Raport został przygotowany w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego GPW (PWPA 5.0)

Dom Maklerski BDM S.A.

ELEKTROTIM

RAPORT ANALITYCZNY

TRZYMAJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: TRZYMAJ)

WYCENA 58,9 PLN

05 PAŹDZIERNIK 2026, 12:25 CEST

Wyniki Elektrotimu za 2Q'26 kolejny raz nie zachwyciły. Jednocześnie portfel spółki na koniec 3Q'26 przekroczy 1,0 mld PLN, podwajając się vs koniec 2025 rok. Do końca roku możliwe są rozstrzygnięcia w przetargach, które mogą jeszcze wyraźnie rozbudować portfel (m.in. w obszarze magazynów energii). Z jednej strony dotychczasowa trajektoria wyników skłania nas do obniżenie oczekiwań wynikowych na 2026 rok. Z drugiej, spółka zbudowała już solidną bazę uprawdopodobniająca mocny wzrost przychodów w okresie 2027-28. Wzrost jest budowany na ten moment głównie w obszarze sieciowym, który historycznie miał zwykle wyższe marże niż średnia. Otoczenie kosztowe w branży staje się jednocześnie bardziej wymagające. Spółka będzie musiała też zarządzić tematem kosztów na kontraktach P&B (m.in. kwestia kosztów podwykonawców). Biorąc podniesienie naszych średnio/długo-terminowych prognoz (obecnie zakładamy, że poziom 1 mld PLN przychodów zostanie przekroczony w '29) podnosimy naszą cenę docelowa do 58,9 PLN (z 53,7 PLN poprzednio). Pozostajemy jednocześnie przy zaleceniu Trzymaj, mając na uwadze dość wymagającą wycenę mnożnikową (EV/EBITDA'27= 8,0x, spółka jest handlowana z premią na lata 2026-27 do francuskiego SPIE, który można uznawać za europejski benchmark w branży).

Wyniki za ostatnie okresy

W 2Q'26 przychody wyniosły 108 mln PLN (-4% r/r), EBITDA 4,0 mln PLN (-34%) a zysk netto 1,6 mln PLN (-49% r/r). Rentowności brutto ze sprzedaży spadła do 9,4% (vs 10,9% rok temu). Podobnie jak w 1Q'26 wyniki były niższe od naszych założeń. Rozczarował tym głównie segment instalacyjny. Na koniec 2Q'26 spółka miała 25 mln PLN gotówki netto (vs 33 mln PLN długu netto rok wcześniej).

Portfel

Backlog na koniec 2Q'26 wynosił 784 mln PLN (vs 727 mln PLN rok temu). Ok. 300 mln PLN przypadało „do realizacji" na 2H'26 (rok temu 474 mln PLN na 2H'25, z tego w przychodach rozpoznano 377 mln PLN). Portfel po lipcu'26 wynosił 843 mln PLN (z tego 290 mln PLN na 2026 rok). Spółka podała, że w sierpniu'26 zawarła umowy na ponad 310 mln PLN. We wrześniu'26 spółka podpisała (wg komunikatów) umowę na 47 mln PLN. W najkorzystniejszych ofertach spółka ma co najmniej 150 mln PLN. Spółka po 1Q'26 podawała, że „rentowność portfela kontraktów wynosi 16%" (parametr o charakterze zarządczym a nie księgowy, po 2Q'26 nie został opublikowany).

Pozycjonowanie segmentowe

Podtrzymujemy, że w średnim/długim terminie spółka powinna być beneficjentem wzrostu nakładów na sieć dystrybucji i przesyłu energii, będącego pochodną rozwoju OZE oraz utrzymania podwyższonych nakładów na obszar wojskowy. Także piony utrzymania i trakcji są eksponowane na napływ środków unijnych. Spółka ma dość unikalna ekspozycję na tle krajowej budowlanki notowanej na GPW a w ostatnich latach udało się uporządkować biznes. Podtrzymujemy, że spółka mogłaby być ciekawym celem akwizycyjnym, tym bardziej biorąc pod uwagę dość rozdrobniony akcjonariat.

Strategia

Spółka opublikowała w końcówce XI'25 strategię na lata 2026-2030 oraz politykę dywidendową dla zysków z lat 2025-29. Celem jest osiągnięcie w 2030 roku przychodów na poziomie 1 mld PLN, przy EBITDA nie niższej niż 88 mln PLN i zysku netto 67 mln PLN. Zarząd zamierza rekomendować dywidendę w wysokości od 50% do 75% jedn. zysku netto. Od tego roku w spółce funkcjonuje program motywacyjny na lata 2026-28 (docelowo emisja 300 tys akcji po 1 PLN).

Prognozy wyników, wskaźniki

Od 2H'26 do realizacji powinny wchodzić stopniowo kontrakty P&B pozyskane w poprzednich kwartałach (m.in. PEJ). Bieżąca struktura portfela wskazuje jednak, że powtórzenie w całym 2026 roku przychodów z ubiegłego roku może być wyzwaniem. Podobnie jak wykonanie celu z programu motywacyjnego na wyniku brutto (co na konferencji wynikowej pośrednio potwierdził zarząd, wskazując, że cele mogą zostać wykonane narastające w kolejnych latach). Prognozujemy, że spółka w 2026 roku wypracuje 524 mln PLN przychodów oraz 27,8 mln PLN zysku netto. W 2027-28 estymujmy obecnie ok. 46% i 15% wzrosty przychodów r/r. Spółka handlowana jest poziomie EV/EBITDA'26=13,8x, P/E'26=22,0x oraz odpowiednio 8,0x i 11,9x w kolejnym roku.

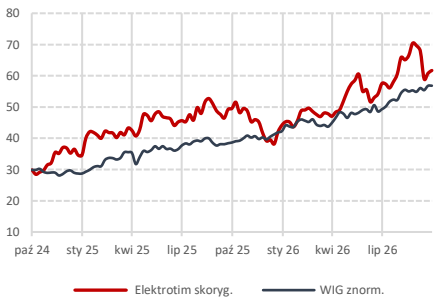
	2023	2024*	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody [mln PLN]	546,9	524,8	579,7	523,9	765,0	882,9
Zysk na sprzedaży [mln PLN]	50,8	48,6	38,1	34,9	65,1	79,1
EBITDA [mln PLN]	38,7	58,6	45,3	42,0	70,7	85,2
EBIT [mln PLN]	34,2	54,2	40,2	36,4	65,1	79,1
Wynik brutto [mln PLN]	32,3	64,2	36,4	34,7	63,2	77,9
Wynik netto [mln PLN]	22,4	54,1	29,0	27,8	51,2	63,1
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-27,1	-35,8	0,2	-33,0	-41,4	-64,3
DPS [PLN/akcję]	1,55	2,50	2,50	2,00	2,09	3,85
P/BV	5,9	4,5	4,4	4,2	3,5	3,0
P/E	27,3	11,3	21,1	22,0	11,9	9,7
P/E skoryg	27,3	22,0	21,1	22,0	11,9	9,7
EV/EBITDA	15,1	9,8	13,5	13,8	8,0	6,4
EV/EBIT	17,0	10,6	15,2	15,9	8,7	6,9

**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]	60,0
Wycena porównawcza [PLN]	54,4
Wycena końcowa [PLN]	**58,9**
Potencjał do wzrostu / spadku	**-3,7%**
Koszt kapitału	14,3%
Cena rynkowa [PLN]	61,2
Kapitalizacja [mln PLN]	628,8
Ilość akcji [mln. szt.]	10,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	72,6
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	45,3
Stopa zwrotu za 3 mc	10,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	35,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	38,4%
Struktura akcjonariatu:	
Vesper Fundacja Rodzinna	13,8%
Fundacja Rodziny Foltów	11,0%
Futuro Fundacja Rodzinna	6,0%
NN OFE	5,8%
OFE Allianz	5,1%
Pozostali	58,2%

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



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.

SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE 3
WYCENA I PODSUMOWANIE 4
WYCENA DCF 4
WYCENA PORÓWNAWCZA 5
PORTFEL ZAMÓWIEŃ 6
OTOCZENIE RYNKOWE I KOSZTOWE 7
WYNIKI HISTORYCZNE, STRATEGIA I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY 10
DANE FINANSOWE 16

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
P/E	27,3	11,3	21,1	22,0	11,9	9,7	8,3
P/BV	5,8	4,6	4,4	4,2	3,5	3,0	2,7
EV/EBITDA	15,1	9,8	13,5	13,8	8,0	6,4	5,5
EV/EBIT	17,0	10,6	15,2	15,9	8,7	6,9	5,8
EV/S	1,1	1,1	1,1	1,1	0,7	0,6	0,5
BVPS	10,5	13,4	13,8	14,6	17,6	20,1	22,7
EPS	2,2	5,4	2,9	2,8	5,1	6,3	7,4
DPS (w danym roku)	1,5	2,5	2,5	2,0	2,1	3,8	4,7
Payout ratio	0,7	1,1	0,5	0,7	0,8	0,8	0,8

ELEKTROTIM

Rekomendacja	**Trzymaj**	**www:**	www.elektrotim.pl
Wycena końcowa [PLN]	**58,9**		
Potencjał	**-3,7%**	**daty najbliższych raportów:**	
Cena rynkowa [PLN]	61,15	3Q'26:	24 lis
Ilość akcji [mln. szt.]	10,3	4Q'26:	b.d.
Kapitalizacja [mln PLN]	628,8		

Wyniki roczne [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody	**546,9**	**524,8**	**579,7**	**523,9**	**765,0**	**882,9**	**1**
Instalacje	218,9	368,4	278,4	182,0	290,0	324,8	359,9
Sieci	329,0	156,3	301,3	341,9	475,0	558,1	650,9
Automatyka	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	**76,1**	**80,6**	**68,9**	**66,7**	**104,8**	**123,9**	**141,8**
Instalacje	23,4	58,5	27,3	16,0	33,5	38,5	42,5
Sieci	52,7	22,2	41,6	50,7	71,3	85,4	99,3
Automatyka	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SG&A	25,3	32,0	30,8	31,9	39,6	44,9	50,3
PPO/PKO	-16,6	5,6	2,1	1,6	0,0	0,0	0,0
EBITDA	**38,7**	**58,6**	**45,3**	**42,0**	**70,7**	**85,2**	**97,6**
EBIT	34,2	54,2	40,2	36,4	65,1	79,1	91,4
Zysk brutto	32,3	64,2	36,4	34,7	63,2	77,9	90,6
Zysk netto	**22,4**	**54,1**	**29,0**	**27,8**	**51,2**	**63,1**	**73,4**
Dług netto	**-27,1**	**-35,8**	**0,2**	**-33,0**	**-41,4**	**-64,3**	**-76,5**

Wyniki Q [mln PLN]	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	2Q'26
Przychody	**90,8**	**111,9**	**139,7**	**237,3**	**81,1**	**107,8**
Instalacje	55,3	64,8	70,9	87,4	40,5	36,6
Sieci	35,5	47,0	68,9	149,9	40,6	71,2
Automatyka	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	**12,7**	**12,2**	**14,8**	**29,2**	**9,6**	**10,1**
Instalacje	5,1	7,7	6,4	8,1	3,2	0,4
Sieci	7,6	4,5	8,5	21,1	6,5	9,7
Automatyka	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SG&A	7,6	7,4	7,6	8,2	8,2	8,1
PPO/PKO	0,7	0,1	1,8	-0,6	0,9	0,6
EBITDA	**6,9**	**6,2**	**10,4**	**21,8**	**3,8**	**4,0**
EBIT	5,7	4,9	9,1	20,5	2,4	2,6
Zysk brutto	5,5	4,0	7,8	19,0	2,3	2,1
Zysk netto	**4,3**	**3,1**	**6,4**	**15,2**	**1,7**	**1,6**
Dług netto	**-14,2**	**33,4**	**54,7**	**0,2**	**-35,9**	**-25,4**

Wskaźniki	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody zmiana r/r	8%	-4%	10%	-10%	46%	15%	14%
EBITDA zmiana r/r	1%	52%	-23%	-7%	69%	20%	15%
Zysk netto zmiana r/r	2%	142%	-46%	-4%	84%	23%	16%
Marża brutto na sprzedaży	13,9%	15,4%	11,9%	12,7%	13,7%	14,0%	14,0%
Marża EBITDA	7,1%	11,2%	7,8%	8,0%	9,2%	9,6%	9,7%
Marża netto	4,1%	10,3%	5,0%	5,3%	6,7%	7,2%	7,3%
ROE	21,2%	40,3%	21,0%	19,1%	29,1%	31,4%	32,3%
ROA	8,3%	20,5%	9,1%	9,0%	12,5%	13,6%	13,9%

