2	-16,6	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>38,1</b>	<b>38,7</b>	<b>58,6</b>	<b>54,8</b>	<b>66,4</b>	<b>80,7</b>	<b>85,5</b>
EBIT	33,2	34,2	54,2	50,2	61,7	75,8	80,4
Zysk brutto	30,4	32,3	64,2	47,4	59,9	74,4	79,4
<b>Zysk netto</b>	<b>22,0</b>	<b>22,4</b>	<b>54,1</b>	<b>38,4</b>	<b>48,5</b>	<b>60,3</b>	<b>64,4</b>
<b>Dług netto</b>	<b>-50,5</b>	<b>-27,1</b>	<b>-35,8</b>	<b>-43,5</b>	<b>-49,0</b>	<b>-52,2</b>	<b>-64,5</b>

Wskaźniki	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	82%	8%	-4%	9%	22%	26%	7%
EBITDA zmiana r/r	158%	1%	52%	-7%	21%	22%	6%
Zysk netto zmiana r/r	233%	2%	142%	-29%	26%	24%	7%
Marża brutto na sprzedaży	13,3%	13,9%	15,4%	14,9%	15,0%	14,8%	14,8%
Marża EBITDA	7,5%	7,1%	11,2%	9,6%	9,5%	9,2%	9,1%
Marża netto	4,3%	4,1%	10,3%	6,7%	7,0%	6,9%	6,9%
ROE	22,4%	21,2%	40,3%	26,0%	29,0%	31,5%	30,6%
ROA	8,2%	8,3%	20,5%	13,4%	14,6%	15,3%	15,2%

Bilans [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>57,1</b>	<b>43,6</b>	<b>41,6</b>	<b>41,8</b>	<b>41,7</b>	<b>41,8</b>	<b>41,7</b>
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
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>211,2</b>	<b>225,0</b>	<b>222,1</b>	<b>244,5</b>	<b>290,2</b>	<b>351,7</b>	<b>382,8</b>
Zapasy	3,4	2,9	8,5	9,2	11,3	14,2	15,1
Należności krótkoterminowe	151,2	189,0	165,1	180,2	219,5	276,1	295,2
Środki pieniężne	56,7	33,2	48,5	55,1	59,4	61,4	72,4
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Aktywa razem</b>	<b>268,3</b>	<b>268,6</b>	<b>263,7</b>	<b>286,3</b>	<b>331,9</b>	<b>393,5</b>	<b>424,5</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>98,1</b>	<b>105,3</b>	<b>134,1</b>	<b>147,5</b>	<b>167,3</b>	<b>191,1</b>	<b>210,3</b>
Udziały mniejszości	1,1	-2,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>169,2</b>	<b>165,4</b>	<b>129,3</b>	<b>138,5</b>	<b>164,4</b>	<b>202,1</b>	<b>214,0</b>
Rezerwy na zobowiązania	21,6	33,2	31,8	34,5	41,3	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	92,5	112,6	141,7	151,5
<b>Pasywa razem</b>	<b>268,3</b>	<b>268,6</b>	<b>263,7</b>	<b>286,3</b>	<b>331,9</b>	<b>393,5</b>	<b>424,5</b>
<b>Dług netto</b>	<b>-50,5</b>	<b>-27,1</b>	<b>-35,8</b>	<b>-43,5</b>	<b>-49,0</b>	<b>-52,2</b>	<b>-64,5</b>
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	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8

Rachunek przepływu [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
CFO	37,5	-3,9	45,8	37,5	38,5	44,0	61,6
CFI	5,5	2,5	0,1	-4,8	-3,4	-3,6	-3,3
CCF	-5,0	-22,2	-30,6	-26,2	-31,1	-38,6	-47,3
- w tym dywidenda	0,0	15,4	25,0	25,0	28,8	36,4	45,2
Przepływy pieniężne netto	38,0	-23,6	15,4	6,5	4,0	1,8	11,0
CAPEX / Amortyzacja	34%	41%	29%	105%	105%	105%	98%

**ELEKTROTIM**

<b>Rekomendacja</b>	<b>Akumuluj</b>	<b>www:</b>	<b><a href="http://www.elektrotim.pl">www.elektrotim.pl</a></b>
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>54,3</b>		
<b>Potencjał</b>	<b>9,3%</b>	<b>daty najbliższych raportów:</b>	
Cena rynkowa [PLN]	49,70	1Q'25:	27 maj
Ilość akcji [mln. szt.]	10,0	2Q'25:	9 wrz
Kapitalizacja [mln PLN]	496,2		

Wyniki Q [mln PLN]	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25P
<b>Przychody</b>	<b>137,9</b>	<b>62,0</b>	<b>111,6</b>	<b>162,5</b>	<b>188,7</b>	<b>88,0</b>
Instalacje	41,3	35,7	71,1	122,0	368,4	63,0
Sieci	96,7	26,2	40,5	40,5	156,3	25,0
Automatyka	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>13,7</b>	<b>8,1</b>	<b>18,0</b>	<b>30,4</b>	<b>24,2</b>	<b>11,8</b>
Instalacje	-8,4	6,9	12,2	23,6	0,0	8,9
Sieci	22,1	1,2	5,8	6,8	0,0	2,9
Automatyka	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SG&A	8,9	6,3	8,8	7,1	9,8	7,0
PPO/PKO	-7,7	6,2	-0,5	-0,3	0,2	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>-1,7</b>	<b>9,0</b>	<b>9,7</b>	<b>24,2</b>	<b>15,8</b>	<b>6,0</b>
EBIT	-2,9	7,9	8,7	23,1	14,6	4,8
Zysk brutto	-3,9	22,3	9,3	20,7	11,9	4,4
<b>Zysk netto</b>	<b>-4,3</b>	<b>21,1</b>	<b>8,0</b>	<b>16,4</b>	<b>8,6</b>	<b>3,6</b>
<b>Dług netto</b>	<b>-27,1</b>	<b>-39,8</b>	<b>4,2</b>	<b>31,0</b>	<b>-35,8</b>	<b>-34,6</b>

Wskaźniki	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25P
Przychody zmiana r/r	-41,0%	-36,4%	-13,0%	-11,3%	36,8%	42,0%
EBITDA zmiana r/r	---	3,8%	-38,9%	52,8%	---	-33,5%
Zysk netto zmiana r/r	---	265,7%	-28,1%	68,0%	---	-83,0%
Marża brutto na sprzedaży	9,9%	13,1%	16,1%	18,7%	12,8%	13,4%
Marża EBITDA	-1,2%	14,5%	8,7%	14,9%	8,3%	6,8%
Marża netto	-3,1%	34,0%	7,2%	10,1%	4,6%	4,1%

Wskaźniki II	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
EPS, Adj+	2,20	2,24	5,42	3,85	4,86	6,04
Revenue	505,6	546,9	524,8	572,8	698,0	877,8
Gross Margin %	13,3%	13,9%	15,4%	14,9%	15,0%	14,8%
EBIT	33,2	34,2	54,2	50,2	61,7	75,8
EBITDA	38,1	38,7	58,6	54,8	66,4	80,7
Net Income Adj+	22,0	22,4	54,1	38,4	48,5	60,3
Net Debt	-50,5	-27,1	-35,8	-43,5	-49,0	-52,2
BPS	9,82	10,55	13,43	14,78	16,75	19,15
DPS	0,00	1,55	2,50	2,50	2,88	3,65
Return on Equity %	22,4%	21,2%	40,3%	26,0%	29,0%	31,5%
Return on Assets %	8,2%	8,3%	20,5%	13,4%	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	32,7	35,1	40,4
CAPEX	1,7	1,8	1,3	4,8	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%	54,2
Wycena metodą porównawczą	20%	54,9
<b>Wycena 1 akcji [PLN]</b>		<b>54,3</b>

Źródło: BDM S.A.

### WYCENA DCF

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

#### Model DCF

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	572,8	698,0	877,8	938,6	1 007,4	1 045,7	1 078,9	1 107,5	1 132,1	1 154,0
EBIT [mln PLN]	50,2	61,7	75,8	80,4	85,8	88,5	90,7	92,4	93,7	94,7
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]	9,5	11,7	14,4	15,3	16,3	16,8	17,2	17,6	17,8	18,0
NOPLAT [mln PLN]	40,6	50,0	61,4	65,2	69,5	71,7	73,4	74,8	75,9	76,7
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]	-4,8	-4,9	-5,1	-5,0	-5,2	-5,1	-5,2	-5,2	-5,2	-5,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-6,0	-15,6	-22,4	-7,6	-8,6	-4,8	-4,1	-3,6	-3,1	-2,7
FCF [mln PLN]	34,4	34,2	38,8	57,7	60,8	66,9	69,3	71,3	72,8	74,0
DFCF [mln PLN]	31,8	27,9	28,0	36,9	34,4	33,4	30,6	27,8	25,1	22,6
Suma DCF [mln PLN]	298,5									
Wartość rezydualna [mln PLN]	678,1									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	206,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	505,2									
Dług netto 2024 [mln PLN]	-35,8									
Wyplacona dywidenda [mln PLN]	0,0									
Udział mniejszości [mln PLN]	0,3									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>540,7</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	10,0									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>54,2</b>									
Przychody zmiana r/r	9,2%	21,8%	25,8%	6,9%	7,3%	3,8%	3,2%	2,7%	2,2%	1,9%
EBIT zmiana r/r	-7,5%	23,0%	22,9%	6,1%	6,6%	3,2%	2,5%	1,9%	1,4%	1,1%
FCF zmiana r/r	---	-0,8%	13,5%	48,7%	5,5%	9,9%	3,6%	2,9%	2,2%	1,6%
Marża EBITDA	9,6%	9,5%	9,2%	9,1%	9,0%	8,9%	8,9%	8,8%	8,7%	8,7%
Marża EBIT	8,8%	8,8%	8,6%	8,6%	8,5%	8,5%	8,4%	8,3%	8,3%	8,2%
Marża NOPLAT	7,1%	7,2%	7,0%	6,9%	6,9%	6,9%	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	1,0%	2,2%	2,5%	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%

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

#### Kalkulacja WACC

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

Źródło: BDM S.A.

