



Dom Maklerski BDM S.A.

ELEKTROTIM

RAPORT ANALITYCZNY

Spółka pierwszy raz w tym roku pozytywnie zaskoczyła wynikami (3Q'22). W istotnie większy sposób niż zakładaliśmy kontrybuował w tym okresie kontrakt na budowę bariery elektronicznej na granicy z Białorusią. Spółka zaksięgowała także 4 mln PLN waloryzacji na kontraktach. Outlook zarządu na 4Q'22 na konferencji wynikowej był optymistyczny. Czynniki te wpływają na podniesienie naszych założeń na 2022 rok oraz wzrost wyceny. Jednocześnie spółce nie udało się pozyskać kontraktu na budowę bariery elektronicznej na granicy z Kaliningradem, co stawia większe wyzwania w celu zapewnienia portfela na lata 2023-24. Obecną cenę docelową wyznaczamy na poziomie 8,17 PLN, co implikuje zalecenie Akumuluj.

W 3Q'22 spółce udało się przełamać negatywną serię raportowania rozczarowujących wyników (która rozpoczęła się w 3Q'21). Zdecydowały o tym wysokie przychody, będące konsekwencją większego od naszych oczekiwań ujęcia przychodów z kontraktu na granicy z Białorusią. Elektrotim ujął także w wynikach uzyskanie waloryzacji kontraktów. Poprawę pozycji gotówkowej w 3Q'22 wiążemy głównie z szybszym przyrostem zobowiązań handlowych nad należnościami (4Q'22 może być bardziej wymagający płynnościowo).

Wyniki w 4Q'22 będą zdeterminowane postępowaniem prace i rozpoznawaną rentownością na kontrakcie na barierze na granicy z Białorusią. Kontrakt prawdopodobnie zakończy się w okolicy połowy 1Q'23, ale biorąc pod uwagę prawdopodobnie późny termin raportowania wyników za 4Q'22 (końcówka kwietnia), spółka już w 4Q'22 powinna rozpoznać docelową marżę na kontrakcie (szacujemy, że w 3Q'22 było to ok 10%).

Po 3Q'22 backlog spółki wyniósł 711 mln PLN, bez kontraktu na granicy jest to ok. 500 mln PLN, z czego większość przypada na 2023 rok (szacujemy, że ok 350 mln PLN). Spółce nie udało się pozyskać zlecenia budowę bariery elektronicznej na granicy z Kaliningradem, w co w listopadzie dość mocno wierzyli inwestorzy. W przetargu wybrany został dużo mniejszy Telbud. Na dziś brakuje jeszcze informacji o finalnym podpisaniu umowy.

Podtrzymujemy, że średnim/długim terminie spółka może być beneficjentem wzrostu nakładów na sieci energetyczne oraz obszar wojskowy (referencje i posiadane certyfikaty). Bieżąca kapitalizacja Elektrotimu to 72 mln PLN. Gotówka netto na koniec 3Q'22 wyniosła 27 mln PLN. Jednocześnie spółka w ostatnich latach miała duże problemy z ustabilizowaniem wyników. W okresie 2017-21 trzykrotnie odnotowała stratę netto, a wynik wahał się od -15 do +17 mln PLN (średnia za ostatnie 5 lat: 0 mln PLN, za ostatnie 10 lat: 4 mln PLN). Sprawnej realizacji długoterminowej strategii nie sprzyja także dość rozdrobniona struktura akcjonariatu.

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	258,6	276,8	277,2	514,4	413,4	398,1
EBITDA [mln PLN]	-11,3	28,6	14,8	32,9	21,1	17,2
EBIT [mln PLN]	-16,1	23,2	9,3	27,9	15,6	11,7
Wynik brutto [mln PLN]	-18,1	21,6	7,6	28,4	18,4	15,0
Wynik netto [mln PLN]	-14,5	16,6	6,6	22,6	14,9	12,2
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	21,8	-10,9	-10,1	-1,2	-27,1	-31,7
P/BV	1,3	1,0	0,9	0,7	0,7	0,6
P/E	---	4,3	10,8	3,2	4,8	5,9
EV/EBITDA	---	2,1	4,2	2,1	2,1	2,3
EV/EBIT	---	2,6	6,6	2,5	2,9	3,4

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

AKUMULUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: TRZYMAJ)