Wskaźniki	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	2Q'26
Przychody zmiana r/r	46,6%	0,3%	-14,0%	25,7%	-10,7%	-3,7%
EBITDA zmiana r/r	-22,8%	-36,5%	-56,9%	38,2%	-45,6%	-34,4%
Zysk netto zmiana r/r	-79,7%	-62,0%	-60,7%	76,5%	-59,4%	-48,7%
Marża brutto na sprzedaży	13,9%	10,9%	10,6%	12,3%	11,9%	9,4%
Marża EBITDA	7,6%	5,5%	7,5%	9,2%	4,6%	3,8%
Marża netto	4,7%	2,7%	4,6%	6,4%	2,1%	1,5%

Bilans [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Aktywa trwałe	**43,6**	**41,6**	**46,0**	**46,9**	**47,5**	**47,5**	**48,1**
WNiP	6,6	6,8	6,8	6,9	7,2	7,4	7,6
Rzeczowe aktywa trwałe	13,1	19,7	19,6	20,4	20,7	20,5	20,9
Pozostałe aktywa trwałe	24,0	15,1	19,6	19,6	19,6	19,6	19,6
Aktywa obrotowe	**225,0**	**222,1**	**273,9**	**263,5**	**360,9**	**418,1**	**478,6**
Zapasy	2,9	8,5	2,7	2,4	3,6	4,1	4,7
Należności krótkoterminowe	189,0	165,1	258,7	216,6	305,7	340,6	389,9
Środki pieniężne	33,2	48,5	12,5	44,5	51,7	73,4	84,0
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	**268,6**	**263,7**	**319,9**	**310,5**	**408,4**	**465,6**	**526,7**
Kapitał własny	**105,3**	**134,1**	**138,0**	**145,8**	**176,2**	**200,9**	**227,0**
Udziały mniejszości	-2,1	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Zobowiązania i rezerwy	**165,4**	**129,3**	**181,6**	**164,4**	**232,1**	**264,5**	**299,5**
Rezerwy na zobowiązania	33,2	31,8	36,2	33,0	46,7	53,4	60,6
Oprocentowane zobowiązania	6,1	12,8	12,7	11,5	10,3	9,1	7,6
Zobowiązania pozostałe	126,2	84,7	132,7	119,9	175,1	202,1	231,4
Pasywa razem	**268,6**	**263,7**	**319,9**	**310,5**	**408,4**	**465,6**	**526,7**
Dług netto	**-27,1**	**-35,8**	**0,2**	**-33,0**	**-41,4**	**-64,3**	**-76,5**
Dług netto / Kapitał własny	-0,3	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
Dług netto / EBITDA	-0,7	-0,6	0,0	-0,8	-0,6	-0,8	-0,8

Wskaźniki II	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
EPS, Adj+	2,24	5,42	2,90	2,79	5,13	6,32
Revenue	546,9	524,8	579,7	523,9	765,0	882,9
Gross Margin %	13,9%	15,4%	11,9%	12,7%	13,7%	14,0%
EBIT	34,2	54,2	40,2	36,4	65,1	79,1
EBITDA	38,7	58,6	45,3	42,0	70,7	85,2
Net Income Adj+	22,4	54,1	29,0	27,8	51,2	63,1
Net Debt	-27,1	-35,8	0,2	-33,0	-41,4	-64,3
BPS	10,55	13,43	13,82	14,61	17,65	20,13
DPS	1,55	2,50	2,50	2,00	2,09	3,85
Return on Equity %	21,2%	40,3%	21,0%	19,1%	29,1%	31,4%
Return on Assets %	8,3%	20,5%	9,1%	9,0%	12,5%	13,6%
Depreciation	4,3	4,3	4,9	5,4	5,4	5,8
Amortization	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,3
Free Cash Flow	-1,4	46,0	-3,3	54,3	30,4	62,3
CAPEX	1,8	1,3	1,6	6,5	6,2	6,2

Rachunek przepływu [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
CFO	-3,9	45,8	-0,8	60,1	35,3	66,9	65,0
CFI	2,5	0,1	-2,6	-5,8	-4,9	-4,5	-4,7
CFF	-22,2	-30,6	-32,7	-22,4	-23,1	-40,6	-49,7
- w tym dywidenda	15,4	25,0	25,0	20,0	20,9	38,4	47,4
Przepływy pieniężne netto	-23,6	15,4	-36,0	31,9	7,2	21,7	10,6
CAPEX / Amortyzacja	41%	29%	32%	116%	110%	101%	108%

Główne czynniki ryzyka:

- ryzyko skokowego wzrostu kosztów materiałowych przekładające się na spadek marż w trakcie realizacji projektów
- ryzyko braku wykwalifikowanych pracowników
- potencjalna podaż akcji ze strony głównych akcjonariuszy
- zatory płatnicze i upadłości w branży budowlanej
- problemy z pozyskaniem finansowania i gwarancji bankowych
- ryzyko braku pozyskiwania nowych zleceń i wysokiej konkurencji

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYCENA I PODSUMOWANIE

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	**80%**	**60,0**
Wycena metodą porównawczą	**20%**	**54,4**
- wycena do wybranych krajowych spółek budowlanych	67%	52,8
- wycena do SPIE (Francja)	33%	57,6
Wycena 1 akcji [PLN]	**58,9**	

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 (6,25%), premii za ryzyko rynkowe (8,0%) oraz współczynnika beta = 1,0. Wzrost FCFF w okresie rezydualnym przyjęto na poziomie 2%. Wycena została sporządzona na dzień 5 października 2026.

Model DCF

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	523,9	765,0	882,9	1 010,8	1 143,2	1 255,9	1 349,1	1 415,4	1 461,3	1 492,7
EBIT [mln PLN]	36,4	65,1	79,1	91,4	104,4	114,4	122,5	128,0	131,6	133,7
Stopa podatkowa	20,3%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	7,4	12,4	15,0	17,4	19,8	21,7	23,3	24,3	25,0	25,4
NOPLAT [mln PLN]	29,0	52,8	64,0	74,0	84,5	92,7	99,2	103,7	106,6	108,3
Amortyzacja [mln PLN]	5,6	5,6	6,1	6,2	6,3	6,4	6,5	6,5	6,5	6,5
CAPEX [mln PLN]	-6,5	-6,2	-6,2	-6,7	-6,7	-6,6	-6,6	-6,5	-6,6	-6,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	26,9	-23,8	-2,9	-14,7	-15,2	-13,0	-10,7	-7,6	-5,3	-3,6
FCF [mln PLN]	55,0	28,4	61,1	58,8	69,0	79,5	88,4	96,0	101,2	104,7
DFCF [mln PLN]	53,3	24,2	45,5	38,4	39,4	39,8	38,7	36,8	34,0	30,8
Suma DFCF [mln PLN]	380,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]	872,0		*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym:*				*+2,0%*			
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	256,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	637,1									
Dług netto 2025 [mln PLN]	0,2									
Wypłacona dywidenda [mln PLN]	20,0									
Udział mniejszości [mln PLN]	0,3									
Wartość kapitału [mln PLN]	**616,7**									
Ilość akcji [mln szt.]*	10,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	**60,0**									
Przychody zmiana r/r	-9,6%	46,0%	15,4%	14,5%	13,1%	9,9%	7,4%	4,9%	3,2%	2,1%
EBIT zmiana r/r	-9,4%	78,9%	21,4%	15,6%	14,2%	9,6%	7,1%	4,5%	2,8%	1,6%
FCF zmiana r/r	---	-48,3%	114,7%	-3,6%	17,3%	15,2%	11,2%	8,6%	5,4%	3,4%
Marża EBITDA	8,0%	9,2%	9,6%	9,7%	9,7%	9,6%	9,6%	9,5%	9,4%	9,4%
Marża EBIT	6,9%	8,5%	9,0%	9,0%	9,1%	9,1%	9,1%	9,0%	9,0%	9,0%
Marża NOPLAT	5,5%	6,9%	7,3%	7,3%	7,4%	7,4%	7,4%	7,3%	7,3%	7,3%
CAPEX / Przychody	1,2%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%
CAPEX / Amortyzacja	116,4%	110,0%	100,9%	108,4%	105,4%	103,6%	101,7%	100,6%	100,8%	100,8%
Zmiana KO / Przychody	-5,1%	3,1%	0,3%	1,5%	1,3%	1,0%	0,8%	0,5%	0,4%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	48,2%	9,9%	2,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%

**z uwzględnieniem max. liczby akcji z programu motywacyjnego*

Kalkulacja WACC

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Stopa wolna od ryzyka	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%
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	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%
Udział kapitału własnego	96,3%	97,5%	98,1%	98,6%	99,0%	99,3%	99,5%	99,8%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,2%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Udział kapitału obcego	3,7%	2,5%	1,9%	1,4%	1,0%	0,7%	0,5%	0,2%	0,0%	0,0%
WACC	14,0%	14,0%	14,1%	14,1%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,3%	14,3%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym		
		1,00%	**2,00%**	**3,00%**
beta	**0,8**	67,0	70,1	73,8
	0,9	62,1	64,7	67,7
	1,0	57,9	60,0	62,4
	1,1	54,1	55,9	57,9
	1,2	50,8	52,3	54,0

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym		
		1,00%	**2,00%**	**3,00%**
Premia za ryzyko	**6,0%**	69,7	73,1	77,3
	7,0%	63,3	65,9	69,1
	8,0%	57,9	60,0	62,4
	9,0%	53,2	54,9	56,9
	10,0%	49,2	50,6	52,2

		Beta		
		0,9	**1,0**	**1,1**
Premia za ryzyko	**6,0%**	78,2	73,1	68,7
	7,0%	70,8	65,9	61,7
	8,0%	64,7	60,0	55,9
	9,0%	59,4	54,9	51,0
	10,0%	54,9	50,6	46,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych operujących w segmencie instalacyjnym i energetycznym (67% udziału w końcowej wycenie) oraz do francuskiego podmiotu SPIE (33% udziału w końcowej wycenie, spółka aktywnie uczestniczy w konsolidacji rynku budownictwa elektroenergetycznego w Polsce a profil działalności jest w wielu elementach zbliżony do Elektrotimu). Dla całej wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (waga 20% dla 2026 roku i po 40% dla kolejnych lat). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki 54,4 PLN/akcję.

Podsumowanie wyceny porównawczej

Wycena metodą porównawczą	**Waga**	**Wycena**
- wycena do wybranych krajowych spółek budowlanych	67%	52,8
- wycena do SPIE (Francja)	33%	57,6
Wycena 1 akcji [PLN]		**54,4**

Źródło: BDM S.A.