#### Wrażliwość modelu DCF

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					Beta			
	0,8	1,00%	2,00%	3,00%		6,0%	1,00%	2,00%	3,00%		6,0%	0,9	1,0	1,1
beta	0,9	60,4	63,2	66,7	Premia za ryzyko	6,0%	62,8	66,0	69,9	Premia za ryzyko	6,0%	70,6	66,0	61,9
	0,9	56,0	58,3	61,1		7,0%	57,0	59,5	62,5		7,0%	63,9	59,5	55,7
	1,0	52,3	54,2	56,4		8,0%	52,3	54,2	56,4		8,0%	58,3	54,2	50,6
	1,1	49,0	50,6	52,4		9,0%	48,2	49,7	51,5		9,0%	53,7	49,7	46,3
	1,2	46,1	47,4	48,9		10,0%	44,8	46,0	47,4		10,0%	49,7	46,0	42,7

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 54,9 PLN/akcję.

**Wycena porównawcza**

	P/E			EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Atrem	11,3	10,8	11,9	7,3	6,8	7,5
Budimex	22,8	19,4	16,9	12,8	10,6	8,9
Introl	8,2	8,6	8,5	3,8	3,6	3,3
Mostostal Zabrze	10,9	10,9	9,9	4,0	3,6	3,2
Onde	27,6	61,2	30,1	10,5	13,5	10,1
<b>Mediana</b>	<b>11,3</b>	<b>10,9</b>	<b>11,9</b>	<b>7,3</b>	<b>6,8</b>	<b>7,5</b>
<b>Elektrotim</b>	<b>12,9</b>	<b>10,2</b>	<b>8,2</b>	<b>8,3</b>	<b>6,7</b>	<b>5,5</b>
Premia/dyskonto do mediany	14%	-6%	-31%	13%	-1%	-27%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	43,5	53,0	71,9	44,4	50,3	66,2
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>56,1</b>			<b>53,6</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>54,9</b>					

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

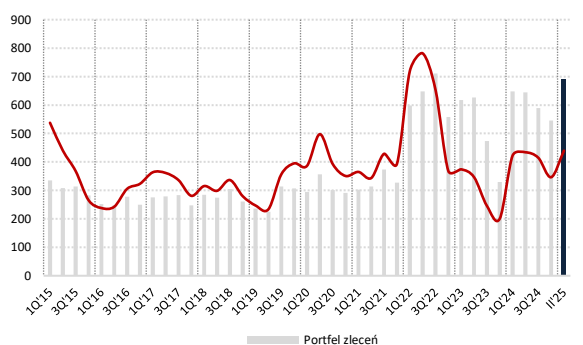
## PORTFEL ZAMÓWIEŃ

Istotne kontrakty podpisane od początku 2022 roku

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]	Koniec
<b>2025</b>				
2025-04-22	Polonez Plus	Instalacje elektryczne w ramach inwestycji Mercedes Benz w Jaworze (pakiet D)	30	nko
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
<b>2024</b>				
2024-12-13	Tramwaje Warszawskie	Przebudowa budynku podstacji trakcyjnej „Okęcie” i „Jasna”	20	2025-10
2024-10-22	KGHM	Wymiana rozdzielnic wraz z transformatorami w Rejonie ZWR Lubin	21	2026-09
2024-10-21	Mercedes-Benz MP	Realizacja stacji el.-en. WN/SN wraz z linią zasilającą w ramach budowy fabryki w Jaworze	50	2026-10
2024-09-05	PSE	Rozbudowa i modernizacja rozdzielni 220 kV w stacji 400/220/110 kV Pątnów – Etap 1	19	2026-12
2024-04-26	PSE	Rozbudowa rozdzielni 220 kV i 110 kV w stacji Adamów	30	2026-12
2024-03-15	Tauron NT	Eksploatacja i prowadzeniem prac dodatkowych na sieciach oświetleniowych we Wrocławiu i okolicach	26	2026-03
2024-02-21	PL Szczecin-Goleniów	Wykonanie systemu pomocy nawigacyjnych	41	2025-12
2024-02-16	CZC SZ	Gdańsk. Budowa pola antenowego oraz modernizacja serwerowni	15	2025-04
2024-01-31	KG Straży Granicznej	Budowa zabezpieczenia granicy państwowej z Białorusią na odcinku rzeki Bug w Nadbużańskim Oddziale SG	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 wani elektrolitycznych w HMG	45	2025-01
2023-10-05	Stożeczny Zi	Rozbudowa systemu alarmowego w kompleksie wojskowym K-0596 Goławice	4	2025-03
2023-08-07	Stożeczny Zi	Wymiana ogrodzenia w kompleksie wojskowym nr K-0596 Goławice	11	2025-01
2023-06-05	PGE Dystrybucja	Budowy stacji 110 kV Krasnosielc wraz z linią zasilającą 110 kV	22	2024-12
2023-05-19	CZ Cyberprzestrzeni SZ	Budowa linii światłowodowych pomiędzy kompleksami w m. Gdynia, Rumia, Łężyce, Wejherowo, 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 Jeziorko	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	2024-06

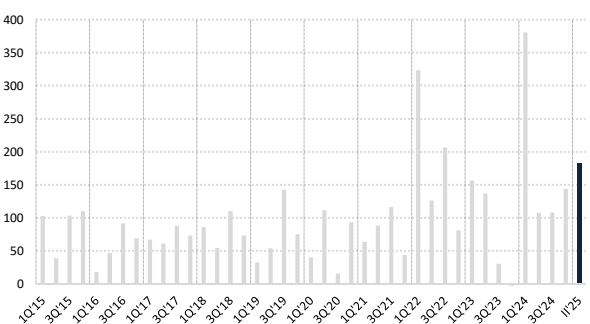
Źródło: BDM S.A., spółka

Portfel / przychody za ostatnie 4Q



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



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

Backlog na koniec 4Q'24 wynosił 545 mln PLN (vs 590 mln PLN po 3Q'24 i 329 mln PLN rok temu). Natomiast backlog po lutym'25 wynosił rekordowe w historii spółki 692 mln PLN (z tego 527 mln PLN przypada do realizacji w 2025 roku). W okresie I-II spółka podpisała umowy na 183 mln PLN (w komunikatach bieżących pojawiły się informacje o 134 mln PLN). Dodatkowo spółka miała złożone 91 mln PLN w najlepszych ofertach w kolejnych przetargach (już w kwietniu podpisano dwie umowy na łącznie 63 mln PLN).

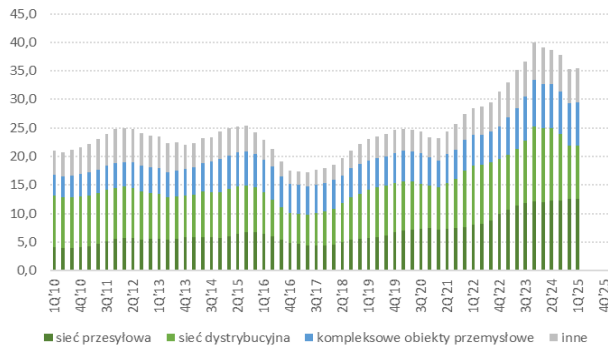
## OTOCZENIE RYNKOWE I KOSZTOWE

### 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).

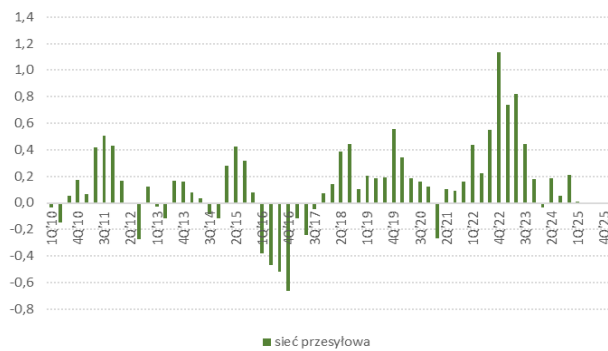
Inwestycje w obszarze pozostałych obiektów inżynierskich dynamicznie rosły w 2023 roku w ujęciu r/r. W 2024 roku dynamika realizowanych inwestycji była ujemna w obszarze sieci dystrybucyjnych oraz kompleksowych obiektów przemysłowych, natomiast wzrost r/r odnotowano w obrębie sieci przesyłowych oraz innych obiektów (zalicza się tu m.in. wojsko). 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]