WYCENA 8,17 PLN

9 GRUDZIEŃ 2022, 16:00 CEST

Wycena DCF [PLN]	8,29
Wycena porównawcza [PLN]	7,90
Wycena końcowa [PLN]	8,17
Potencjał do wzrostu / spadku	14,1%
Koszt kapitału	14,6%
Cena rynkowa [PLN]	7,16
Kapitalizacja [mln PLN]	71,5
Ilość akcji [mln. szt.]	10,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	8,82
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	5,58
Stopa zwrotu za 3 mc	9,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	20,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	27,0%
Struktura akcjonariatu:	
Krzysztof i Ewa Folta	17,2%
Krzysztof Wieczorkowski	13,2%
Aviva OFE	9,8%
Mirosław Nowakowski	6,1%
NN OFE	5,9%
Pozostali	47,8%

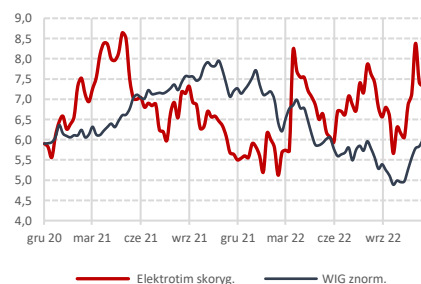
Krzysztof Pado

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	6
WYNIKI ZA OSTATNIE OKRESY	7
PROGNOZY NA 4Q'22 I KOLEJNE OKRESY	9
DANE FINANSOWE	15

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
P/E	---	4,3	10,8	3,2	4,8	5,9	7,2
P/BV	1,3	1,0	0,9	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	---	2,1	4,2	2,1	2,1	2,3	2,4
EV/EBIT	---	2,6	6,6	2,5	2,9	3,4	3,6
EV/S	0,4	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
BVPS	5,3	7,0	7,6	9,9	10,6	11,1	11,2
EPS	-1,5	1,7	0,7	2,3	1,5	1,2	1,0
DPS (w danym roku)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	0,7	0,9
Payout ratio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,5	0,8

Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	258,6	276,8	277,2	514,4	413,4	398,1	408,6
Instalacje	108,2	100,8	142,9	318,1	214,3	190,0	194,8
Sieci	101,3	135,6	99,8	148,0	149,9	157,4	162,1
Automatyka	48,9	40,3	34,5	48,3	49,2	50,7	51,7
Zysk brutto ze sprzedaży	9,1	38,7	32,5	53,7	41,9	38,5	39,3
Instalacje	-8,1	7,6	12,5	32,4	19,0	14,5	14,8
Sieci	8,9	22,5	13,7	15,0	16,2	17,0	17,4
Automatyka	8,3	8,6	6,3	6,3	6,8	7,0	7,1
SG&A	22,3	23,8	22,6	25,0	26,4	26,8	27,5
PPO/PKO	-2,9	8,3	-0,6	-0,8	0,0	0,0	-0,2
EBITDA	-11,3	28,6	14,8	32,9	21,1	17,2	17,2
EBIT	-16,1	23,2	9,3	27,9	15,6	11,7	11,6
Zysk brutto	-18,1	21,6	7,6	28,4	18,4	15,0	12,3
Zysk netto	-14,5	16,6	6,6	22,6	14,9	12,2	10,0
Dług netto	21,8	-10,9	-10,1	-1,2	-27,1	-31,7	-29,8

Wskaźniki	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	-17%	7%	0%	86%	-20%	-4%	3%
EBITDA zmiana r/r	---	---	-48%	123%	-36%	-18%	0%
Zysk netto zmiana r/r	---	---	-60%	242%	-34%	-18%	-18%
Marża brutto na sprzedaży	3,5%	14,0%	11,7%	10,4%	10,1%	9,7%	9,6%
Marża EBITDA	-4,4%	10,3%	5,3%	6,4%	5,1%	4,3%	4,2%
Marża netto	-5,6%	6,0%	2,4%	4,4%	3,6%	3,1%	2,4%
ROE	-	23,9%	8,7%	22,8%	14,1%	11,0%	8,9%
ROA	-9,3%	9,1%	3,6%	8,6%	6,2%	5,1%	4,2%