Wycena porównawcza do wybranych krajowych spółek budowlanych

	P/E			EV/EBITDA		
	2026P	**2027P**	**2028P**	**2026P**	**2027P**	**2028P**
Atrem	16,2	14,6	10,3	11,6	10,5	7,1
Budimex	22,3	19,9	17,8	12,4	10,9	9,7
Introl	10,1	8,1	7,9	4,7	3,7	3,4
Mostostal Zabrze	10,6	9,0	8,8	3,8	2,9	2,9
Mediana	**13,4**	**11,8**	**9,6**	**8,2**	**7,1**	**5,2**
Elektrotim	**22,0**	**11,9**	**9,7**	**13,8**	**8,0**	**6,4**
Premia/dyskonto do mediany	64%	1%	1%	69%	14%	22%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	37,3	60,6	60,6	37,6	54,2	51,2
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		**56,0**			**49,7**	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	**52,8**					

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

Wycena porównawcza do SPIE

	P/E			EV/EBITDA		
	2026P	**2027P**	**2028P**	**2026P**	**2027P**	**2028P**
SPIE (Francja)	13,6	12,1	11,2	8,0	7,3	6,5
Elektrotim	**22,0**	**11,9**	**9,7**	**13,8**	**8,0**	**6,4**
Premia/dyskonto do mediany	61%	-2%	-14%	71%	11%	-2%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	37,9	62,1	70,8	37,1	55,6	62,2
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		**60,8**			**54,5**	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	**57,6**					
SPIE (konsensus Bloomberg)	**2026P**	**2027P**	**2028P**			
Przychody [mln EUR]	11 231	12 078	12 664			
EBITDA [mln EUR]	1 182	1 262	1 330			
marża EBITDA	10,5%	10,4%	10,5%			
EBIT [mln EUR]	788	872	932			
Zysk netto [mln EUR]	529	595	643			
marża netto	4,7%	4,9%	5,1%			
Dług netto [mln EUR]	2 284	1 953	1 489			

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

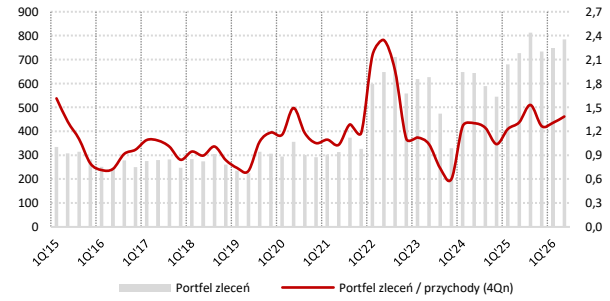
PORTFEL ZAMÓWIEŃ

Istotne kontrakty pozyskane od początku 2024 roku

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]	Koniec
2026				
18.09.2026	PGE EK	Modernizacja podstacji trakcyjnej 20kV Szopienice	16	nko
7.09.2026	PGE Dystrybucja	Przebudową linii 110 kV na terenie PGE Dystrybucja Oddział Białystok	47	2028.09
4.09.2026	Tauron	Bieżącą konserwację i eksploatację infrastruktury oświetleniowej - część 1 województwo dolnośląskie	18	nko
25.08.2026	Porr	Wykonanie instalacji elektrycznych w ramach inwestycji Munitions Storage Area, Powidz Air Base	46	2028.06
21.08.2026	PSE	Rozbudowa rozdzielni 220 kV w stacji 220/110 kV Leśniów	89	2029.10
20.08.2026	Orlen Termika	Budowa i przyłączenie do sieci nowej rozdzielni wnętrzowej 110kV w EC Żerań	124	2030.09
13.08.2026	PGE EK	Budowa podstacji trakcyjnej 15kV PT Radość	18	nko
11.08.2026	Tauron Dystrybucja	Budowa dwóch linii kablowych 110kV od linii S-420 do stacji 110/20/6kV Kalinówka	19	2029.08
4.08.2026	RZI Wrocław	Przebudowa budynku orazinfrastruktury technicznej w kompleksie 3008 w Bolesławcu	27	2028.06
29.07.2026	Tauron Dystrybucja	Modernizację linii 110 kV Jaworzno 1 – Siersza – Włodzimierz – Trzebinia – Jaworzno 1 - Trzebinia	37	nko
7.09.2026	PGE Dystrybucja	Przebudową linii 110 kV na terenie PGE Dystrybucja Oddział Białystok	47	2028.09
23.06.2026	Tauron Dystrybucja	Modernizacja stacji elektroenergetycznej 110/15 kV Słomniki	34	nko
23.06.2026	Tauron Dystrybucja	Modernizacja GPZ 110/20/6 kV Jaworzno 1	29	nko
10.06.2026	Eternia Solar	P&B GPO i tymczasowego pola GPZ dla farmy PV Kłodzko 30 MW	22	2027.05
22.05.2026	Tauron Dystrybucja	Przebudowa rozdzielni 110kV w stacji 400/110kV R-3 Pasokurowice	81	2029.01
23.03.2026	Enea Operator	Budowa linii kablowej 110 kV Gdańska – Zdroje	26	2028.03
23.02.2026	Tauron Dystrybucja	Przebudowa linii 110kV Radzionków-Julian, Bolko-Rozalia	20	2029.02
9.01.2026	Tauron Dystrybucja	Budowa GPZ Chrzanów Strefa	42	2028.01
2025				
16.12.2025	Tauron Dystrybucja	Modernizacja stacji elektroenergetycznej 110/15 kV Korabniki	24	2028.02
9.12.2025	CZC SZ	Budowa wież pod brzegowe radary obserwacji nawodnej i celów nisko lecących	26	2027.06
24.10.2025	KG Straży Granicznej	Modernizacja bariery elektronicznej w Nadbużańskim Oddziale SG	15	nko
4.09.2025	PEJ	Projekt i budowa stacji 110/15kV z liniami zasilającymi	162	2028.05
1.08.2025	PGE EK	Budowa podstacji trakcyjnej PT Kościerzyna	16	2026.08
11.07.2025	Energa-Operator	Budowa stacji elektroenergetycznej RS 110kV Elbląg Północ	34	2026.11
14.05.2025	Polonez Plus	Instalacje elektryczne w ramach inwestycji Mercedes Benz w Jaworze (pakiet D)	30	2026.11
10.04.2025	Stoen Operator	Modernizacja stacji elektroenergetycznej 110/15 kV Białołęka	37	2027.11
1.04.2025	Tauron Dystrybucja	Modernizacja stacji elektroenergetycznej 110/15kV Dworszowice	26	2027.03
28.02.2025	Enea Operator	Przebudowa stacji 110/15 kV Golczewo	23	2026.08
18.02.2025	Tauron Dystrybucja	Budowa linii 110kV GPZ Wieczysta - GPZ Mennicza we Wrocławiu	17	2026.08
31.01.2025	Tauron Dystrybucja	Modernizacja stacji elektroenergetycznej 110/20 kV R-361 (Marciszów)	25	2027.10
24.01.2025	Strabag	Wykonanie oświetlenia nawigacyjnego w Porcie Lotniczym we Wrocławiu	21	2026.10
10.01.2025	Tauron Dystrybucja	Budowa rozdzielni 20kV w stacji elektroenergetycznej Wirek	21	2026.11
9.01.2025	EDF RP	Budowa magazynu energii Stary Grodków (moc: 50 MW, poj: 100 MWh)	27	2025.12
2024				
2024-12-13	Tramwaje Warszawskie	Przebudowa budynku podstacji trakcyjnej „Okęcie" i "Jasna"	20	2025-10
2024-10-22	KGHM	Wymiana rozdzielnic wraz z transformatorami w Rejonie ZWR Lubin	21	2026-09
2024-10-21	Mercedes-Benz MP	Realizacja stacji el.-en. WN/SN wraz z linią zasilającą w ramach budowy fabryki w Jaworze	50	2026-10
2024-09-05	PSE	Rozbudowa i modernizacja rozdzielni 220 kV w stacji 400/220/110 kV Pątnów – Etap 1	19	2026-12
2024-04-26	PSE	Rozbudowa rozdzielni 220 kV i 110 kV w stacji Adamów	30	2026-12
2024-03-15	Tauron NT	Eksploatacja i prowadzeniem prac dodatkowych na sieciach oświetleniowych we Wrocławiu i okolicach	26	2026-03
2024-02-21	PL Szczecin-Goleniów	Wykonanie systemu pomocy nawigacyjnych	41	2025-12
2024-02-16	CZC SZ	Gdańsk. Budowa pola antenowego oraz modernizacja serwerowni	15	2025-04
2024-01-31	KG Straży Granicznej	Budowa zabezpieczenia granicy państwowej z Białorusią na odcinku rzeki Bug w Nadbużańskim Oddziale SG	227	2025-07
2024-01-24	Tauron Dystrybucja	Budowa linii kablowej 110 kV (GPZ Walecznych - Kurkowa)	24	2026-04

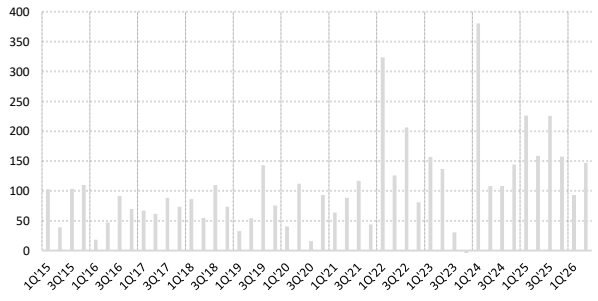
Źródło: BDM S.A., spółka

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 2Q'26: 784 mln PLN (vs 733 mln PLN po 4Q'25 i 727 mln PLN rok temu). Ok. 300 mln PLN przypada „do realizacji" jeszcze na 2026 rok (rok temu przypadało 474 mln PLN na 3-4Q'25). W ciągu ostatnich 12 miesięcy spółka podpisała umowy za 690 mln PLN (+20% r/r). Portfel po lipcu'26 wynosił 843 mln PLN (z tego 290 mln PLN przypada jeszcze na 2026 rok). Spółka podała, że w sierpniu'26 zawarła umowy na ponad 310 mln PLN. We wrześniu'26 spółka podpisała (wg komunikatów) umowę na 47 mln PLN. Tym samym portfel na koniec 3Q'26 powinien przekroczyć 1,0 mld PLN. Zwracamy uwagę, że portfel należy rozumieć jako kwoty do zafakturowania, co nie musi się równać przyszłym przychodom.

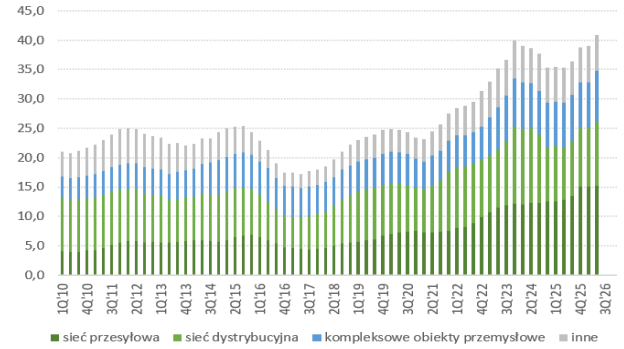
OTOCZENIE RYNKOWE I KOSZTOWE

Potencjał rynkowy

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

W 2025 roku dynamika realizowanych inwestycji była dodatnia w trzech pierwszych obszarach z wyżej wymienionych (lekki spadek odnotowano tylko w obszarze innych obiektów - zalicza się tu m.in. wojsko). W 1H'26 widzieliśmy tendencję wzrostową w każdym z segmentów (najmocniejszą w dystrybucji oraz w kompleksowych obiektach przemysłowych). Plany inwestorów na rynku dystrybucji i przesyłu energii na kolejne lata są bardzo ambitne (co prezentujemy na kolejnej stronie). Inwestycje w dużej mierze mają być także wspomagane środkami unijnymi. KPO zakłada m.in. 1,0 mld PLN na sieci dystrybucyjne na obszarach wiejskich i 0,6 mld PLN na rozwój sieci przesyłowych a FEnIKS uwzględnia 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]

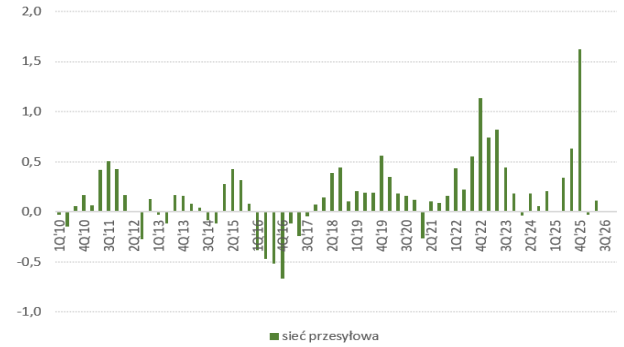


Źródło: DM BDM S.A., GUS

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

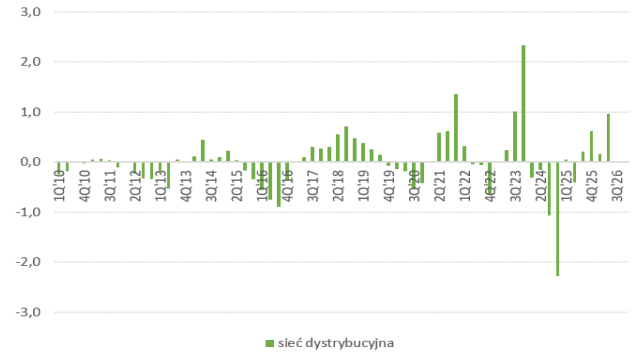
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