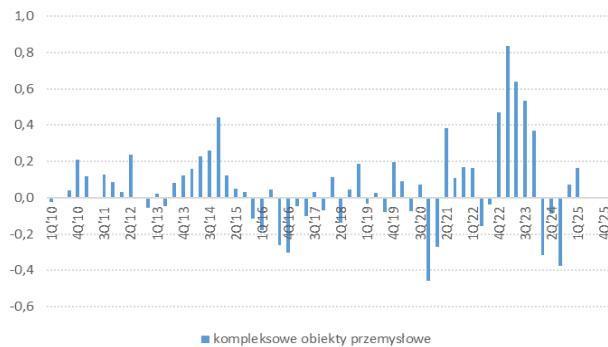
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



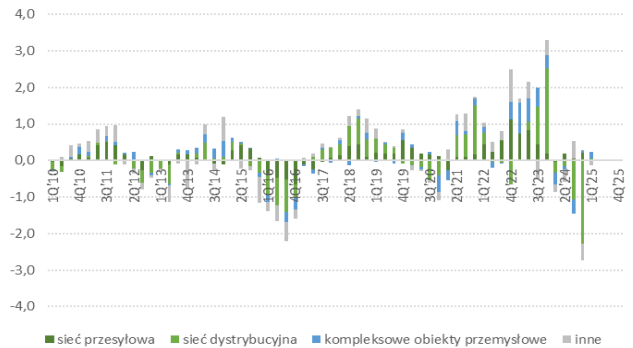
Źródło: DM BDM S.A., GUS, transport ropy, gazu, energii, wody, ścieków, sieć telco

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



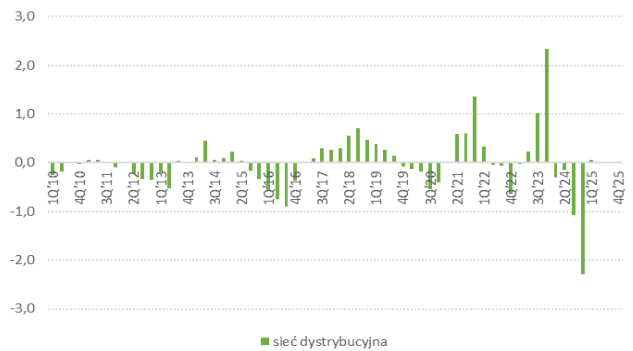
Źródło: DM BDM S.A., GUS, m.in. elektrownie, obiekty przemysłowe niebędące budynkami

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



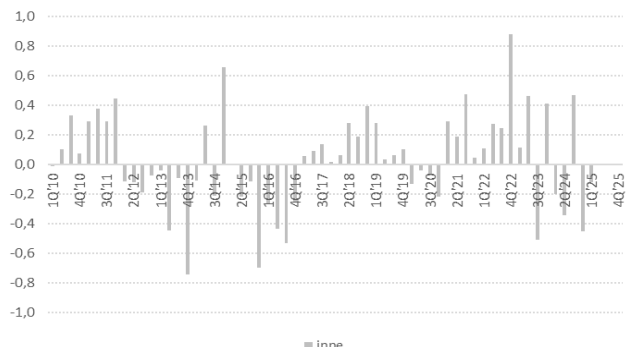
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



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

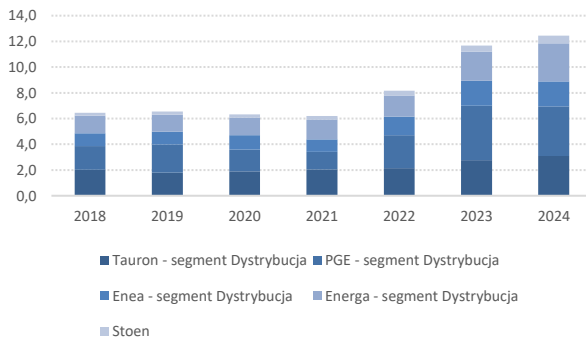
Nakłady inne w ramach pozostałych obiektów infrastruktury zmiana r/r [mld PLN]



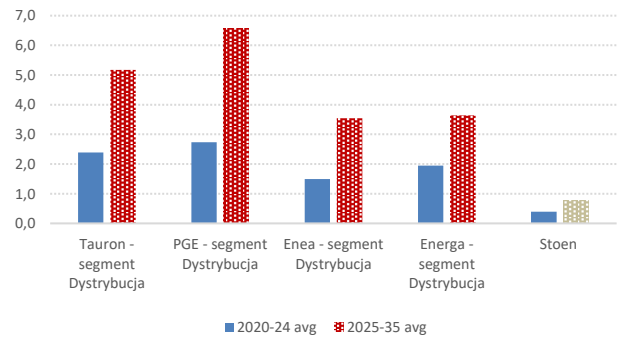
Źródło: DM BDM S.A., GUS, m.in. wojsko, sport, wysypiska śmieci



Nakłady spółek dystrybucji energii [mld PLN]



Nakłady spółek dystrybucji energii – strategia [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 a dla Energi (Orlen) 87% więcej. PGE zapowiada strategię na 2Q'25 (wstępnie przyjęto 140% 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

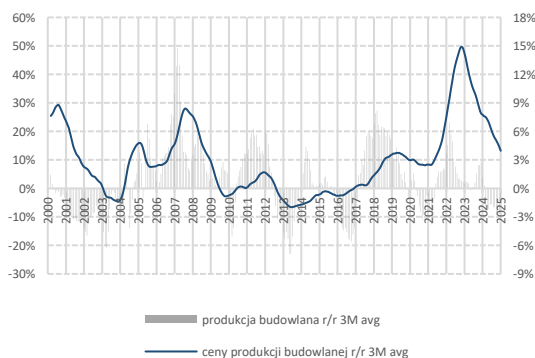
Elektrotim ma status aktywnego, kwalifikowanego wykonawcy i usługodawcy w Bechtel, co pozwala na udział w działaniach przygotowawczych do realizacji inwestycji w budowę pierwszej w Polsce elektrowni jądrowej. W lutym'25 sejm przyjął ustawę o przekazaniu z budżetu kwoty do 60,2 mld PLN na budowę elektrowni 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 (obecnie niżej r/r w PLN), aluminium (obecnie niżej r/r w PLN) 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 -1Q'25. Głównymi dostawcami dla spółki są hurtownie elektrotechniczne (np. Elektro-Inwest) oraz producenci jak Tele-Fonika czy Schneider.

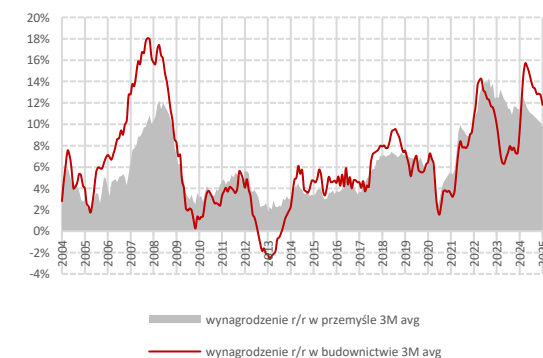
Drugą główną pozycją kosztową w 2024 roku były usługi obce na poziomie 41% (podwykonawcy), Istotne są także wynagrodzenia z 15% udziałem.

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



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

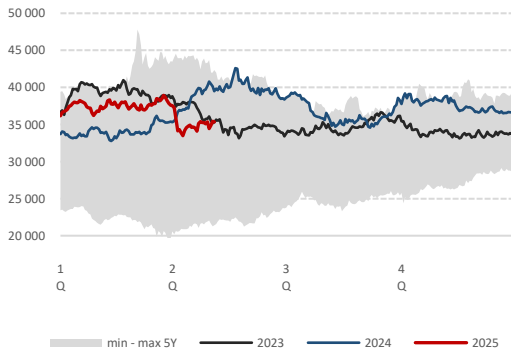
Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce



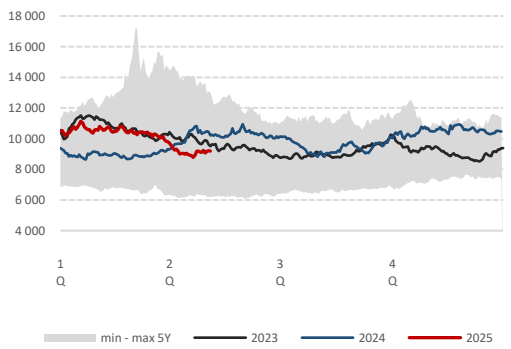
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg