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	48,7	44,5	39,2	36,2	35,7	35,8	35,9
WNiP	10,2	10,7	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Rzeczowe aktywa trwałe	19,0	21,6	18,8	15,8	15,4	15,5	15,5
Pozostałe aktywa trwałe	19,5	12,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3
Aktywa obrotowe	108,4	138,0	141,7	225,9	204,6	201,5	202,4
Zapasy	2,8	4,3	3,7	6,8	5,4	5,2	5,4
Należności krótkoterminowe	100,7	110,4	119,3	207,2	162,5	156,5	160,6
Środki pieniężne	4,9	23,3	18,7	11,9	36,7	39,8	36,4
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	157,1	182,5	180,8	262,0	240,4	237,4	238,3
Kapitał własny	53,0	69,5	76,2	98,7	106,2	110,9	111,7
Udziały mniejszości	1,5	1,8	1,8	1,6	1,6	1,6	1,6
Zobowiązania i rezerwy	102,7	111,3	102,9	161,7	132,7	124,9	125,0
Rezerwy na zobowiązania	11,2	17,1	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6
Oprocentowane zobowiązania	26,7	12,4	8,6	10,6	9,6	8,1	6,6
Zobowiązania pozostałe	64,7	81,8	80,6	137,5	109,4	103,2	104,7
Pasywa razem	157,1	182,5	180,8	262,0	240,4	237,4	238,3
Dług netto	21,8	-10,9	-10,1	-1,2	-27,1	-31,7	-29,8
Dług netto / Kapitał własny	0,4	-0,2	-0,1	0,0	-0,3	-0,3	-0,3
Dług netto / EBITDA	-1,9	-0,4	-0,7	0,0	-1,3	-1,8	-1,7

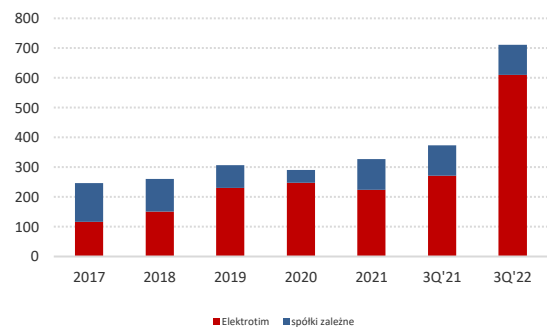
Rachunek przepływu [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
CFO	5,7	34,4	1,8	-6,9	38,1	17,7	12,0
CFI	-2,3	6,6	-0,2	-2,0	-4,8	-5,6	-4,3
CF	-1,6	-22,6	-6,2	2,0	-8,5	-9,0	-11,1
- w tym dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	7,5	7,5	9,1
Przepływy pieniężne netto	1,8	18,4	-4,6	-6,9	24,8	3,1	-3,4
CAPEX / Amortyzacja	6%	14%	20%	40%	92%	101%	101%

ELEKTROTIM

Rekomendacja	Akumuluj	www:	www.elektrotim.pl
Wycena końcowa [PLN]	8,17		
Potencjał	14,1%	daty najbliższych raportów:	
Cena rynkowa [PLN]	7,16	4Q'22:	b.d.
Ilość akcji [mln. szt.]	10,0		
Kapitalizacja [mln PLN]	71,5		

Wyniki Q [mln PLN]	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22
Przychody	77,7	56,7	90,5	52,4	76,5	143,0
Instalacje	36,9	29,5	46,2	21,8	30,4	80,9
Sieci	33,6	20,2	30,4	19,8	33,8	48,9
Automatyka	7,3	7,0	14,0	10,8	12,3	13,1
Zysk brutto ze sprzedaży	11,2	7,0	9,8	0,7	4,8	21,5
Instalacje	3,7	2,0	4,6	-0,9	0,6	13,2
Sieci	6,0	4,2	2,6	0,1	3,2	6,2
Automatyka	1,6	0,8	2,5	1,5	0,9	2,1
SG&A	6,3	5,1	6,0	5,6	6,6	6,1
PPO/PKO	-0,7	0,8	-0,8	0,5	1,2	-2,5
EBITDA	5,5	4,1	4,4	-3,1	0,8	13,9
EBIT	4,1	2,7	3,0	-4,4	-0,6	12,9
Zysk brutto	4,0	2,5	2,2	-4,8	-0,3	13,5
Zysk netto	3,1	1,9	3,1	-5,4	0,7	11,1
Dług netto	4,6	-2,6	-10,1	-4,6	-18,4	-26,6

Wskaźniki	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22
Przychody zmiana r/r	55,6%	-19,6%	-12,7%	0,3%	-1,6%	152,2%
EBITDA zmiana r/r	-33,5%	122,7%	-62,3%	---	-86,2%	239,3%
Zysk netto zmiana r/r	-47,6%	---	-59,7%	---	-77,9%	490,5%
Marża brutto na sprzedaży	14,4%	12,4%	10,8%	1,3%	6,3%	15,1%
Marża EBITDA	7,1%	7,2%	4,9%	-5,9%	1,0%	9,7%
Marża netto	4,0%	3,3%	3,4%	-10,3%	0,9%	7,8%