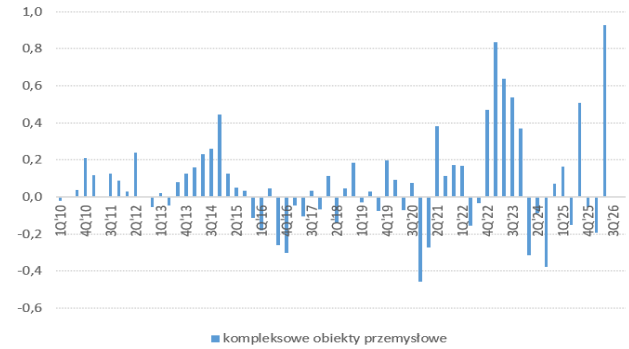
Źródło: DM BDM S.A., GUS, transport ropy, gazu, energii, wody, ścieków, sieć telco

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



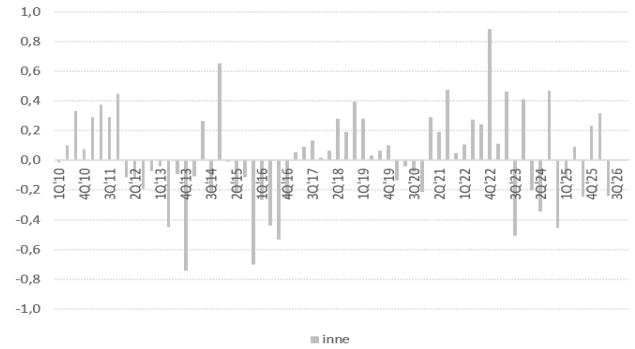
Źródło: DM BDM S.A., GUS, sieć rozdzielcza gazu, energii, wodociągi, oczyszc. ścieków, kanalizacja

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



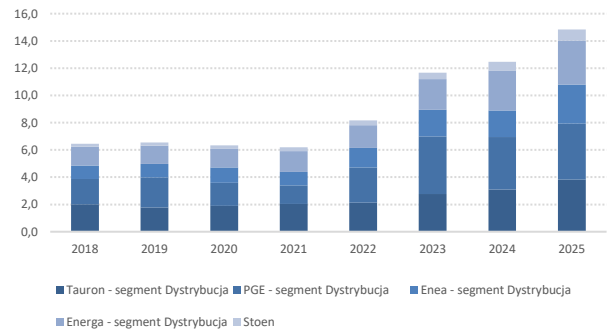
Źródło: DM BDM S.A., GUS, m.in. elektrownie, obiekty przemysłowe niebędące budynkami

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



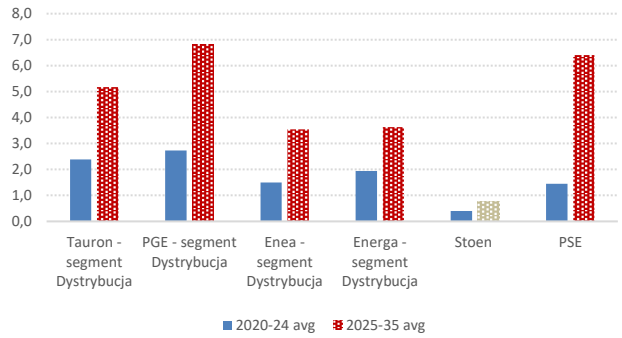
Źródło: DM BDM S.A., GUS, m.in. wojsko, sport, wysypiska śmieci

Nakłady spółek dystrybucji energii [mld PLN]



Źródło: DM BDM S.A., raporty roczne spółek, Stoen = prognoza

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



Źródło: DM BDM S.A., strategie spółek

Dystrybucja energii – inwestycje OSD

Nakłady spółek energetycznych w obszarze dystrybucji energii w 2025 roku wyniosły ok 14,8 mld PLN (vs 12,5 mld PLN w 2024 roku). Według opublikowanych w ostatnich miesiącach strategii w latach 2025-35 roczne nakłady w tym obszarze Tauronu mają być o 116% wyższe niż średnia w okresie 2020-24, dla Enei ma to być 137% więcej, dla Energi (Orlen) 87% więcej, a dla PGE aż 149% więcej. BGK podpisał umowy na finansowanie dłużne z KPO inwestycji sieciowych na z Tauronem i Energą odpowiednio na 11 mld PLN i 8 mld PLN oraz PGE i Eneą na 9,5 mld PLN i 10 mld PLN.

Magazyny energii

Spółki energetyczne prowadzą obecnie co najmniej kilka dużych postępowań na wielkoskalowe magazyny energii. Największym obecnie postępowaniem na rynku jest przetarg Energii na pakietową realizację 13 lokalizacji (6xBESS+ 11xPV+BESS) o wartości 721 mln PLN netto (link, złożono już oferty, nie opublikowano wyników – wg SWZ możliwe są negocjacje, termin realizacji 1Q'28).

Energetyka Jądrowa

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

PSE – program inwestycyjny

PSE w 2024 roku wydało na inwestycje 2,5 mld PLN (vs 2,0 mld PLN rok wcześniej; plan wynosił 3,0 mld PLN). W 2026 roku planowane są nakłady na poziomie 3,3 mld PLN (wg sprawozdania zarządu PSE). W marcu'24 PSE opublikowało projekt planu rozwoju na lata 2025-34, wg którego nakłady mają wynieść średnio 6,4 mld PLN/rok. Na początku VIII'26 PSE opublikowały plan przetargów na okres 3Q'26-3Q'27, który zakładał ogłoszenie 28 postępowań na roboty budowlane (w tym 15 o zakładanej wartości kilkudziesięciu mln PLN, które są najbardziej interesujące z punktu widzenia Elektrotimu).

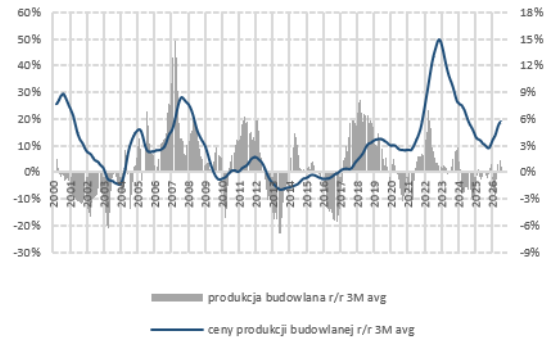
Sektor obronny

Straż Graniczna od dłuższego czasu ma w planach uzupełnienie systemu nadzoru ochrony granicy o pełny odcinek ukraiński. W prowadzonym przetargu na odcinek lądowy (69 km) w Nadbużańskim Oddziale SG Elektrotim jest na II miejscu (link). W dalszej kolejności mają pojawić się postępowania na odcinek na Bugu (228 km) oraz odcinek podkarpacki (43 km). Ma powstać także system na granicy morskiej (link). W planach MON zwracamy uwagę m.in. na zapowiedzi modernizacji lotnisk dla celów wojskowych (link).

Strona kosztowa - aktualna sytuacja

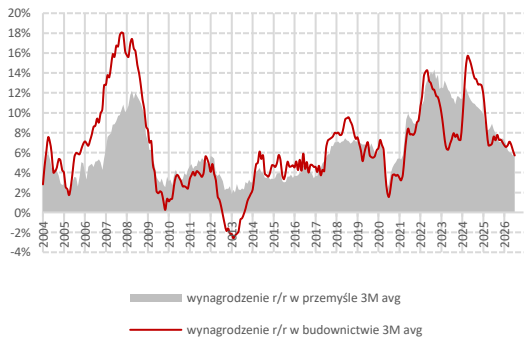
Istotną pozycję w strukturze kosztów spółki stanowią koszty zużycia materiałów i energii (44% w 2025). Spółka wskazuje na ekspozycję na miedź, aluminium i stal (we wszystkich kategoriach wzrosty na przestrzeni ostatnich kwartałów). Kategoria „elektryka i oświetlenie" w danych PSB zaczęła wykazywać w drugiej połowie 2Q'26 na wzrosty cen r/r (spadki trwały od 4Q'23). Drugą główną pozycją kosztową w 2025 roku były usługi obce na poziomie 40% (podwykonawcy), Istotne są także wynagrodzenia z 14% udziałem.

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



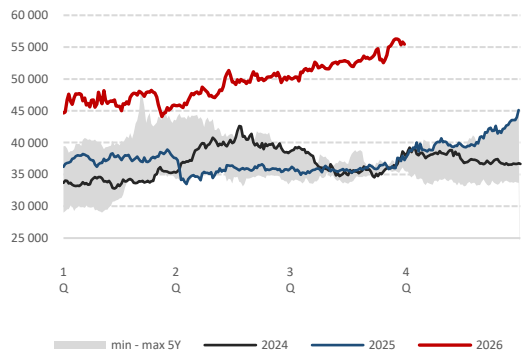
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce



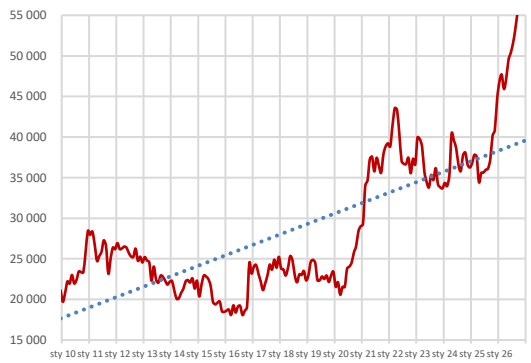
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Cena miedzi [PLN/t]



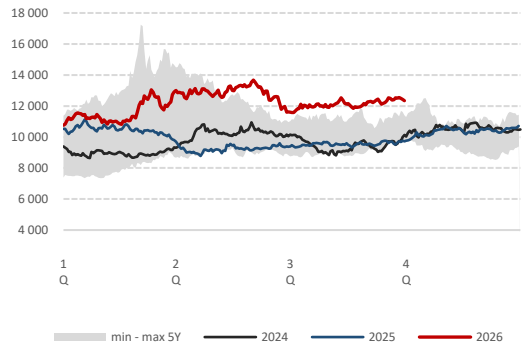
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena miedzi [PLN/t]



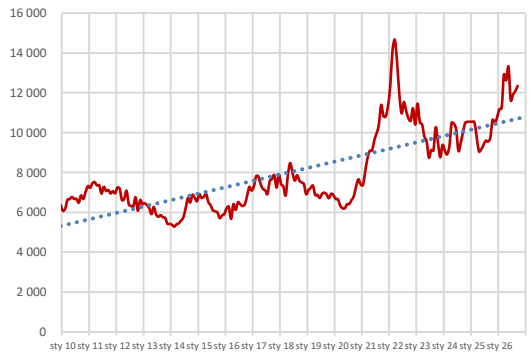
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena aluminium [PLN/t]



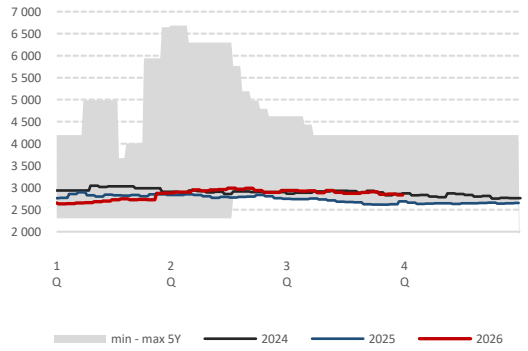
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena aluminium [PLN/t]



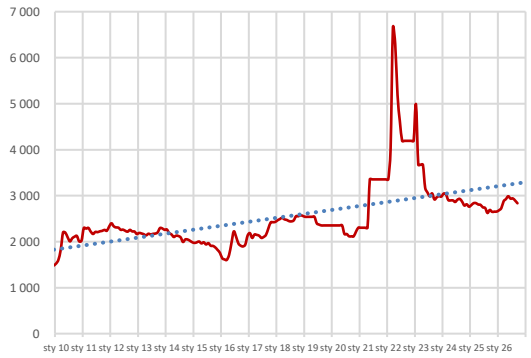
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena stali – Polska [PLN/t]



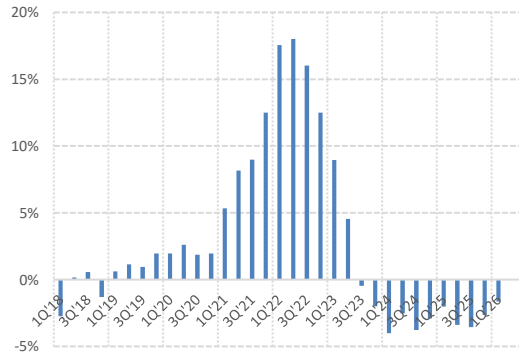
Źródło: BDM S.A., PUDS (pręt, cena max)