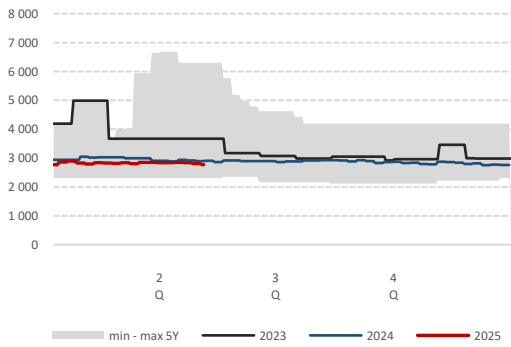
**Cena miedzi [PLN/t]**



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

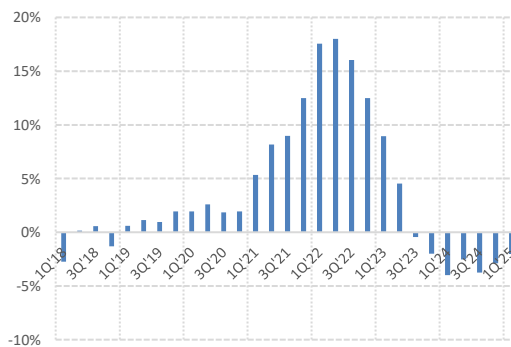


Źródło: BDM S.A., Bloomberg  
**Cena stali – Europa [PLN/t]**



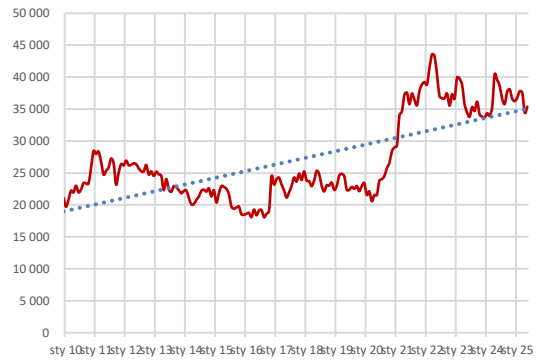
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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

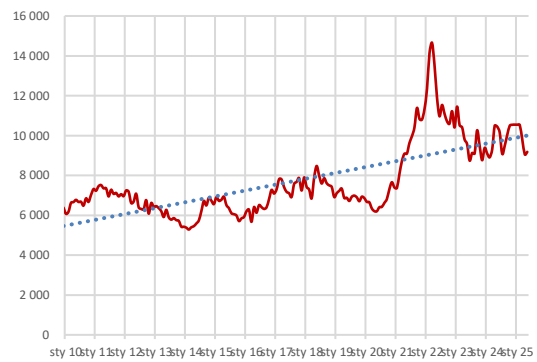


Źródło: BDM S.A., PSB

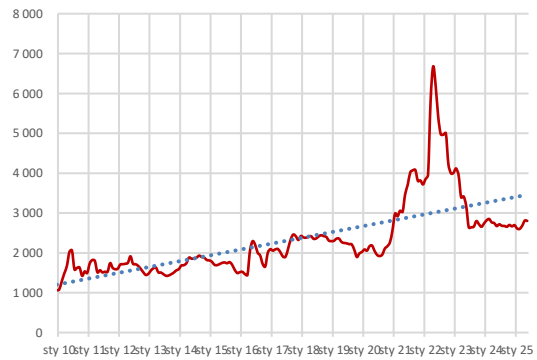
**Cena miedzi [PLN/t]**



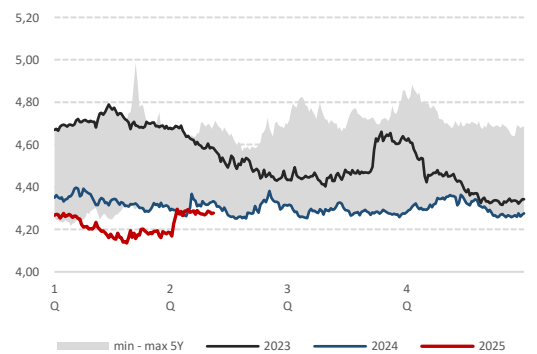
Źródło: BDM S.A., Bloomberg  
**Cena aluminium [PLN/t]**



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'2024 [mln PLN]

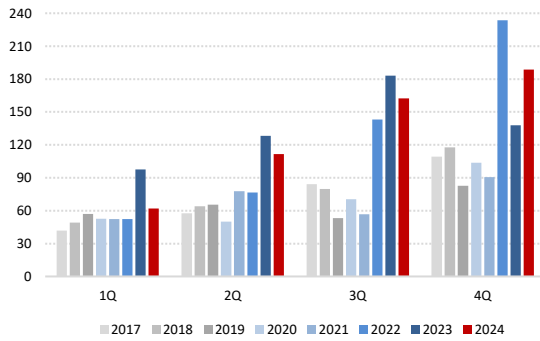
	4Q'23	4Q'24	zmiana r/r	4Q'24P BDM	odchyl.	2023	2024	zmiana r/r
<b>Przychody</b>	<b>137,9</b>	<b>188,7</b>	<b>36,8%</b>	<b>179,0</b>	<b>5,4%</b>	<b>546,9</b>	<b>524,8</b>	<b>-4,1%</b>
Zysk brutto ze sprzedaży	13,7	24,2	76,6%	25,6	-5,6%	76,1	80,6	5,9%
Zysk na sprzedaży	<b>4,8</b>	<b>14,3</b>	<b>199,8%</b>	<b>15,1</b>	<b>-4,9%</b>	<b>50,8</b>	<b>48,6</b>	<b>-4,3%</b>
PPO/PKO	-7,7	0,2	---	-0,5	---	-16,6	5,6	---
<b>EBITDA</b>	<b>-1,7</b>	<b>15,8</b>	<b>---</b>	<b>15,7</b>	<b>0,5%</b>	<b>38,7</b>	<b>58,6</b>	<b>51,6%</b>
EBIT	-2,9	14,6	---	14,6	-0,2%	34,2	54,2	58,5%
Zysk brutto	-3,9	11,9	---	12,1	-1,6%	32,3	64,2	99,1%
<b>Zysk netto</b>	<b>-4,3</b>	<b>8,6</b>	<b>---</b>	<b>9,8</b>	<b>-12,0%</b>	<b>22,4</b>	<b>54,1</b>	<b>141,7%</b>
Marża brutto ze sprzedaży	9,9%	12,8%		14,3%		13,9%	15,4%	
Marża EBITDA	-1,2%	8,3%		8,8%		7,1%	11,2%	
Marża EBIT	-2,1%	7,7%		8,1%		6,3%	10,3%	
Marża zysku netto	-3,1%	4,6%		5,5%		4,1%	10,3%	

Źródło: BDM S.A., spółka

- Przychody w 4Q'24 wyniosły 188,6 mln PLN (+37% r/r, 5% powyżej naszych założeń).
- Rentowność brutto ze sprzedaży (12,8%) była nieco poniżej naszych założeń (zakładaliśmy 14,3% vs 9,9% rok temu i 16,8% w 1-3Q'24).
- Spółka kolejny raz zmieniła prezentację wyników według segmentów, więc nie jesteśmy w stanie wskazać jakie rentowności wypracowały poszczególne pioniry w 4Q'24 według podziału prezentowanego do 3Q'24. Przeliczenie segmentów sugerowane przez spółkę na telekonferencji wskazuje w 4Q'24 na 17% marży brutto ze sprzedaży w segmencie Sieci Elektroenergetyczne oraz 11% marży w segmencie Instalacje i Infrastruktura (vs odpowiednio 13% i 19% w 1-3Q'24).
- Koszty SG&A były wyższe o 10% r/r (9,8 mln PLN vs 8,9 mln PLN).
- Minimalnie dodatni był wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej w 4Q'24 (+0,2 mln PLN vs -7,7 mln PLN rok temu). Same wartości pozostałych przychodów i kosztów są relatywnie wysokie (>7 mln PLN), wynika to z porządkowanie systemu księgowego przez zmiany w systemie IT.
- EBITDA w 4Q'24 wyniosła 15,8 mln PLN (vs -1,7 mln PLN rok temu i 15,7 mln PLN nasze oczekiwania).
- Należy pamiętać, że dane z 4Q'23 nie są porównywalne – m.in. skonsolidowano wtedy straty spółki zależnej Zeus a wpływ na marże miały rezerwy gwarancyjne.
- Saldo finansowe odnotowano z ujemnym wpływem na poziomie -2,7 mln PLN.
- Skonsolidowana zysk netto w 4Q'24 wyniósł 8,6 mln PLN (spodziewaliśmy się 9,8 mln PLN). Efektywna stawka podatku dochodowego wyniosła 27%.
- Przepływy z działalności operacyjnej były sezonowo mocne i wyniosły +67,0 mln PLN w 4Q'24 (rok temu +32,8 mln PLN). Na koniec okresu spółka miała 35,9 mln PLN gotówki netto (27,1 mln PLN rok temu).
- Zarząd zarekomendował wypłatę 2,50 PLN dywidendy na akcję (w naszym poprzednim raporcie analitycznym zakładaliśmy 2,78 PLN).
- Backlog na koniec 4Q'24 wyniósł 545 mln PLN (vs 590 mln PLN po 3Q'24 i 329 mln PLN rok temu). Backlog po lutym'25 wynosił 692 mln PLN (z tego 527 mln PLN przypada do realizacji w 2025 roku). Dodatkowo spółka miała złożone 91 mln PLN w najlepszych ofertach w kolejnych przetargach.