Portfel zleceń [mln PLN]

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 znaczącej umowy na granicy białoruskiej o wartości 279 mln PLN wynikające z wartości kontraktu i b. napiętych terminów
- ryzyko braku wykwalifikowanych pracowników (istotny spadek zatrudnienia w 2020-2021 po odejściu poprzedniego CEO);
- potencjalna podaż akcji ze strony poprzednich członków Zarządu/RN;
- zatory płatnicze i upadłości w branży budowlanej
- problemy z pozyskaniem finansowania i gwarancji bankowych;
- ryzyko braku pozyskiwania nowych zleceń i wysokiej konkurencji;
- ryzyko problemów i upadłości spółek zależnych

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Elektrotim opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza na bazie krajowych spółek budowlanych powiązanych z branżą instalacyjną i energetyczną, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2023–2025 dała wartość 1 akcji na poziomie 7,90 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2022-2031 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 8,29 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej (brak spółki bliskiej w 100% porównywalności do Elektrotimu). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 8,17 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	8,29
Wycena metodą porównawczą, w tym:	30%	7,90
Wycena 1 akcji Elektrotim [PLN]		8,17

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (6,5%), premii za ryzyko rynkowe (6,5%) oraz współczynnika beta = 1,0.

Główne założenia modelu:

- W 2022 roku spodziewamy się skonsolidowanych przychodów grupy na poziomie 510-520 mln PLN (korekta w górę w stosunku do poprzedniego modelu wynika głównie z większego ujęcia przerobu na kontrakcie na granicy z Białorusią w 2022, a mniejszego w 2023).
- W 2023 roku zakładamy obecnie spadek przychodów r/r (1Q'23 będzie jeszcze relatywnie mocny na bazie kontraktu na granicy, ale zbuduje on bardzo wysoką bazę wynikową na 2H'23). W kolejnych latach zakładamy ustabilizowanie się sprzedaży w okolicy 400-450 mln PLN.
- Spółka posiada dość istotny udział materiałów i energii oraz wynagrodzeń w strukturze kosztowej (struktura bardziej typowa dla podwykonawcy lub małego wykonawcy niż typowego generalnego wykonawcy). Marża brutto ze sprzedaży w latach 2012-21 (ostatnie 10 lat) wahała się w przedziale 3,5%-14,4%. Dodatkowo była bardzo zróżnicowana ze względu na segmenty (zwykle najwyższe marże w automatyce a najniższe w instalacjach).
- W 1-3Q'22 marża wyniosła blisko 10% vs 12-13% w analogicznych okresach w ostatnich 2 latach (sezonowo marża jest zwykle wyższa w 2H). Zakładamy, że rentowność brutto ze sprzedaży w całym 2022 roku wyniesie nieco ponad 10% i na podobnych poziomach (9-10%) utrzyma się w kolejnych latach. Zwracamy przy tym uwagę, że w przypadku spółek budowlanych/installacyjnych im wyższe przychody tym trudniej generalnie utrzymywać wysokie marże (konieczność wyjścia poza nisze, wyższe ryzyka na większych kontraktach).
- Przyjmujemy CAPEX w horyzoncie szczegółowej prognozy na poziomie zbliżonym do amortyzacji.
- Efektywną stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 19,0% w długim terminie.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1,0%.
- Dług netto przyjęto na poziomie z końca 2021 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy liczbę akcji na poziomie 9,98 mln sztuk.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 82,7 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 8,29 PLN.

Model DCF

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	514,4	413,4	398,1	408,6	417,9	427,4	437,1	445,3	452,8	459,4
EBIT [mln PLN]	27,9	15,6	11,7	11,6	11,7	11,8	11,9	11,8	11,8	11,6
Stopa podatkowa	21,2%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	5,9	3,0	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,2	2,2	2,2
NOPLAT [mln PLN]	22,0	12,6	9,5	9,4	9,5	9,5	9,6	9,6	9,5	9,4
Amortyzacja [mln PLN]	5,0	5,5	5,6	5,6	5,6	5,7	5,7	5,8	5,8	5,8
CAPEX [mln PLN]	-2,0	-5,1	-5,6	-5,7	-5,7	-5,8	-5,8	-5,8	-5,9	-5,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-36,6	19,0	0,1	-2,8	-1,5	-1,5	-1,6	-1,3	-1,2	-1,1
FCF [mln PLN]	-11,6	32,0	9,5	6,5	7,9	7,9	8,0	8,2	8,2	8,3
DFCF [mln PLN]	-11,5	28,2	7,4	4,5	4,8	4,3	3,8	3,5	3,1	2,8
Suma DFCF [mln PLN]	51,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	70,3									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	23,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]	74,4									
Dług netto 2021 [mln PLN]	-10,1									
Udział mniejszości [mln PLN]	1,8									
Wartość kapitału [mln PLN]	82,7									
Ilość akcji [mln szt.]	10,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	8,29									