Cena stali – Polska [PLN/t]



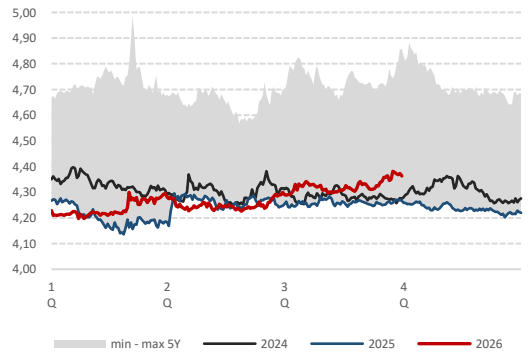
Źródło: BDM S.A., PUDS (pręt, cena max)

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



Źródło: BDM S.A., PSB

EUR/PLN



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI HISTORYCZNE, STRATEGIA I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki za 2Q'2026 [mln PLN]

	2Q'25	2Q'26	zmiana r/r	2Q'26P BDM	odchyl.	1H'25	1H'26	zmiana r/r
Przychody	**111,9**	**107,8**	**-3,7%**	**120,0**	**-10,2%**	**202,7**	**188,9**	**-6,8%**
Zysk brutto ze sprzedaży	12,2	10,1	-17,2%	15,1	-32,7%	24,9	19,8	-20,5%
Zysk na sprzedaży	**4,8**	**2,0**	**-58,1%**	**7,2**	**-72,1%**	**9,8**	**3,5**	**-64,4%**
PPO/PKO	0,1	0,6	696,2%	0,0	---	0,8	1,6	97,1%
EBITDA	**6,2**	**4,0**	**-34,4%**	**8,6**	**-52,7%**	**13,1**	**7,8**	**-40,3%**
EBIT	4,9	2,6	-46,0%	7,2	-63,5%	10,6	5,1	-52,4%
Wynik brutto	4,0	2,1	-47,0%	6,9	-69,1%	9,5	4,4	-53,3%
Wynik netto	**3,1**	**1,6**	**-48,7%**	**5,6**	**-72,0%**	**7,3**	**3,3**	**-54,9%**
Marża brutto ze sprzedaży	10,9%	9,4%		12,5%		12,3%	10,5%	
Marża EBITDA	5,5%	3,8%		7,1%		6,5%	4,1%	
Marża EBIT	4,4%	2,4%		6,0%		5,2%	2,7%	
Marża zysku netto	2,7%	1,5%		4,7%		3,6%	1,7%	

Źródło: BDM S.A., spółka

- Przychody w 2Q'26 wyniosły 107,8 mln PLN (-4% r/r, 10% poniżej naszych założeń).
- Rentowność brutto ze sprzedaży (9,4%) była słabsza r/r i poniżej naszych założeń (zakładaliśmy 12,5% vs 10,9% rok temu i 11,9% w 1Q'26).
- Poziom 13,7% marży brutto ze sprzedaży w segmencie Sieci Elektroenergetyczne oraz tylko 1,1% marży w segmencie Instalacje i Infrastruktura (vs odpowiednio 9,6% i 11,9% w 2Q'25).
- Koszty SG&A wzrosły o 9% r/r (8,1 mln PLN vs 7,4 mln PLN rok temu) – wzrosły r/r koszty sprzedaży a spadły koszty zarządu.
- Lekko dodatni wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej w 2Q'26 (+0,6 mln PLN).
- EBITDA w 2Q'26 wyniosła 4,0 mln PLN (vs 6,2 mln PLN rok temu i 8,6 mln PLN nasze oczekiwania).
- Saldo finansowe z ujemnym wpływem na poziomie -0,5 mln PLN.
- Skonsolidowany zysk netto w 2Q'26 na poziomie 1,6 mln PLN (spodziewaliśmy się 5,6 mln PLN). Efektywna stawka podatku dochodowego wyniosła 29%.
- Przepływy z działalności operacyjnej były lekko ujemne i wyniosły -4,3 mln PLN w 2Q'26 (rok temu -45,3 mln PLN).
- Na koniec okresu spółka miała 25,4 mln PLN gotówki netto (dług netto 33,4 mln PLN rok temu).
- Spółka wskazuje, że słabsze r/r wyniki 1H'26 to „odzwierciedlenie trudnych warunków rynkowych i rosnącej konkurencji". Poziom rentowności pozostawał także pod wpływem wyższych kosztów pośrednich ponoszonych w związku z rozbudową potencjału wykonawczego. W przypadku przychodów wskazano na charakter portfela, w którym obecnie jest wiele kontraktów P&B.

Podsumowując, wyniki za 2Q'26 wyraźnie rozczarowały na poziomie marży w segmencie Instalacje i Infrastruktura (tylko 1,1% rentowności brutto ze sprzedaży w tym obszarze). Na marży mogło zaważyć rozlicznie pojedynczego kontraktu. Całościowo wyniki były z tego powodu wyraźnie poniżej naszych założeń, a przypominamy, że baza z 2Q'25 nie była wymagająca (okres 2-3Q'25 miał relatywnie niską marżę, spółka guidowała, że będzie się ona poprawiać). Na plus można wskazać tylko lekki odpływ gotówki w 2Q'26 (spółka ma nadal gotówkę netto, rok temu był spory dług netto). Sam portfel po sierpniu przekroczył wyraźnie 1 mld PLN, co buduje potencjał do wyraźnego wzrostu przychodów w latach 2027-28. Raportowany portfel do wykonania w samym 2H'26 jest o ok. 50 mln PLN wyższy r/r. Główne pytanie o dalszą ścieżkę rentowności (spółka nie przedstawiła tym razem oczekiwanej rentowności portfela).

Podsumowanie konferencji wynikowej po 2Q'26 (16/09/2026)

1H'26/2Q'26

-wyniki 1H'26 nie były satysfakcjonujące

-spadek przychodów konsekwencją pogody w 1Q'26 oraz pauzy przetargowej we wcześniejszych okresach

-rentowność segmentu Sieci na dobrym poziomie

-negatywny wpływ kończenia kontraktów w segmencie Instalacji i Infrastruktury (rozliczenie poniżej oczekiwań, lekko negatywny wpływ wyceny kontraktów – w kolejnych okresach wpływ wyceny powinien być neutralny lub dodatni)

-wzrost kosztów sprzedaży efektem ofertowania i budowy portfela

-wpływ kosztów pośrednich na rentowność brutto ze sprzedaży (np. zakład budownictwa specjalistycznego w segmencie Instalacji i Infrastruktury)

Rynek

-od 4Q'25 widać wzrost liczby postępowań

-konkurencja cenowa jest bardzo duża, szczególnie w prostych zleceniach

-ryzyko kolejnej pauzy inwestycyjnej związanej z kalendarzem wyborczym w 2027 roku

Portfel/ofertowanie

-spółka nie będzie publikować wskaźnika rentowności portfela

-portfel po sierpniu przekroczył 1 mld PLN

-spółka skupia się na rentowności, a nie na budowanie portfela kosztem marży

-pozyskiwany portfel jest zdrowy

-budowa obecnie portfela pozwala mitygować ryzyko kolejnej możliwej pauzy inwestycyjnej (związanej z kalendarzem wyborczym)

-materiały zabezpieczane krótko po podpisaniu umowy

-spółka stara się szybko kontraktować podwykonawców

-klauzule waloryzacyjne dają pewną poduszkę bezpieczeństwa (są w większości umów, działają z opóźnieniem)

-spółka pozyskuje więcej zleceń w obszarze Sieci niż Instalacji, kierując się m.in. oczekiwaną marżą

-nowe zamówienie w większości wejdą do realizacji w 2027 roku

-w 3/4Q'26 spółka ma szansę na podpisanie dużych zleceń

Kapitał obrotowy

-spadek zaangażowania w kapitał obrotowy na koniec 2Q'26 efektem skończenie starych kontraktów

-pozycja gotówkowa będzie dodatnia na koniec 2026 roku, ale nie tak wysoka jak po 1H'26

-spółka powoli zaczyna wchodzić w fazę realizacji kontraktów

Strategia

-realizacja strategii zgodnie z oczekiwaniami, nie ma przesłanej do zmian

-największy potencjał z nowych obszarów obecnie w segmencie magazynów energii

-spółka nie ma na dziś planów akwizycyjnych

-strategie nie zakłada planów ekspansji zagranicznej, rynek polski ma wystarczający potencjał

-największym wyzwaniem są kadry

Obronność

-spółka widzi możliwość wykorzystania doświadczeń z granicy na inne obiektach infrastruktury krytycznej (porty lotnicze, sieci elektroenergetyczne)

Data center

-rynek będzie interesujący, spółka buduje ofertę

Program motywacyjny

-cele są realne do osiągniecia (prezes nie odniósł się konkretnie do 2026 roku, cel jest rozliczany narastająco)

-koszty będą ujmowane od 3Q'26 w zależności od prawdopodobieństwa realizacji transzy

Akcjonariat

-zarząd nie ma informacji o potencjalnych zmianach w akcjonariacie ani zainteresowaniu spółką przez inwestorów

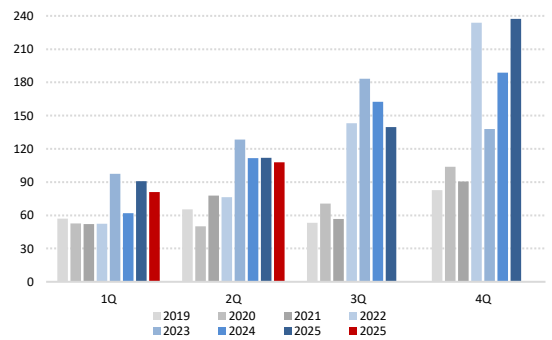
Nieruchomość w Pruszczu

-roszczenie (wpis o zabezpieczenie) syndyka Zeusa jest bezpodstawne

-spółka czeka na decyzję sądu

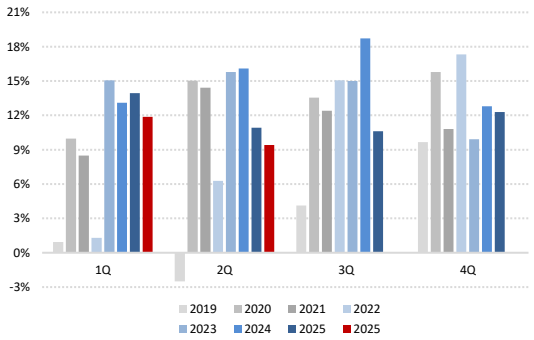
-nieruchomość nie jest obecnie operacyjnie wykorzystywane, jest w niewielkiej części wynajmowana

Przychody [mln PLN]



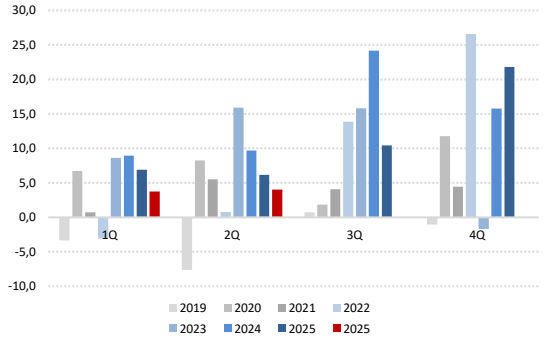
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży



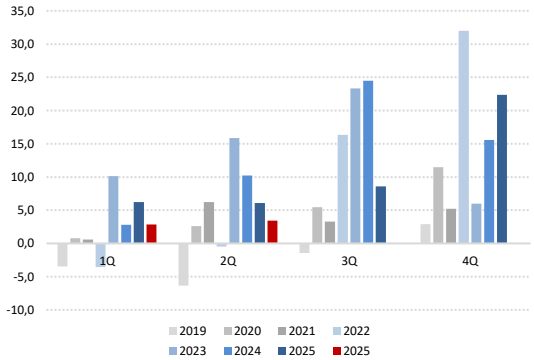
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA [mln PLN]