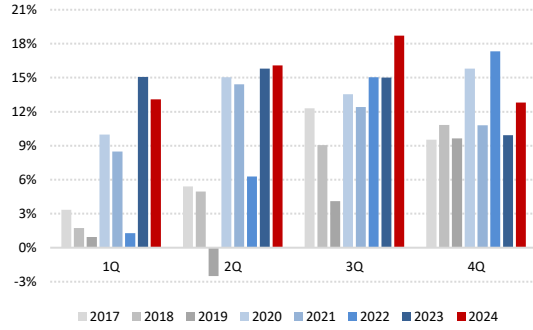
Podsumowując, wyniki spółki za 4Q'24 na poziomie EBIT były zgodne z naszymi założeniami. Nieco niższa od oczekiwań była marża (wyższe przychody), wysoka efektywna stopa podatku obciążyła wynik netto. Wysoki CF operacyjny w 4Q'24 pozwolił na odbudowanie pozycji gotówkowej. Po lutym spółka ma rekordowy portfel zleceń (692 mln PLN, z tego 527 mln PLN przypada jeszcze na 2025 rok), który powinien wskazywać na możliwość wzrostu przychodów r/r w 2025 roku. Na telekonferencji zarząd wskazał na możliwość utrzymania marżowości z 2024 roku.

**Przychody [mln PLN]**



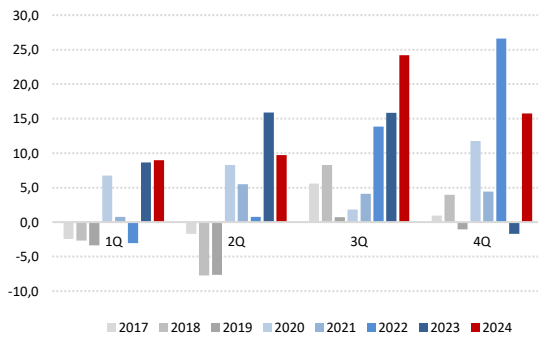
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Marża brutto ze sprzedaży**



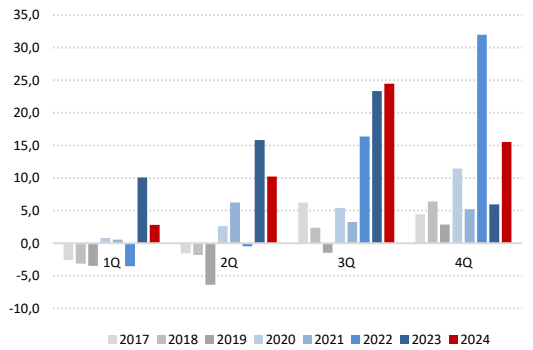
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**EBITDA [mln PLN]**



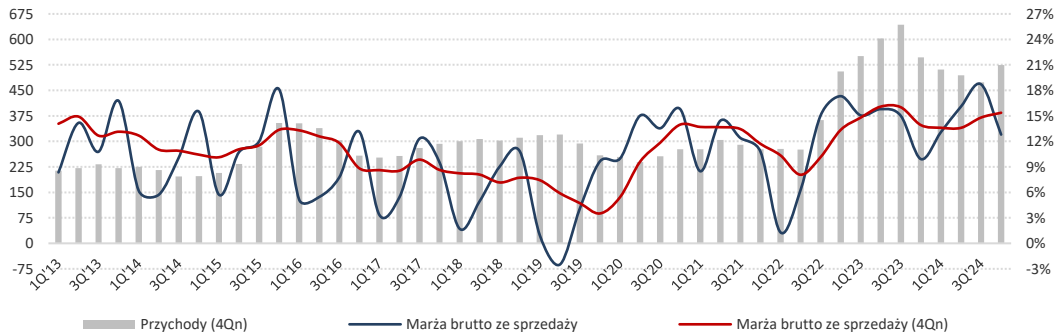
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**EBITDA skoryg.\* [mln PLN]**



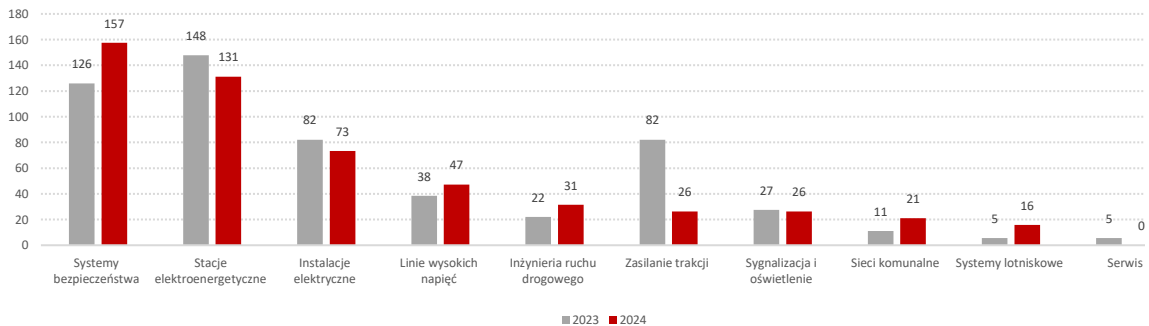
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, bez salda PPO/PKO

**Przychody oraz marża brutto ze sprzedaży (narastająco 4Q)**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Sprzedaż roczna wg grup produktowych [mln PLN]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Podsumowanie konferencji wynikowej po 4Q'24 (03/04/2025)****Podział według nowych segmentów**

- Sieci elektroenergetyczne = Energetyka + Trakcja
- Instalacje i infrastruktura = Przemysł + Infrastruktura
- użyteczności publicznej + Obronność

**2024/4Q'24**

- spółka jest zadowolona z wyników 4Q'24 i 2024, spółka stara się analizować wyniki w dłuższym horyzoncie niż kwartał
- rozwiązanie rezerw na należności oraz inne koszty w pozostałych kosztach operacyjnych - kwoty należy traktować łącznie, jest to efekt porządkowania systemu księgowego (nawet do 6 lat wstecz) przed zmianami w systemach IT

**Konkurencja**

- obecnie duża presja cenowa, po 10-15 podmiotów w przetargach
- spółka ma duży backlog, nie chce uczestniczyć w walce cenowej

**2025**

- spółka nie publikuje prognoz
- spółka zakłada standardową sezonowość w 2025 (najślabszy 1Q)
- koszty SG&A powinny rosnać wolniej r/r, jednocześnie spółka rozbudowuje kadry pod przyszły wzrost
- CAPEX zbliżony do amortyzacji
- zima nie wpłynęła na 1Q'25
- spółka standardowo w 3Q'25 będzie miała szczyt zaangażowania w kapitał obrotowy

**Marże**

- w najbliższych 2 latach spółka chce utrzymać 15% marży brutto ze sprzedaży oraz ok 7% marży netto
- obecny backlog zakłada zbliżoną marżę do 2024 roku
- spółka nie chce budować skali przez kontrakty niskomarżowe, zakłada, że wzrost rynku pozwoli na sięganie po kontrakty na dobrych marżach

**Portfel**

- historycznie rekordowy portfel po lutym'25
- spółka podtrzymuje, że celuje w stronę backlogu na poziomie 1 mld PLN, nie chce zwiększać portfela kosztem marży
- spółka kieruje się cenotwórczością przy decyzji o raportowaniu umów
- zmiana portfela netto nie oddaje dokładnie przychodów (m.in. kwestia robót w toku)
- standardowe kontrakty spółki mają 12-24 miesięcy (więcej niż historycznie), np. min 6-8 miesięcy trwa oczekiwania na urządzenia w kontraktach OSD
- coraz więcej kontraktów P&B (m.in. w OSD – przychody po ok. 9 m-cach od podpisania)

**Ofertowanie**

- ok 1 mld PLN obecnie złożone w ofertach

**Perymetria na Bugu**

- ok 60% kontraktu zostało zrealizowane i zaksięgowane w 2024 roku
- pozostała część zafakturowana będzie w ok 30% w 1H'25 i 10% w 3Q'25
- kontrakt będzie zakończony fizycznie na przełomie 2/3Q'25, prawdopodobnie w lipcu (finansowe rozliczenie w 3Q'25)
- prace idą zgodnie z harmonogramem

**Perymetria na granicy z Ukrainą**

- spółka będzie zainteresowana przetargiem, kiedy się pojawi

**Tarcza Wschód**

- pojawiają się pierwsze tematy przetargowe

**PSE**

- spółka startuje w przetargach

**Trakcja**

- 2024 słaby pod względem podaży kontraktów
- spółka liczy na aktywizację zamawiających w 2025, są pierwsze oznaki ożywienia, spółka utrzymała swój potencjał

**Koszty**

- zakupy walutowe nie stanowią obecnie dużego udziału
- spółka przy podpisaniu kontraktu stara się jak najszybciej złożyć zamówienia (nie spekuluje na cenach)

**Strategia**

- spółka rozpoczęła wstępne prace, wybrany został doradca (ten sam co w poprzedniej strategii)
- od maja intensywne prace, publikacja zakładana w 4Q'25
- zakładany dłuższy horyzont (5 lat) – spółka pozyskuje coraz większe i dłuższe kontrakty
- polityka dywidendowa będzie ujęta w strategii
- strategia będzie zakładać wzrost wyników, chce korzystać z szans rynkowych
- spółka pokaże cele finansowe w strategii (obecnie spółka wskazuje na CAGR wzrostu przychodów w okresie 2020-24)