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

Przychody zmiana r/r	85,6%	-19,6%	-3,7%	2,6%	2,3%	2,3%	2,3%	1,9%	1,7%	1,5%
EBIT zmiana r/r	201,6%	-44,3%	-24,9%	-0,6%	0,7%	0,7%	0,7%	-0,3%	-0,6%	-0,9%
FCF zmiana r/r	---	---	-70,3%	-31,3%	20,9%	0,4%	0,3%	2,7%	0,8%	0,5%
Marża EBITDA	6,4%	5,1%	4,3%	4,2%	4,1%	4,1%	4,0%	3,9%	3,9%	3,8%
Marża EBIT	5,4%	3,8%	2,9%	2,8%	2,8%	2,8%	2,7%	2,7%	2,6%	2,5%
Marża NOPLAT	4,3%	3,0%	2,4%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%
CAPEX / Przychody	0,4%	1,2%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
CAPEX / Amortyzacja	40,1%	92,1%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%
Zmiana KO / Przychody	7,1%	-4,6%	0,0%	0,7%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	15,4%	18,8%	0,8%	26,6%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Premia za ryzyko	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Udział kapitału własnego	95,9%	96,0%	96,6%	97,2%	97,9%	98,5%	99,1%	99,8%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,3%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Udział kapitału obcego	4,1%	4,0%	3,4%	2,8%	2,1%	1,5%	0,9%	0,2%	0,0%	0,0%
WACC	12,7%	12,7%	12,8%	12,8%	12,9%	12,9%	12,9%	13,0%	13,0%	13,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			Beta					
	0,00%	1,00%	2,00%	0,00%	1,00%	2,00%	0,9	1,0	1,1			
beta	0,8	8,81	9,09	9,42	5,5%	8,63	8,89	9,20	5,5%	8,27	8,89	8,55
	0,9	8,43	8,67	8,95	6,0%	8,35	8,57	8,85	6,0%	8,95	8,57	8,23
	1,0	8,09	8,29	8,53	6,5%	8,09	8,29	8,53	6,5%	8,67	8,29	7,95
	1,1	7,77	7,95	8,15	7,0%	7,84	8,02	8,23	7,0%	8,40	8,02	7,68
	1,2	7,49	7,64	7,81	7,5%	7,62	7,78	7,97	7,5%	8,15	7,78	7,44

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

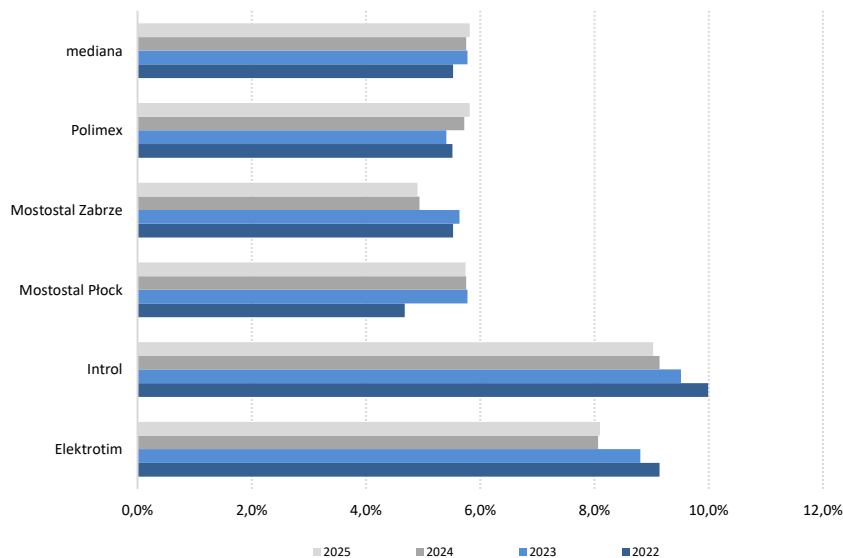
Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych operujących w segmencie instalacyjnym i energetycznym. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 30% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (33% wagi dla poszczególnych lat 2023-25). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie czyli 7,90 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Introl	4,2	4,5	4,5	2,9	2,8	2,6
Mostostal Płock	8,2	8,0	7,9	2,3	2,0	1,7
Mostostal Zabrze	4,3	6,2	6,2	1,7	1,8	1,7
Polimex	10,7	11,0	10,7	4,1	3,5	2,9
Mediana	6,3	7,1	7,0	2,6	2,4	2,2
Elektrotim	4,8	5,9	7,2	2,1	2,3	2,4
Premia/dyskonto do spółki	-23,9%	-17,2%	1,7%	-19,4%	-4,5%	11,7%
Wycena wg wskaźnika	9,41	8,65	7,04	8,23	7,35	6,72
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		8,37			7,43	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	7,90					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