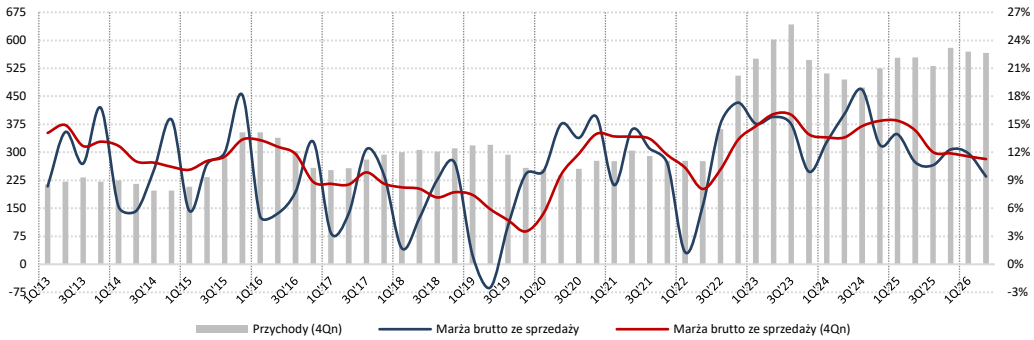
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA skoryg.* [mln PLN]



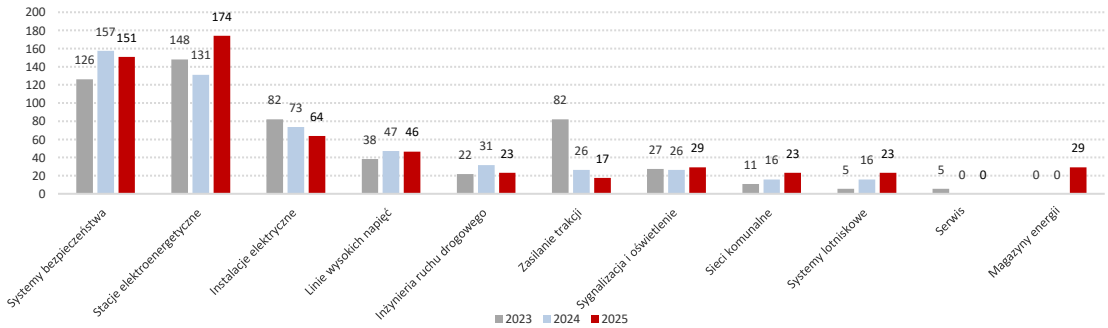
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, bez salda PPO/PKO

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

Strategia na lata 2026-30

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

Strategia – cele finansowe

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

Polityka dywidendowa

- Zarząd będzie rekomendować wypłatę dywidendy w wysokości od 50% do 75% jednostkowego zysku netto za poprzedni rok obrotowy.
- Spółka zakłada, że w okresie 2026-30 wypłaci 110-165 mln PLN skumulowanych dywidend.

Cele finansowe w horyzoncie 2030 roku [mln PLN]

	2021	2022	2023	2024	2025	....	2030P
Przychody	277,2	505,6	546,9	524,8	579,7		1000,0
EBITDA	14,8	38,1	38,7	58,6	45,3		88,0
Zysk netto	6,6	22,0	22,4	54,1*	29,0		67,0
Marża EBITDA	5,3%	7,5%	7,1%	11,2%	7,8%		8,8%
Marża zysku netto	2,4%	4,3%	4,1%	10,3%	5,0%		6,7%

Źródło: BDM S.A., spółka
**wyniki za 2024 uwzględniają +18,5 mln PLN wyniku na dekonsolidacji spółki Zeus*

Polityka dywidendowa [mln PLN]

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

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

Program motywacyjny

Na WZA w maju finalnie przegłosowano uchwały konieczne do wdrożenia programu motywacyjnego opartego o emisję akcji dla zarządu oraz uprawnionej kadry (300 tys akcji, czyli 3,01% dotychczasowych).

Poniżej zasady program motywacyjnego

- zakres czasowy: 2026-28, w każdym roku transza akcji przeznaczonych do objęcia to 100 tys szt
- do objęcia akcji może dojść nie wcześniej niż 12 m-cy po zakończeniu danego roku obrotowego (w przypadku zmiany kontroli nad spółką w ciągu max 2 m-cy od takiego zdarzenia)
- cena emisyjna: 1 PLN (przy kursie rynkowym 61,15 PLN i całkowitym wykonaniu planu oznacza to koszt dla akcjonariuszy na łącznym poziomie 18,0 mln PLN)
- warunki finansowe - osiągnięcie celów na poziomie zysku brutto:
    - I transza akcji za wyniki 2026 rok: min. 43,0 mln PLN (w przypadku min. 41,0 mln PLN – 75% planowanej transzy)
    - II transza akcji za wyniki 2027 roku: min. 91,0 mln PLN narastająco za 2026-27 (w przypadku min. 88,0 mln PLN – 75% planowanej transzy + nieobjęte z I transzy)
    - III transza akcji za wyniki 2028 roku: min. 145,0 mln PLN narastająco za 2026-28 (w przypadku min. 139,0 mln PLN – 75% planowanej transzy + nieobjęte z I i II transzy)
    - zysk brutto = zysk brutto wykazany w sprawozdaniu finansowym skorygowany o koszt programu motywacyjnego
    - w przypadku wykazania straty netto uczestnicy programu tracą prawo objęcia akcji za rok, w którym spółka wygenerowała stratę oraz za kolejne lata.
    - w przypadku wykazania zysku netto <20,0 mln PLN uczestnicy programu tracą prawo objęcia akcji za taki rok.

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

	2026P	skumul. 2026-27P	skumul. 2026-28P
program motywacyjny			
zysk brutto bazowy (100% transzy)	43,0	91,0	145,0
zysk brutto min. 75% transzy	41,0	88,0	139,0
DM BDM	**34,7**	**97,9**	**175,8**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozy

Wyniki i prognozy wyników kwartalne [mln PLN]

	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	2Q'26	3Q'26P	4Q'26P
Przychody ze sprzedaży	**97,5**	**128,3**	**183,2**	**137,9**	**62,0**	**111,6**	**162,5**	**188,7**	**90,8**	**111,9**	**139,7**	**237,3**	**81,1**	**107,8**	**135,0**	**200,0**
Sieci	31,4	81,4	135,9	80,3	26,2	40,5	40,5	49,1	35,5	47,0	68,9	149,9	40,6	71,2	90,0	140,0
Instalacje	66,0	46,9	47,3	58,7	35,7	71,1	122,0	139,6	55,3	64,8	70,9	87,4	40,5	36,6	45,0	60,0
Zysk brutto ze sprzedaży	**14,7**	**20,3**	**27,5**	**13,7**	**8,1**	**18,0**	**30,4**	**24,2**	**12,7**	**12,2**	**14,8**	**29,2**	**9,6**	**10,1**	**18,5**	**28,5**
Sieci	2,9	11,7	22,1	16,0	1,2	5,8	6,8	8,4	7,6	4,5	8,5	21,1	6,5	9,7	13,5	21,0
Instalacje	11,8	8,5	5,3	-2,3	6,9	12,2	23,6	15,7	5,1	7,7	6,4	8,1	3,2	0,4	5,0	7,5
SG&A	5,7	5,5	5,2	8,9	6,3	8,8	7,1	9,8	7,6	7,4	7,6	8,2	8,2	8,1	7,4	8,2
Zysk na sprzedaży	**9,0**	**14,7**	**22,3**	**4,8**	**1,8**	**9,2**	**23,3**	**14,3**	**5,0**	**4,8**	**7,3**	**21,0**	**1,5**	**2,0**	**11,1**	**20,3**
Saldo PPO/PKO	-1,5	0,0	-7,5	-7,7	6,2	-0,5	-0,3	0,2	0,7	0,1	1,8	-0,6	0,9	0,6	0,0	0,0
EBITDA	**8,6**	**15,9**	**15,8**	**-1,7**	**9,0**	**9,7**	**24,2**	**15,8**	**6,9**	**6,2**	**10,4**	**21,8**	**3,8**	**4,0**	**12,5**	**21,7**
EBIT	**7,5**	**14,8**	**14,8**	**-2,9**	**7,9**	**8,7**	**23,1**	**14,6**	**5,7**	**4,9**	**9,1**	**20,5**	**2,4**	**2,6**	**11,1**	**20,3**
Saldo finansowe	0,3	-0,6	-0,7	-1,0	14,3	0,7	-2,3	-2,7	-0,2	-0,9	-1,3	-1,4	-0,1	-0,5	-0,6	-0,5
Zysk (strata) brutto	7,9	14,2	14,1	-3,9	22,3	9,3	20,7	11,9	5,5	4,0	7,8	19,0	2,3	2,1	10,5	19,8
Zysk (strata) netto	**5,8**	**11,2**	**9,7**	**-4,3**	**21,1**	**8,0**	**16,4**	**8,6**	**4,3**	**3,1**	**6,4**	**15,2**	**1,7**	**1,6**	**8,5**	**16,0**
CFO	9,2	-75,7	29,8	32,8	18,1	-39,5	0,3	67,0	-19,6	-45,3	5,7	58,4	33,2	-4,3	20,0	11,2
Dług (gotówka) netto	-59,7	16,7	5,2	-27,1	-39,8	4,2	31,0	-35,8	-14,2	33,4	54,7	0,2	-35,9	-25,4	13,2	-33,0
Przychody zmiana r/r	**86%**	**68%**	**28%**	**-41%**	**-36%**	**-13%**	**-11%**	**37%**	**47%**	**0%**	**-14%**	**26%**	**-11%**	**-4%**	**-3%**	**-16%**
Marża brutto ze sprzedaży	**15,1%**	**15,8%**	**15,0%**	**9,9%**	**13,1%**	**16,1%**	**18,7%**	**12,8%**	**13,9%**	**10,9%**	**10,6%**	**12,3%**	**11,9%**	**9,4%**	**13,7%**	**14,3%**
Sieci	9,1%	14,4%	16,3%	19,9%	4,8%	14,2%	16,7%	17,1%	21,3%	9,6%	12,3%	14,1%	15,9%	13,7%	15,0%	15,0%
Instalacje	17,9%	18,2%	11,3%	-4,0%	19,2%	17,2%	19,4%	11,3%	9,2%	11,9%	9,0%	9,2%	7,8%	1,1%	11,0%	12,5%
SG&A/przychody	5,8%	4,3%	2,8%	6,4%	10,2%	7,9%	4,3%	5,2%	8,4%	6,6%	5,4%	3,4%	10,1%	7,5%	5,5%	4,1%
Marża na sprzedaży	**9,2%**	**11,5%**	**12,2%**	**3,5%**	**2,9%**	**8,2%**	**14,4%**	**7,6%**	**5,5%**	**4,3%**	**5,2%**	**8,9%**	**1,8%**	**1,9%**	**8,2%**	**10,2%**
Marża EBITDA	**8,9%**	**12,4%**	**8,6%**	**-1,2%**	**14,5%**	**8,7%**	**14,9%**	**8,3%**	**7,6%**	**5,5%**	**7,5%**	**9,2%**	**4,6%**	**3,8%**	**9,2%**	**10,9%**
Marża EBIT	**7,7%**	**11,5%**	**8,1%**	**-2,1%**	**12,8%**	**7,8%**	**14,2%**	**7,7%**	**6,3%**	**4,4%**	**6,5%**	**8,6%**	**3,0%**	**2,4%**	**8,2%**	**10,2%**
Marża zysku netto	**5,9%**	**8,7%**	**5,3%**	**-3,1%**	**34,0%**	**7,2%**	**10,1%**	**4,6%**	**4,7%**	**2,7%**	**4,6%**	**6,4%**	**2,1%**	**1,5%**	**6,3%**	**8,0%**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2026P poprzednio	2026P aktualnie	zmiana	2027P poprzednio	2027P aktualnie	zmiana	2028P poprzednio	2028P aktualnie	zmiana	....	2030P poprzednio	2030P aktualnie	zmiana
Przychody	596,1	523,9	-12,1%	765,0	765,0	0,0%	856,8	882,9	3,0%		1 041,6	1 143,2	9,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	76,9	66,7	-13,2%	100,1	104,8	4,7%	114,7	123,9	8,0%		138,4	160,2	15,7%
EBITDA	50,8	42,0	-17,4%	66,2	70,7	6,9%	77,3	85,2	10,2%		94,0	110,7	17,8%
EBIT	45,4	36,4	-19,8%	60,7	65,1	7,3%	71,4	79,1	10,7%		87,8	104,4	18,9%
Zysk (strata) netto	35,2	27,8	-21,0%	48,4	51,2	5,8%	57,3	63,1	10,2%		71,1	84,1	18,3%
Dług (gotówka) netto	-55,5	-33,0	---	-61,5	-41,4	---	-74,2	-64,3	---		-100,6	-91,3	---
Marża brutto ze sprzedaży	12,9%	12,7%		13,1%	13,7%		13,4%	14,0%			13,3%	14,0%	
Marża EBITDA	8,5%	8,0%		8,7%	9,2%		9,0%	9,6%			9,0%	9,7%	
Marża EBIT	7,6%	6,9%		7,9%	8,5%		8,3%	9,0%			8,4%	9,1%	
Marża zysku netto	5,9%	5,3%		6,3%	6,7%		6,7%	7,2%			6,8%	7,4%	