**Akwizycje**

- spółka monitoruje rynek, nie chce być zakładnikiem przeszłości, temat zostanie zaadresowany w nowej strategii

**Finansowanie**

- spółka musi mieć zabezpieczoną płynność na ok. 20% rocznych przychodów, obecnie byłaby w stanie obsłużyć roczne przychody na poziomie >1 mld PLN
- dostępne limity kredytowe i faktoringowe 238 mln PLN po 1Q'25 (vs 89 po 4Q'23)
- dostępne limity gwarancyjne 463 mln PLN po 1Q'25 (246 mln PLN po 4Q'23)

**Dywidenda**

- spółka chce prowadzić stabilną, przewidywalną politykę dywidendową

**Zatrudnienie**

- spółka skupia się na rozbudowie kadr w każdym obszarze (back office, handel, wykonawstwo) – pozyskanie kadry z rynku oraz rekrutacja absolwentów (spółka inwestuje duże środki w szkolenia)
- trwają prace nad cyfryzacją i automatyzacją spółki

**Prognoza na 1Q'25**
**Prognozy wyników na 1Q'2025**

	1Q'25	1Q'25P	zmiana r/r	2024*	2025P	zmiana r/r
Przychody	62,0	88,0	42,0%	524,8	572,8	9,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	8,1	11,8	45,6%	80,6	85,6	6,2%
Zysk na sprzedaży	1,8	4,8	171,0%	48,6	50,2	3,2%
EBITDA	9,0	6,0	-33,5%	58,6	54,8	-6,6%
EBIT	7,9	4,8	-39,5%	54,2	50,2	-7,5%
Zysk brutto	22,3	4,4	-80,2%	64,2	47,4	-26,2%
Zysk netto	21,1	3,6	-83,0%	54,1	38,4	-29,0%
Marża brutto ze sprzedaży	13,1%	13,4%		15,4%	14,9%	
Marża na sprzedaży	2,9%	5,5%		9,3%	8,8%	
marża EBITDA	14,5%	6,8%		11,2%	9,6%	
marża EBIT	12,8%	5,5%		10,3%	8,8%	
marża netto	34,0%	4,1%		10,3%	6,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \*w 2024 ujęta dekonsolidacja spółki Zeus z wpływem na wyniku brutto na poziomie +18,2 mln PLN (w tym +2,5 mln PLN na linii EBIT)

- Po 4Q'24 portfel wynosił 545 mln PLN (+66% r/r, -8% q/q).
- Spółka jest w zaawansowanej fazie budowlanej kontraktu na perymetrię na rzece Bug, co wpłynie na istotną poprawę przychodów r/r. Zakładamy nieco wyższy r/r poziom rentowności (duży udział kontraktu na perymetrię raczej nie będzie wpływał pozytywnie na średnią marżę).
- Należy pamiętać, że dane z 1Q'24 od poziomu EBIT w dół 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.
- Spodziewamy się 4,8 mln PLN EBIT vs 7,9 mln PLN rok temu (1,8 mln PLN po skorygowaniu o one-off'y). Zakładamy zysk netto na poziomie 3,6 mln PLN (vs 21,1 mln PLN rok temu).
- Spółka na koniec 4Q'24 miała 36 mln PLN gotówki netto. Spodziewamy się nieznacznego jej spadku (główny wzrost zaangażowania w kapitał obrotowy powinien wystąpić w 2Q'25 i na początku 3Q'25).

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

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25P	2Q'25P	3Q'25P	4Q'25P
Przychody ze sprzedaży	52,4	76,5	143,0	233,7	97,5	128,3	183,2	137,9	62,0	111,6	162,5	188,7	88,0	125,0	182,8	177,0
Zysk brutto ze sprzedaży	0,7	4,8	21,5	40,5	14,7	20,3	27,5	13,7	8,1	18,0	30,4	24,2	11,8	18,7	28,6	26,6
SG&A	5,6	6,6	6,1	9,8	5,7	5,5	5,2	8,9	6,3	8,8	7,1	9,8	7,0	9,5	8,3	10,7
Zysk na sprzedaży	-4,9	-1,8	15,4	30,7	9,0	14,7	22,3	4,8	1,8	9,2	23,3	14,3	4,8	9,2	20,3	15,9
Saldo PPO/PKO	0,5	1,2	-2,5	-5,4	-1,5	0,0	-7,5	-7,7	6,2	-0,5	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-3,1	0,8	13,9	26,6	8,6	15,9	15,8	-1,7	9,0	9,7	24,2	15,8	6,0	10,3	21,5	17,0
EBIT	-4,4	-0,6	12,9	25,3	7,5	14,8	14,8	-2,9	7,9	8,7	23,1	14,6	4,8	9,2	20,3	15,9
Saldo finansowe	-0,3	0,3	0,6	-3,3	0,3	-0,6	-0,7	-1,0	14,3	0,7	-2,3	-2,7	-0,4	-0,5	-1,1	-0,8
Zysk (strata) brutto	-4,8	-0,3	13,5	22,0	7,9	14,2	14,1	-3,9	22,3	9,3	20,7	11,9	4,4	8,7	19,2	15,1
Zysk (strata) netto	-5,4	0,7	11,1	15,6	5,8	11,2	9,7	-4,3	21,1	8,0	16,4	8,6	3,6	7,0	15,5	12,2
CFO	-2,4	11,8	10,5	17,6	9,2	-75,7	29,8	32,8	18,1	-39,5	0,3	67,0	0,0	-30,0	20,0	47,5
Dług (gotówka) netto	-4,6	-18,4	-26,6	-50,5	-59,7	16,7	5,2	-27,1	-39,8	4,2	31,0	-35,8	-34,6	-3,5	40,3	-43,5
Przychody zmiana r/r	0%	-2%	>100%	>100%	86%	68%	28%	-41%	-36%	-13%	-11%	37%	42%	12%	13%	-6%
Marża brutto ze sprzedaży	1,3%	6,3%	15,1%	17,3%	15,1%	15,8%	15,0%	9,9%	13,1%	16,1%	18,7%	12,8%	13,4%	14,9%	15,6%	15,0%
SG&A/przychody	10,6%	8,6%	4,3%	4,2%	5,8%	4,3%	2,8%	6,4%	10,2%	7,9%	4,3%	5,2%	8,0%	7,6%	4,5%	6,0%
Marża na sprzedaży	-9,3%	-2,4%	10,8%	13,1%	9,2%	11,5%	12,2%	3,5%	2,9%	8,2%	14,4%	7,6%	5,5%	7,3%	11,1%	9,0%
Marża EBITDA	-5,9%	1,0%	9,7%	11,4%	8,9%	12,4%	8,6%	-1,2%	14,5%	8,7%	14,9%	8,3%	6,8%	8,3%	11,7%	9,6%
Marża EBIT	-8,4%	-0,8%	9,0%	10,8%	7,7%	11,5%	8,1%	-2,1%	12,8%	7,8%	14,2%	7,7%	5,5%	7,3%	11,1%	9,0%
Marża zysku netto	-10%	0,9%	7,8%	6,7%	5,9%	8,7%	5,3%	-3,1%	34,0%	7,2%	10,1%	4,6%	4,1%	5,6%	8,5%	6,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2024P		zmiana	2025P		zmiana	2026P		zmiana
	poprzednio	wykonanie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	515,0	524,8	1,9%	550,5	572,8	4,1%	664,7	698,0	5,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	82,1	80,6	-1,7%	79,3	85,6	7,9%	91,6	104,5	14,2%
EBITDA	58,6	58,6	0,1%	48,7	54,8	12,4%	53,8	66,4	23,4%
EBIT	54,3	54,2	-0,1%	44,1	50,2	13,7%	49,4	61,7	25,0%
Zysk (strata) netto	55,2	54,1	-2,1%	34,5	38,4	11,3%	40,2	48,5	20,8%
Dług (gotówka) netto	-33,6	-35,8	---	-64,7	-43,5	---	-71,5	-49,0	---
Marża brutto ze sprzedaży	15,9%	15,4%		14,4%	14,9%		13,8%	15,0%	
Marża EBITDA	11,4%	11,2%		8,9%	9,6%		8,1%	9,5%	
Marża EBIT	10,5%	10,3%		8,0%	8,8%		7,4%	8,8%	
Marża zysku netto	10,7%	10,3%		6,3%	6,7%		6,0%	7,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \*poprzednia rekomendacja z 6.03.2025