Porównanie rentowność EBITDA



Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

WYNIKI ZA OSTATNIE OKRESY

Wyniki za 3Q'2022 [mln PLN]

	3Q'21	3Q'22	zmiana r/r	3Q'22P BDM	odchyl.	1-3Q'21	1-3Q'22	zmiana r/r
Przychody	56,7	143,0	152,2%	93,7	52,6%	186,6	271,9	45,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	7,0	21,5	206,1%	10,6	103,0%	22,7	27,0	19,1%
Zysk na sprzedaży	1,9	15,4	699,8%	4,2	267,1%	6,0	8,7	45,3%
PPO/PKO	0,8	-2,5	---	0,0	---	0,2	-0,8	---
EBITDA	4,1	13,9	239,3%	5,6	147,3%	10,3	11,5	11,9%
EBIT	2,7	12,9	372,8%	4,2	207,6%	6,2	7,9	27,4%
Zysk brutto	2,5	13,5	443,0%	4,6	192,8%	5,4	8,4	54,9%
Zysk netto	1,9	11,1	490,5%	3,8	191,7%	3,5	6,4	82,7%
Marża brutto ze sprzedaży	12,4%	15,1%		11,3%		12,1%	9,9%	
Marża EBITDA	7,2%	9,7%		6,0%		5,5%	4,2%	
Marża EBIT	4,8%	9,0%		4,5%		3,3%	2,9%	
Marża zysku netto	3,3%	7,8%		4,1%		1,9%	2,3%	

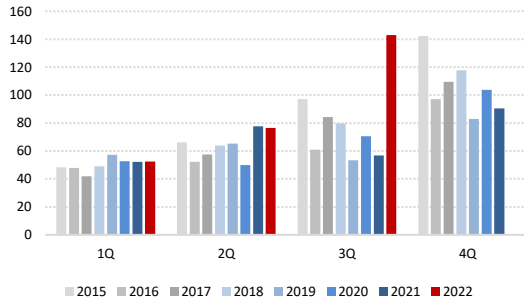
Źródło: BDM S.A., spółka

- Przychody w 3Q'22 wyniosły 143,0 mln PLN (+152% r/r) i były istotnie powyżej naszych oczekiwań.
- Segment Instalacje na poziomie jednostkowym (tu ujmowany jest kontrakt na granicy z Białorusią) miał 74 mln PLN przychodów (vs 24 mln PLN w 2Q'22). W naszym prognozach zakładaliśmy 30 mln PLN przychodów z kontraktu na granicy w 3Q'22 - oceniamy, że mogło być ich 2x więcej. Wartość taką potwierdził także zarząd na konferencji wynikowej.
- Rentowność brutto ze sprzedaży (15,1%) była wyraźnie wyższa r/r i powyżej naszych założeń. Spółka podała jednocześnie, że proces waloryzacji umów (na poziomie jednostkowym), przyniósł indeksację wartości projektów pozyskanych w latach 2021 i wcześniej o kwotę około 5 mln PLN (z tego 4 mln PLN ujęto w wynikach, a 1 mln PLN dotyczy przyszłych przychodów). Bez tego zdarzenia szacujemy, że rentowność brutto ze sprzedaży wyniosła 12% (blisko naszych założeń). Na telekonferencji wynikowej zarząd podał, że waloryzacja została ujęta w segmencie Instalacji i prowadzone są jeszcze nadal rozmowy o waloryzacji kontraktów segmentu Sieci (spółki dystrybucji energii).
- Koszty SG&A były 20% wyższe r/r.
- Wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej był negatywny w 3Q'22 (-2,5 mln PLN) – głównie z tytułu odpisu na zapasy (związane z modyfikacją zakresu kontraktu na granicy z Białorusią – aneks z sierpnia).
- EBITDA w 3Q'22 wyniosła 13,9 mln PLN (vs 4,1 mln PLN rok temu). Wynik zdecydowanie lepszy od naszych założeń (spodziewaliśmy się 5,6 mln PLN, ale nie zakładaliśmy 4 mln PLN z tytułu waloryzacji kontraktów).
- Saldo finansowe z lekko dodatnim wpływem na poziomie +0,6 mln PLN.
- Zysk netto w 3Q'22 ukształtował się na poziomie 11,1 mln PLN (efektywna stopa podatku na poziomie 17%).
- Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły +10,5 mln PLN w 3Q'22 – oparte były głównie o szybszy przyrost zobowiązań handlowych vs należności. Zaliczki na dostawy na poziomie 34,6 mln PLN (tak jak po 2Q'22).
- Na koniec okresu spółka miała 27 mln PLN gotówki netto.
- Backlog po 3Q'22 wynosił 711 mln PLN (vs 648 mln PLN po 2Q'22). Z tego 610 mln PLN przypadało na jednostkę dominującą a 101 mln PLN na spółki zależne. Szacujemy, że jeszcze ok 190-200 mln PLN w backlogu stanowi kontrakt na granicy z Białorusią (powinien być rozpoznany w dużej mierze w 4Q'22 ze względu na planowane zakończenie prac budowlanych na przełomie roku, na 1Q'23 przewidziane jest głównie strojenie systemu).