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, *poprzednia rekomendacja z 8.06.2026*

- Tak jak opisywaliśmy wcześniej, zarówno wyniki 1Q'26 jak i 2Q'26 były słabsze od naszych oczekiwań. Wyniki 1Q'26 były pod wpływem warunków pogodowych, natomiast na 2Q'26 zaważyła niska marża w segmencie Instalacji.
- Backlog obecnie w dużej mierze zawiera kontrakty P&B. Kontraktu pozyskane w 2025 roku powinny już jednak wchodzić do realizacji (np. PEJ). Raportowany portfel do wykonania w 3-4Q'26 jest jednak aż o ok. 174 mln PLN niższy r/r (w stosunku do faktycznej realizacji w przychodach o 77 mln PLN niżej). Należy brać pod uwagę, że rok temu sporo ważył jeszcze kontrakt na Bugu - częściowo były to już wykonane przeroby, ale niezafakturowane. Scenariusz powtórzenia r/r przychodów w 2026 roku jest już bardzo wymagający. Jednocześnie spółka ma już zbudowany spory potencjał pod wzrost przychodów w 2027-28.
- Spółka po 1Q'26 podała, że „rentowność portfela kontraktów wynosi 16%". Po 2Q'26 zrezygnowano z publikacji tego parametru, jednak zarząd nadal optymistycznie wypowiadał się w zakresie marż na konferencji wynikowej w kolejnych okresach.
- Optymizm zarządu w kontekście marży może wynikać z faktu, że ciężar portfela obecnie wyraźnie przesunął się w kierunku segmentu sieciowego (ok 4/5 portfela vs 45% udziału w przychodach za ostatnie 2 lata), który historycznie miał zwykle wyższe marże niż średnia spółki (13,2% vs 11,6% - średnia ważona za ostatnie 10 lat).
- Na ten moment ostrożnie podchodzimy do aż tak znaczącej odbudowy marż (do wspomnianych 16%). Otoczenie kosztowe w branży staje się bardziej wymagające. Spółka będzie musiała też zarządzić tematem kosztów na kontraktach P&B (m.in. kwestia kosztów podwykonawców).

- Obecnie zakładamy spadek przychodów w 2026 roku o 10% r/r przy marży brutto o 0,8 pp wyższej niż w 2025 roku (obniżyliśmy nasze estymacje). Marża z 2024 roku (15%) jest naszym zdaniem na razie trudna do powtórzenia i nie zakładamy, że pojawi się w naszym okresie prognozy (zwracamy przy tym uwagę, że zarząd na konferencjach deklaruje, że taki poziom jak najbardziej jest możliwy do uzyskania, co pozostawia pole do pozytywnych zaskoczeń vs nasz model). Przy tym należy mieć na uwadze ryzyko kosztowe – kontrakty spółki mają ekspozycję np. na ceny miedzi/aluminium – spółka stara się je zabezpieczać w momencie pozyskania umowy.
- Zwracamy uwagę, że nie mamy ujętych w prognozie, niegotówkowych potencjalnym kosztów programu motywacyjnego (przy obecnym kursie byłoby to ok 6 mln PLN w skali roku w latach 2026-28).
- W 2026 estymujmy obecnie ok. 524 mln PLN przychodów oraz 27,8 mln PLN zysku netto.
- W 2027 roku istotne znaczenie dla strony przychodowej będzie miał pozyskany w 2025 kontrakt dla PEJ. Spodziewamy się też wtedy poprawy marżowości o ok 1,0 pp. Założenia przychodowe pozostawiamy bez zmian vs poprzednia rekomendacja (765 mln PLN).
- Podwyższamy nasze założenie przychodowe natomiast na kolejne lata (pochodna pozyskania nowych kontraktów w ostatnim czasie + perspektywa dużych przetargów np. w SG czy w obszarze BESS).
- Obecnie zakładamy, że spółka poziom 1,0 mld PLN przychodów osiągnie rok wcześniej (w 2029 roku) niż założono w strategii (w 2030 roku zakładamy przekroczenie 1,1 mld PLN).
- Skorygowana marża EBIT (marża wyniku na sprzedaży) w latach 2023-24 wynosiła >9%. W 2025 roku spadła do 6,6%. W 2026 roku nasz model zakłada podobny poziom. W kolejnych latach zakładamy odbudowę marży do ok. 9%.
- Zakładamy, że cały rok powinien być lepszy pod kątem generacji gotówki niż 2025. Spodziewamy się ok 33 mln PLN gotówki netto na koniec rok.
- Zakładamy, że spółka będzie regularnie wypłacać dywidendę w kolejnych latach (za 2025 rok spółka wypłaciła 2,0 PLN – 70% zysku netto, przyjmujemy 75% zysku netto do 2030 roku i 100% w kolejnych latach).
- CAPEX zakładamy na poziomie nieznacznie przekraczającym amortyzację.
- Jako czynnik ryzyka naszym zdaniem należy brać pod uwagę dynamikę polityczną w Polsce. W 2H'27 roku odbędą się planowo wybory parlamentarne. Przed wyborami należałoby się spodziewać istotnego przyspieszenia procesów przetargowych i inwestycji. Natomiast już same wyniki mogą prowadzić do różnych scenariuszy jak: zmiany we władzach spółek/podmiotów kontrolowanych przez Skarb Państwa, zmiany wektorów inwestycji publicznych.

Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży	**276,8**	**277,2**	**505,6**	**546,9**	**524,8**	**579,7**	**523,9**	**765,0**	**882,9**	**1 010,8**	**1 143,2**	**1 255,9**	**1 349,1**	**1 415,4**	**1 461,3**	**1 492,7**
Sieci	---	---	---	329,0	156,3	301,3	341,9	475,0	558,1	650,9	748,3	832,3	902,3	952,5	987,4	1 011,3
Instalacje	---	---	---	218,9	368,4	278,4	182,0	290,0	324,8	359,9	394,9	423,6	446,8	462,9	474,0	481,4
Zysk brutto ze sprzedaży	**38,7**	**32,5**	**67,5**	**76,1**	**80,6**	**68,9**	**66,7**	**104,8**	**123,9**	**141,8**	**160,2**	**175,7**	**188,4**	**197,1**	**202,9**	**206,6**
Sieci	---	---	---	52,7	22,2	41,6	50,7	71,3	85,4	99,3	113,7	126,1	136,3	143,3	148,1	151,2
Instalacje	---	---	---	23,4	58,5	27,3	16,0	33,5	38,5	42,5	46,4	49,6	52,1	53,7	54,8	55,4
SG&A	23,8	22,6	28,1	25,3	32,0	30,8	31,9	39,6	44,9	50,3	55,8	61,3	65,9	69,1	71,3	72,9
Zysk na sprzedaży	**14,9**	**9,8**	**39,4**	**50,8**	**48,6**	**38,1**	**34,9**	**65,1**	**79,1**	**91,4**	**104,4**	**114,4**	**122,5**	**128,0**	**131,6**	**133,7**
Saldo PPO/PKO	8,3	-0,6	-6,2	-16,6	5,6	2,1	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	**28,6**	**14,8**	**38,1**	**38,7**	**58,6**	**45,3**	**42,0**	**70,7**	**85,2**	**97,6**	**110,7**	**120,8**	**129,0**	**134,5**	**138,1**	**140,3**
EBIT	**23,2**	**9,3**	**33,2**	**34,2**	**54,2**	**40,2**	**36,4**	**65,1**	**79,1**	**91,4**	**104,4**	**114,4**	**122,5**	**128,0**	**131,6**	**133,7**
Saldo finansowe	-1,7	-1,6	-2,8	-2,0	10,0	-3,8	-1,7	-1,9	-1,1	-0,8	-0,6	-0,6	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1
Zysk (strata) brutto	21,6	7,6	30,4	32,3	64,2	36,4	34,7	63,2	77,9	90,6	103,8	113,8	121,7	127,1	130,6	132,7
Zysk (strata) netto	**16,6**	**6,6**	**22,0**	**22,4**	**54,1**	**29,0**	**27,8**	**51,2**	**63,1**	**73,4**	**84,1**	**92,2**	**98,6**	**102,9**	**105,8**	**107,5**
CFO	34,4	1,8	37,5	-3,9	45,8	-0,8	60,1	35,3	66,9	65,0	74,8	84,8	93,4	100,6	105,5	108,8
Dług (gotówka) netto	-10,9	-10,1	-50,5	-27,1	-35,8	0,2	-33,0	-41,4	-64,3	-76,5	-91,3	-87,3	-83,8	-81,2	-79,1	-77,5
Przychody zmiana r/r	**7,0%**	**0,1%**	**82,4%**	**8,2%**	**-4,1%**	**10,5%**	**-9,6%**	**46,0%**	**15,4%**	**14,5%**	**13,1%**	**9,9%**	**7,4%**	**4,9%**	**3,2%**	**2,1%**
Sieci	---	---	---	---	-52,5%	92,7%	13,5%	38,9%	17,5%	16,6%	15,0%	11,2%	8,4%	5,6%	3,7%	2,4%
Instalacje	---	---	---	---	68,3%	-24,4%	-34,6%	59,3%	12,0%	10,8%	9,7%	7,3%	5,5%	3,6%	2,4%	1,6%
Marża brutto ze sprzedaży	**14,0%**	**11,7%**	**13,3%**	**13,9%**	**15,4%**	**11,9%**	**12,7%**	**13,7%**	**14,0%**	**14,0%**	**14,0%**	**14,0%**	**14,0%**	**13,9%**	**13,9%**	**13,8%**
Sieci	---	---	---	16,0%	14,2%	13,8%	14,8%	15,0%	15,3%	15,3%	15,2%	15,2%	15,1%	15,1%	15,0%	15,0%
Instalacje	---	---	---	10,7%	15,9%	9,8%	8,8%	11,6%	11,9%	11,8%	11,8%	11,7%	11,7%	11,6%	11,6%	11,5%
SG&A/przychody	8,6%	8,2%	5,6%	4,6%	6,1%	5,3%	6,1%	5,2%	5,1%	5,0%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Marża na sprzedaży	**5,4%**	**3,5%**	**7,8%**	**9,3%**	**9,3%**	**6,6%**	**6,7%**	**8,5%**	**9,0%**	**9,0%**	**9,1%**	**9,1%**	**9,1%**	**9,0%**	**9,0%**	**9,0%**
Marża EBITDA	**10,3%**	**5,3%**	**7,5%**	**7,1%**	**11,2%**	**7,8%**	**8,0%**	**9,2%**	**9,6%**	**9,7%**	**9,7%**	**9,6%**	**9,6%**	**9,5%**	**9,4%**	**9,4%**
Marża EBIT	**8,4%**	**3,3%**	**6,6%**	**6,3%**	**10,3%**	**6,9%**	**6,9%**	**8,5%**	**9,0%**	**9,0%**	**9,1%**	**9,1%**	**9,1%**	**9,0%**	**9,0%**	**9,0%**
Marża zysku netto	**6,0%**	**2,4%**	**4,3%**	**4,1%**	**10,3%**	**5,0%**	**5,3%**	**6,7%**	**7,2%**	**7,3%**	**7,4%**	**7,3%**	**7,3%**	**7,3%**	**7,2%**	**7,2%**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Aktywa trwałe	**41,6**	**46,0**	**46,9**	**47,5**	**47,5**	**48,1**	**48,4**	**48,6**	**48,7**	**48,8**	**48,8**	**48,9**
Wartości niematerialne i prawne	6,8	6,8	6,9	7,2	7,4	7,6	7,7	7,8	7,8	7,9	7,9	7,9
Rzeczowe aktywa trwałe	19,7	19,6	20,4	20,7	20,5	20,9	21,1	21,3	21,3	21,3	21,4	21,4
Nieruchomości inwestycyjne	4,9	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2
Pozostałe aktywa trwałe	10,2	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4
Aktywa obrotowe	**222,1**	**273,9**	**263,5**	**360,9**	**418,1**	**478,6**	**543,6**	**582,2**	**613,6**	**635,3**	**649,6**	**660,2**
Zapasy	8,5	2,7	2,4	3,6	4,1	4,7	5,3	5,8	6,3	6,6	6,8	6,9
Należności krótkoterminowe	165,1	258,7	216,6	305,7	340,6	389,9	441,0	484,5	520,4	546,0	563,7	575,8
Inwestycje krótkoterminowe	48,5	12,5	44,5	51,7	73,4	84,0	97,3	91,9	86,9	82,8	79,1	77,5
- w tym środki pieniężne	48,5	12,5	44,5	51,7	73,4	84,0	97,3	91,9	86,9	82,8	79,1	77,5
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	**263,7**	**319,9**	**310,5**	**408,4**	**465,6**	**526,7**	**592,0**	**630,8**	**662,3**	**684,1**	**698,5**	**709,1**
Kapitał (fundusz) własny	**134,1**	**138,0**	**145,8**	**176,2**	**200,9**	**227,0**	**256,0**	**264,1**	**270,5**	**274,8**	**277,7**	**279,4**
Kapitał mniejszości	**0,3**	**0,3**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**0,2**
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	**129,3**	**181,6**	**164,4**	**232,1**	**264,5**	**299,5**	**335,8**	**366,5**	**391,6**	**409,1**	**420,6**	**429,5**
Rezerwy na zobowiązania	31,8	36,2	33,0	46,7	53,4	60,6	68,1	74,5	79,8	83,5	86,1	87,9
Zobowiązania długoterminowe	9,4	8,7	8,0	7,3	6,6	5,6	4,6	3,6	2,6	1,6	0,0	0,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	9,4	8,7	8,0	7,3	6,6	5,6	4,6	3,6	2,6	1,6	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	88,0	136,7	123,4	178,1	204,6	233,3	263,1	288,4	309,3	324,0	334,5	341,7
- w tym zobowiązania oprocentowane	3,3	4,0	3,5	3,0	2,5	2,0	1,5	1,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	**263,7**	**319,9**	**310,5**	**408,4**	**465,6**	**526,7**	**592,0**	**630,8**	**662,3**	**684,1**	**698,5**	**709,1**