- W 4Q'25 spółka powinna pokazać strategię na lata 2026-30. Zarząd na telekonferencji podkreślił, że od strony finansowej (linie kredytowe, gwarancje) spółka jest już w stanie obsłużyć portfel i przychody na poziomie >1 mld PLN. Głównym wyzwaniem jest obecnie zbudowanie odpowiedniego zasobu kadrowego.
- W 2024 roku spółka wypracowała 525 mln PLN przychodów (+2% r/r) oraz 54,1 mln PLN zysku netto (-2% r/r). W 2024 roku pozytywny wpływ na wyniki miał księgowy zysk na poziomie 18,2 mln PLN z utraty kontroli nad Zeusem (ujęty w 1Q'24), +5,6 mln dodatniego salda pozostałej działalności operacyjnej, kilka mln PLN dodatkowego wyniku na optymalizacji na jednym z kontraktów w pionie Przemysłu oraz relatywnie niska stawka podatku dochodowego (15,8%).
- Po lutym portfel na 2025 roku wynosił 527 mln PLN. Dodając do tego małe kilkadziesiąt mln PLN przerobu z 1Q'25 oraz jeszcze pewien zakres przerobu na kontraktach pozyskanych w kolejnych miesiącach, który wejdzie w 2025 roku, widzimy potencjał do podniesienia naszych poprzednich założeń przychodowych. Zakładamy wzrost r/r przychodów w 2025 roku do 573 mln PLN.
- W 2025 estymujemy obecnie ok. 38,4 mln PLN zysku netto.
- Jednocześnie podnosimy nasze prognozy przychodów w dłuższym terminie, biorąc pod uwagę klarowanie się perspektyw rynkowych w segmentach energetyki i obronności.
- 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.
- Spodziewamy się, że podaż kontraktów w obszarach, w których działa spółka na tyle istotnie wrosła (OSD) lub wzrosła (obronność, PSE), 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/instalacyjnych, im wyższe przychody, tym trudniej generalnie utrzymywać wysokie marże (konieczność wyjścia poza nisze, wyższe ryzyka na większych kontraktach).
- Skorygowana marża EBIT (marża wyniku na sprzedaży) w 2023 i 2024 roku ukształtowała się na poziomie 9,3%, a w 2025 roku zakładamy ją na poziomie 8,8%. W długim terminie przyjmujemy >8% marży (poprzednio: 7-8%).
- W przypadku pozycji gotówkowej zakładamy, że na koniec 2025 roku będzie ona nieco lepsza w porównaniu do tej z końca 2024 roku (CF operacyjny w tym roku powinien zostać w istotny sposób zasilony przez finalne rozliczenie kontraktu dot. perymetrii na Bugu, co powinno równoważyć wzrost zapotrzebowanie na kapitał obrotowy związany ze wzrostem backlogu). Zakładamy, że spółka będzie regularnie wypłacać dywidendę w kolejnych latach.

**Prognozy wyników rocznych [mln PLN]**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>258,6</b>	<b>276,8</b>	<b>277,2</b>	<b>505,6</b>	<b>546,9</b>	<b>524,8</b>	<b>572,8</b>	<b>698,0</b>	<b>877,8</b>	<b>938,6</b>	<b>1 007,4</b>	<b>1 045,7</b>	<b>1 078,9</b>	<b>1 107,5</b>	<b>1 132,1</b>	<b>1 154,0</b>
Sieci	---	---	---	---	329,0	156,3	237,5	283,9	380,7	435,0	479,8	500,8	519,0	534,6	547,9	559,4
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
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>9,1</b>	<b>38,7</b>	<b>32,5</b>	<b>67,5</b>	<b>76,1</b>	<b>80,6</b>	<b>85,6</b>	<b>104,5</b>	<b>130,1</b>	<b>138,6</b>	<b>148,1</b>	<b>153,2</b>	<b>157,5</b>	<b>160,9</b>	<b>163,8</b>	<b>166,2</b>
Sieci	---	---	---	---	52,7	22,2	37,0	44,2	57,8	65,9	72,3	75,3	77,7	79,7	81,3	82,6
Instalacje	---	---	---	---	23,4	58,5	48,7	60,3	72,4	72,6	75,8	77,9	79,8	81,3	82,5	83,6
SG&A	22,3	23,8	22,6	28,1	25,3	32,0	35,5	42,9	54,3	58,1	62,4	64,7	66,8	68,6	70,1	71,4
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>-13,2</b>	<b>14,9</b>	<b>9,8</b>	<b>39,4</b>	<b>50,8</b>	<b>48,6</b>	<b>50,2</b>	<b>61,7</b>	<b>75,8</b>	<b>80,4</b>	<b>85,8</b>	<b>88,5</b>	<b>90,7</b>	<b>92,4</b>	<b>93,7</b>	<b>94,7</b>
Saldo PPO/PKO	-2,9	8,3	-0,6	-6,2	-16,6	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>-11,3</b>	<b>28,6</b>	<b>14,8</b>	<b>38,1</b>	<b>38,7</b>	<b>58,6</b>	<b>54,8</b>	<b>66,4</b>	<b>80,7</b>	<b>85,5</b>	<b>90,9</b>	<b>93,6</b>	<b>95,8</b>	<b>97,5</b>	<b>98,8</b>	<b>99,9</b>
<b>EBIT</b>	<b>-16,1</b>	<b>23,2</b>	<b>9,3</b>	<b>33,2</b>	<b>34,2</b>	<b>54,2</b>	<b>50,2</b>	<b>61,7</b>	<b>75,8</b>	<b>80,4</b>	<b>85,8</b>	<b>88,5</b>	<b>90,7</b>	<b>92,4</b>	<b>93,7</b>	<b>94,7</b>
Saldo finansowe	-2,0	-1,7	-1,6	-2,8	-2,0	10,0	-2,8	-1,7	-1,4	-1,0	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-1,5	-1,6
Zysk (strata) brutto	-18,1	21,6	7,6	30,4	32,3	64,2	47,4	59,9	74,4	79,4	84,8	87,4	89,4	91,0	92,2	93,1
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>-14,5</b>	<b>16,6</b>	<b>6,6</b>	<b>22,0</b>	<b>22,4</b>	<b>54,1</b>	<b>38,4</b>	<b>48,5</b>	<b>60,3</b>	<b>64,4</b>	<b>68,7</b>	<b>70,8</b>	<b>72,4</b>	<b>73,7</b>	<b>74,7</b>	<b>75,4</b>
CFO	5,7	34,4	1,8	37,5	-3,9	45,8	37,5	38,5	44,0	61,6	64,9	70,5	72,9	74,7	76,3	77,4
Dług (gotówka) netto	21,8	-10,9	-10,1	-50,5	-27,1	-35,8	-43,5	-49,0	-52,2	-64,5	-60,9	-58,5	-56,4	-54,4	-52,5	-50,7
<b>Przychody zmiana r/r</b>	<b>-16,7%</b>	<b>7,0%</b>	<b>0,1%</b>	<b>82,4%</b>	<b>8,2%</b>	<b>-4,1%</b>	<b>9,2%</b>	<b>21,8%</b>	<b>25,8%</b>	<b>6,9%</b>	<b>7,3%</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,2%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,2%</b>	<b>1,9%</b>
Sieci	---	---	---	---	---	-52,5%	51,9%	19,6%	34,1%	14,3%	10,3%	4,4%	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%
<b>Marża brutto ze sprzedaży</b>	<b>3,5%</b>	<b>14,0%</b>	<b>11,7%</b>	<b>13,3%</b>	<b>13,9%</b>	<b>15,4%</b>	<b>14,9%</b>	<b>15,0%</b>	<b>14,8%</b>	<b>14,8%</b>	<b>14,7%</b>	<b>14,7%</b>	<b>14,6%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,4%</b>
Sieci	---	---	---	---	16,0%	14,2%	15,6%	15,6%	15,2%	15,2%	15,1%	15,0%	15,0%	14,9%	14,8%	14,8%
Instalacje	---	---	---	---	10,7%	15,9%	14,5%	14,6%	14,6%	14,4%	14,4%	14,3%	14,2%	14,2%	14,1%	14,1%
SG&A/przychody	8,6%	8,6%	8,2%	5,6%	4,6%	6,1%	6,2%	6,1%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
<b>Marża na sprzedaży</b>	<b>-5,1%</b>	<b>5,4%</b>	<b>3,5%</b>	<b>7,8%</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,3%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,2%</b>
<b>Marża EBITDA</b>	<b>-4,4%</b>	<b>10,3%</b>	<b>5,3%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,1%</b>	<b>11,2%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,2%</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,0%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,7%</b>
<b>Marża EBIT</b>	<b>-6,2%</b>	<b>8,4%</b>	<b>3,3%</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,2%</b>
<b>Marża zysku netto</b>	<b>-5,6%</b>	<b>6,0%</b>	<b>2,4%</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,1%</b>	<b>10,3%</b>	<b>6,7%</b>	<b>7,0%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,5%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.