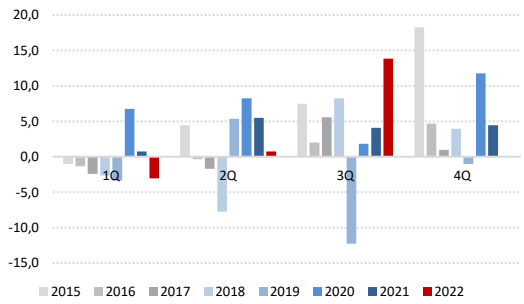
Podsumowując wyniki spółki za 3Q'22 były zdecydowanie powyżej naszych założeń. Zdecydowały o tym wysokie przychody, będące konsekwencją większego od naszych oczekiwań ujęcia przychodów z kontraktu na granicy z Białorusią w kwartale. Spółka ujęła także w wynikach uzyskanie waloryzacji kontraktów (nie ujmowaliśmy tego w prognozach). Poprawę pozycji gotówkowej w 3Q'22 wiążemy głównie z szybszym przyrostem zobowiązań handlowych nad należnościami (4Q'22 może być bardziej wymagający płynnościowo m.in. ze względu na fazę zaawansowania kontraktu na granicy).

Wyniki w 4Q'22 także będą zdeterminowane postępowaniem prace i rozpoznawaną rentownością na kontrakcie na barierze na granicy z Białorusią (kontrakt prawdopodobnie zakończy się w 1Q'23).

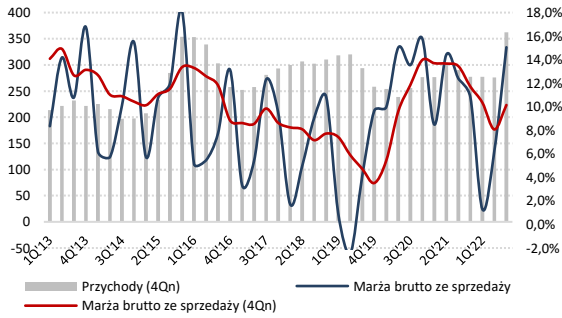
Przychody [mln PLN]



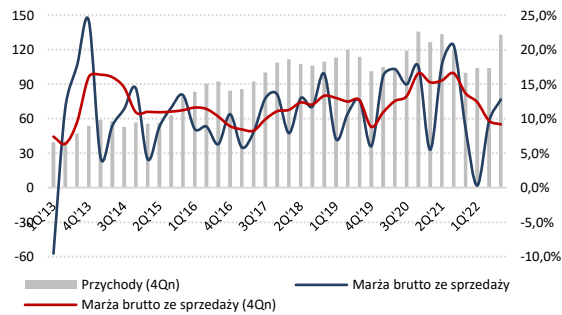
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka
EBITDA [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka
Przychody oraz marża brutto ze sprzedaży (narastająco 4Q)

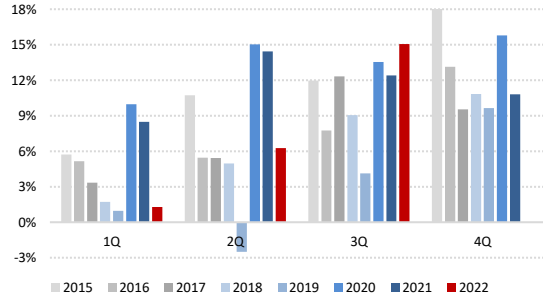


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka
Segment Sieci: przychody oraz marża brutto ze sprzedaży (narastająco 4Q)