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody netto ze sprzedaży	524,8	579,7	523,9	765,0	882,9	1 010,8	1 143,2	1 255,9	1 349,1	1 415,4	1 461,3	1 492,7
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	80,6	68,9	66,7	104,8	123,9	141,8	160,2	175,7	188,4	197,1	202,9	206,6
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	32,0	30,8	31,9	39,6	44,9	50,3	55,8	61,3	65,9	69,1	71,3	72,9
Zysk (strata) na sprzedaży	48,6	38,1	34,9	65,1	79,1	91,4	104,4	114,4	122,5	128,0	131,6	133,7
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	5,6	2,1	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	58,6	45,3	42,0	70,7	85,2	97,6	110,7	120,8	129,0	134,5	138,1	140,3
EBIT	54,2	40,2	36,4	65,1	79,1	91,4	104,4	114,4	122,5	128,0	131,6	133,7
Saldo działalności finansowej	10,0	-3,8	-1,7	-1,9	-1,1	-0,8	-0,6	-0,6	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1
Zysk (strata) brutto	64,2	36,4	34,7	63,2	77,9	90,6	103,8	113,8	121,7	127,1	130,6	132,7
Zysk (strata) netto mniejszości	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) netto**	54,1	29,0	27,8	51,2	63,1	73,4	84,1	92,2	98,6	102,9	105,8	107,5

**dla akcjonariuszy jedn. dominującej

CF [mln PLN]	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przepływy z działalności operacyjnej	45,8	-0,8	60,1	35,3	66,9	65,0	74,8	84,8	93,4	100,6	105,5	108,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	0,1	-2,6	-5,8	-4,9	-4,5	-4,7	-4,3	-4,2	-4,3	-4,4	-4,6	-4,7
Przepływy z działalności finansowej	-30,6	-32,7	-22,4	-23,1	-40,6	-49,7	-57,2	-86,1	-94,1	-100,3	-104,6	-105,8
Przepływy pieniężne netto	15,4	-36,0	31,9	7,2	21,7	10,6	13,3	-5,4	-5,0	-4,1	-3,6	-1,6
Środki pieniężne na początek okresu	33,2	48,5	12,5	44,5	51,7	73,4	84,0	97,3	91,9	86,9	82,8	79,1
Środki pieniężne na koniec okresu	48,5	12,5	44,5	51,7	73,4	84,0	97,3	91,9	86,9	82,8	79,1	77,5

Wskaźniki	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody zmiana r/r	-4%	10%	-10%	46%	15%	14%	13%	10%	7%	5%	3%	2%
EBITDA zmiana r/r	52%	-23%	-7%	69%	20%	15%	13%	9%	7%	4%	3%	2%
Zysk netto zmiana r/r	142%	-46%	-4%	84%	23%	16%	15%	10%	7%	4%	3%	2%
Marża brutto na sprzedaży	15,4%	11,9%	12,7%	13,7%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	13,9%	13,9%	13,8%
Marża EBITDA	11,2%	7,8%	8,0%	9,2%	9,6%	9,7%	9,7%	9,6%	9,6%	9,5%	9,4%	9,4%
Marża EBIT	10,3%	6,9%	6,9%	8,5%	9,0%	9,0%	9,1%	9,1%	9,1%	9,0%	9,0%	9,0%
Marża netto	10,3%	5,0%	5,3%	6,7%	7,2%	7,3%	7,4%	7,3%	7,3%	7,3%	7,2%	7,2%
SG&A / przychody	6,1%	5,3%	6,1%	5,2%	5,1%	5,0%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
ROE	40,3%	21,0%	19,1%	29,1%	31,4%	32,3%	32,8%	34,9%	36,4%	37,4%	38,1%	38,5%
ROA	20,5%	9,1%	9,0%	12,5%	13,6%	13,9%	14,2%	14,6%	14,9%	15,0%	15,1%	15,2%
Dług	12,8	12,7	11,5	10,3	9,1	7,6	6,1	4,6	3,1	1,6	0,0	0,0
D / (D+E)	8,7%	8,4%	7,3%	5,5%	4,3%	3,2%	2,3%	1,7%	1,1%	0,6%	0,0%	0,0%
D / E	9,5%	9,2%	7,9%	5,8%	4,5%	3,3%	2,4%	1,7%	1,1%	0,6%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	9,5%	9,2%	7,9%	5,8%	4,5%	3,3%	2,4%	1,7%	1,1%	0,6%	0,0%	0,0%
Dług netto	-35,8	0,2	-33,0	-41,4	-64,3	-76,5	-91,3	-87,3	-83,8	-81,2	-79,1	-77,5
Dług netto / kapitał własny	-0,27	0,00	-0,23	-0,23	-0,32	-0,34	-0,36	-0,33	-0,31	-0,30	-0,29	-0,28
Dług netto / EBITDA	-0,6	0,0	-0,8	-0,6	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6
EV	574,7	610,6	577,5	569,1	546,1	534,0	519,2	523,1	526,6	529,3	531,3	533,0
Dług / EV	2,2%	2,1%	2,0%	1,8%	1,7%	1,4%	1,2%	0,9%	0,6%	0,3%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,2%	0,3%	1,2%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%
CAPEX / Amortyzacja	28,8%	32,2%	116,4%	110,0%	100,9%	108,4%	105,4%	103,6%	101,7%	100,6%	100,8%	100,8%
Zmiana KO / Przychody	-0,4%	6,2%	-5,1%	3,1%	0,3%	1,5%	1,3%	1,0%	0,8%	0,5%	0,4%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	10,0%	65,6%	48,2%	9,9%	2,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
P/E*	11,3	21,1	22,0	11,9	9,7	8,3	7,3	6,6	6,2	5,9	5,8	5,7
P/BV*	4,6	4,4	4,2	3,5	3,0	2,7	2,4	2,3	2,3	2,2	2,2	2,2
EV/EBITDA*	9,8	13,5	13,8	8,0	6,4	5,5	4,7	4,3	4,1	3,9	3,8	3,8
EV/EBIT*	10,6	15,2	15,9	8,7	6,9	5,8	5,0	4,6	4,3	4,1	4,0	4,0
EV/S*	1,1	1,1	1,1	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
DPS	2,50	2,50	2,00	2,09	3,85	4,74	5,52	8,42	9,24	9,88	10,31	10,59
Payout ratio	111,7%	46,2%	68,9%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 61,15 PLN*

WYDZIAŁ ANALIZ i INFORMACJI:

Maciej Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 12
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT

Krzysztof Pado
Zastępca Dyrektora
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 32
e-mail: 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

Jakub Zamorski
Młodszy analityk rynku akcji
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 208 14 39
e-mail: jakub.zamorski@bdm.pl

Krystian Grzegorczyk
Młodszy analityk rynku akcji
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 208 14 35
e-mail: krystian.grzegorczyk@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Tomasz Grzeszczyk
tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.grzeszczyk@bdm.pl

Tomasz Figiel
tel. (022) 62-20-855
e-mail: tomasz.figiel@bdm.pl

Piotr Komorowski
tel. (022) 62-20-851
e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Trzymaj	**58,9**	**Trzymaj**	**53,7**	**05.10.2026***	**12:25 CEST/CET**	**61,15**	**155 132**
Trzymaj	53,7	Trzymaj	54,6	08.06.2026*	16:00 CEST/CET	55,65	133 967
Trzymaj	54,6	Kupuj	46,8	04.05.2026*	17:05 CEST/CET	57,00	128 713
Kupuj	46,8	Trzymaj	52,6	12.12.2025*	12:40 CEST/CET	40,40	113 700
Trzymaj	52,6	Akumuluj	54,3	01.09.2025*	10:35 CEST/CET	52,00	105 652
Akumuluj	54,3	Akumuluj	47,7	08.05.2025*	13:30 CEST/CET	49,70	101 058
Akumuluj	47,7	Akumuluj	36,7	06.03.2025*	12:30 CEST/CET	43,00	92 242
Akumuluj	36,7	Akumuluj	31,0	28.10.2024*	08:15 CEST/CET	33,00	80 756
Akumuluj	31,0	Akumuluj	19,1	20.05.2024*	08:00 CEST/CET	27,85	88 735
Akumuluj	19,1	Kupuj	17,1	04.01.2024*	09:55 CEST/CET	17,48	77 054
Kupuj	17,1	Kupuj	15,8	10.10.2023*	11:20 CEST/CET	14,70	66 149
Kupuj	15,8	Kupuj	13,0	13.06.2023*	08:30 CEST/CET	13,26	66 298
Kupuj	13,0	Akumuluj	8,17	10.05.2023*	09:22 CEST/CET	10,60	63 285
Akumuluj	8,17	Trzymaj	6,79	09.12.2022*	16:00 CEST/CET	7,16	55 651
Trzymaj	6,79	Kupuj	11,0	18.10.2022*	12:00 CEST/CET	6,48	47 309
Kupuj	11,0	Kupuj	10,2	15.06.2022*	07:00 CEST/CET	6,50	53 247
Kupuj	10,2	---	---	23.08.2021*	07:00 CEST/CET	6,54	67 966

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

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).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa (przynajmniej +15%);

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która przekracza bieżącą cenę rynkowa (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 docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, 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 wypadkowa 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.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'26*:			**, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:**	
	liczba	**%**	**liczba**	**%**
Kupuj	0	0%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	1	100%	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 dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

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

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

Data sporządzenia materiału: 2026-10-05

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2026-10-05 (12:25 CEST/CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2026-10-05 (12:25 CEST/CET).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Na dzień 2026-10-05:

•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 jakiejkolwiek 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 jakiejkolwiek 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 świadomym, 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.