## DANE FINANSOWE

	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
<b>Bilans [mln PLN]</b>												
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>43,6</b>	<b>41,6</b>	<b>41,8</b>	<b>41,7</b>	<b>41,8</b>	<b>41,7</b>	<b>41,8</b>	<b>41,8</b>	<b>41,9</b>	<b>41,9</b>	<b>41,9</b>	<b>41,9</b>
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
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>225,0</b>	<b>222,1</b>	<b>244,5</b>	<b>290,2</b>	<b>351,7</b>	<b>382,8</b>	<b>401,2</b>	<b>411,5</b>	<b>420,4</b>	<b>427,8</b>	<b>434,1</b>	<b>439,5</b>
Zapasy	2,9	8,5	9,2	11,3	14,2	15,1	16,2	16,9	17,4	17,9	18,3	18,6
Należności krótkoterminowe	189,0	165,1	180,2	219,5	276,1	295,2	316,9	328,9	339,4	348,4	356,1	363,0
Inwestycje krótkoterminowe	33,2	48,5	55,1	59,4	61,4	72,4	68,1	65,8	63,6	61,6	59,7	58,0
- w tym środki pieniężne	33,2	48,5	55,1	59,4	61,4	72,4	68,1	65,8	63,6	61,6	59,7	58,0
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Aktywa razem</b>	<b>268,6</b>	<b>263,7</b>	<b>286,3</b>	<b>331,9</b>	<b>393,5</b>	<b>424,5</b>	<b>443,0</b>	<b>453,4</b>	<b>462,2</b>	<b>469,7</b>	<b>476,0</b>	<b>481,5</b>
<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>105,3</b>	<b>134,1</b>	<b>147,5</b>	<b>167,3</b>	<b>191,1</b>	<b>210,3</b>	<b>214,6</b>	<b>216,7</b>	<b>218,3</b>	<b>219,6</b>	<b>220,6</b>	<b>221,4</b>
<b>Kapitał mniejszości</b>	<b>-2,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>165,4</b>	<b>129,3</b>	<b>138,5</b>	<b>164,4</b>	<b>202,1</b>	<b>214,0</b>	<b>228,1</b>	<b>236,4</b>	<b>243,6</b>	<b>249,8</b>	<b>255,1</b>	<b>259,8</b>
Rezerwy na zobowiązania	33,2	31,8	34,5	41,3	51,2	54,5	58,3	60,4	62,2	63,8	65,2	66,4
Zobowiązania długoterminowe	2,8	9,4	8,7	8,0	7,3	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6
- w tym zobowiązania oprocentowane	2,8	9,4	8,7	8,0	7,3	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6
Zobowiązania krótkoterminowe	129,4	88,0	95,3	115,0	143,5	152,8	163,2	169,4	174,7	179,4	183,3	186,9
- w tym zobowiązania oprocentowane	3,2	3,3	2,8	2,3	1,8	1,3	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pasywa razem</b>	<b>268,6</b>	<b>263,7</b>	<b>286,3</b>	<b>331,9</b>	<b>393,5</b>	<b>424,5</b>	<b>443,0</b>	<b>453,4</b>	<b>462,2</b>	<b>469,7</b>	<b>476,0</b>	<b>481,5</b>
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>												
Przychody netto ze sprzedaży	546,9	524,8	572,8	698,0	877,8	938,6	1 007,4	1 045,7	1 078,9	1 107,5	1 132,1	1 154,0
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	76,1	80,6	85,6	104,5	130,1	138,6	148,1	153,2	157,5	160,9	163,8	166,2
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	25,3	32,0	35,5	42,9	54,3	58,1	62,4	64,7	66,8	68,6	70,1	71,4
Zysk (strata) na sprzedaży	50,8	48,6	50,2	61,7	75,8	80,4	85,8	88,5	90,7	92,4	93,7	94,7
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-16,6	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	38,7	58,6	54,8	66,4	80,7	85,5	90,9	93,6	95,8	97,5	98,8	99,9
EBIT	34,2	54,2	50,2	61,7	75,8	80,4	85,8	88,5	90,7	92,4	93,7	94,7
Saldo działalności finansowej	-2,0	10,0	-2,8	-1,7	-1,4	-1,0	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-1,5	-1,6
Zysk (strata) brutto	32,3	64,2	47,4	59,9	74,4	79,4	84,8	87,4	89,4	91,0	92,2	93,1
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	38,4	48,5	60,3	64,4	68,7	70,8	72,4	73,7	74,7	75,4
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
<b>CF [mln PLN]</b>												
Przepływy z działalności operacyjnej	-3,9	45,8	37,5	38,5	44,0	61,6	64,9	70,5	72,9	74,7	76,3	77,4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	2,5	0,1	-4,8	-3,4	-3,6	-3,3	-3,4	-3,4	-3,5	-3,6	-3,7	-3,7
Przepływy z działalności finansowej	-22,2	-30,6	-26,2	-31,1	-38,6	-47,3	-65,8	-69,4	-71,5	-73,1	-74,4	-75,4
Przepływy pieniężne netto	-23,6	15,4	6,5	4,0	1,8	11,0	-4,3	-2,3	-2,2	-2,0	-1,9	-1,8
Środki pieniężne na początek okresu	56,7	33,2	48,5	55,1	59,1	60,9	71,9	67,6	65,3	63,1	61,1	59,2
Środki pieniężne na koniec okresu	33,2	48,5	55,1	59,1	60,9	71,9	67,6	65,3	63,1	61,1	59,2	57,5
<b>Wskaźniki</b>												
Przychody zmiana r/r	8%	-4%	9%	22%	26%	7%	4%	3%	3%	2%	2%	2%
EBITDA zmiana r/r	1%	52%	-7%	21%	22%	6%	6%	3%	2%	2%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	2%	142%	-29%	26%	24%	7%	7%	3%	2%	2%	1%	1%
Marża brutto na sprzedaży	13,9%	15,4%	14,9%	15,0%	14,8%	14,7%	14,7%	14,6%	14,6%	14,5%	14,5%	14,4%
Marża EBITDA	7,1%	11,2%	9,6%	9,5%	9,2%	9,1%	9,0%	8,9%	8,9%	8,8%	8,7%	8,7%
Marża EBIT	6,3%	10,3%	8,8%	8,8%	8,6%	8,6%	8,5%	8,5%	8,4%	8,3%	8,3%	8,2%
Marża netto	4,1%	10,3%	6,7%	7,0%	6,9%	6,9%	6,8%	6,8%	6,7%	6,7%	6,6%	6,5%
SG&A / przychody	4,6%	6,1%	6,2%	6,1%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
ROE	21,2%	40,3%	26,0%	29,0%	31,5%	30,6%	32,0%	32,7%	33,2%	33,6%	33,9%	34,1%
ROA	8,3%	20,5%	13,4%	14,6%	15,3%	15,2%	15,5%	15,6%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%
Dług	6,1	12,8	11,6	10,4	9,2	7,9	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
D / (D+E)	5,4%	8,7%	7,3%	5,8%	4,6%	3,6%	3,3%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
D / E	5,7%	9,5%	7,9%	6,2%	4,8%	3,8%	3,4%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Dług / kapitał własny	5,7%	9,5%	7,9%	6,2%	4,8%	3,8%	3,4%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Dług netto	-27,1	-35,8	-43,5	-49,0	-52,2	-64,5	-60,9	-58,5	-56,4	-54,4	-52,5	-50,7
Dług netto / kapitał własny	-0,26	-0,27	-0,29	-0,29	-0,27	-0,31	-0,28	-0,27	-0,26	-0,25	-0,24	-0,23
Dług netto / EBITDA	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5
EV	469,0	460,4	452,7	447,1	443,9	431,6	435,3	437,6	439,8	441,8	443,6	445,4
Dług / EV	1,3%	2,8%	2,6%	2,3%	2,1%	1,8%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
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%	1,0%	2,2%	2,5%	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*	22,2	9,2	12,9	10,2	8,2	7,7	7,2	7,0	6,9	6,7	6,6	6,6
P/BV*	4,7	3,7	3,4	3,0	2,6	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3	2,2	2,2
EV/EBITDA*	12,1	7,9	8,3	6,7	5,5	5,0	4,8	4,7	4,6	4,5	4,5	4,5
EV/EBIT*	13,7	8,5	9,0	7,2	5,9	5,4	5,1	4,9	4,9	4,8	4,7	4,7
EV/S*	0,9	0,9	0,8	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
DPS	1,55	2,50	2,50	2,88	3,65	4,53	6,45	6,88	7,09	7,25	7,38	7,48
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 49,7 PLN

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

Dyrektor Wydziału

tel. (032) 208 14 12

 e-mail: [maciej.bobrowski@bdm.pl](mailto:maciej.bobrowski@bdm.pl)
[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)
**Krzysztof Pado**

Zastępca Dyrektora

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 35

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

Młodszy analityk rynku akcji

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 35

 e-mail: [anna.tobiasz@bdm.pl](mailto:anna.tobiasz@bdm.pl)
**Andrzej Wodecki**

Młodszy analityk rynku akcji

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 39

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

Dyrektor Wydziału

tel. (022) 62-20-848

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

tel. (022) 62-20-855

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

tel. (022) 62-20-851

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

tel. (022) 62-20-854

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

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Akumuluj	<b>54,3</b>	Akumuluj	<b>47,7</b>	<b>08.05.2025*</b>	<b>13:30 CEST</b>	<b>49,70</b>	<b>101 058</b>
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 2Q'25\*:**

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

	liczba	%	liczba	%
Kupuj	2	40%	0	0%
Akumuluj	1	20%	0	0%
Trzymaj	2	40%	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: 2025-05-08**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-05-08 (13:30 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-05-08 (13:30 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 poszczególny instrument 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 wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

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

**DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ 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 2025-05-08:**

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

\*BDM jest stroną „UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUG PRZYGOTOWANIA RAPORTÓW ANALITYCZNYCH” zawartej z GPW.

\*\*BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki ELEKTROTIM

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.