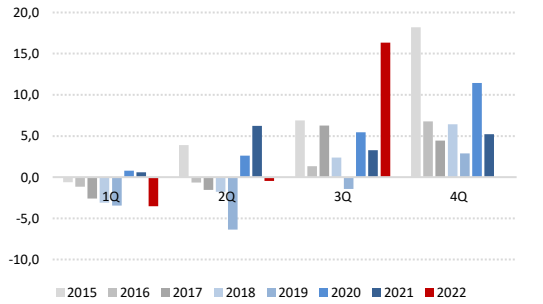


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

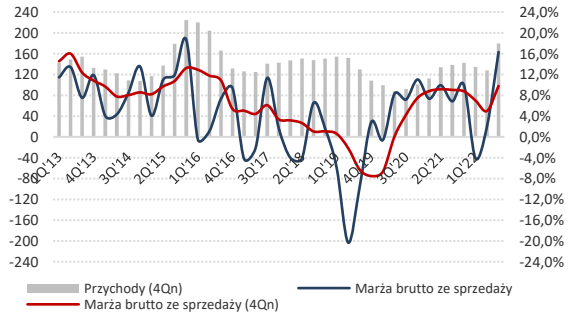
Marża brutto ze sprzedaży



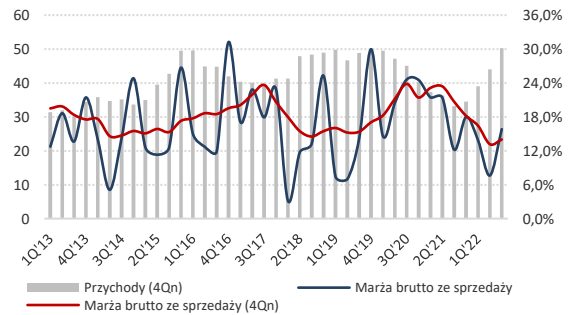
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka
EBITDA skoryg. [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka
Segment Instalacje: przychody oraz marża brutto ze sprzedaży (narastająco 4Q)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka
Segment Automatyka: przychody oraz marża brutto ze sprzedaży (narastająco 4Q)

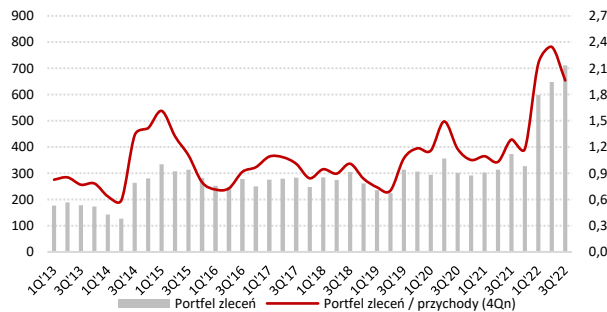


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZY NA 4Q'22 I KOLEJNE OKRESY

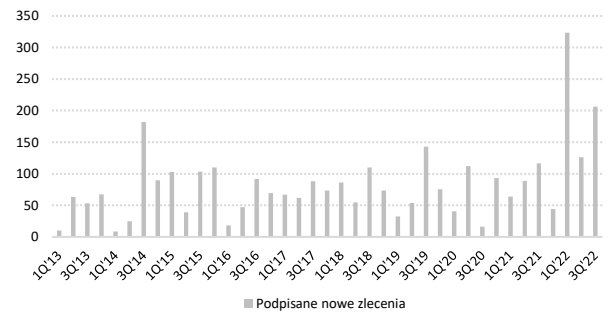
Portfel zleceń spółki

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

Wartość portfela zleceń grupy Elektrotim po 3Q'22 wynosiła 711 mln PLN, co jest rekordową wartością w historii. Backlog wzrósł o ok 60 mln PLN q/q i blisko 2x w stosunku do 3Q'21. Po 4Q'22 portfel może wyraźniej spaść, biorąc pod uwagę, że powinien być to rekordowy przychodowo kwartał w historii spółki (prognozowany przerób na poziomie ponad 1/3 portfela) a z komunikowanych kontraktów podpisano na razie tylko jeden za 30 mln PLN.

Istotne kontrakty podpisane od początku 2017 roku

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]	Koniec
2022				
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 „Małopolce” wraz z linią zasilającą	23	2023-10
2022-07-27	PGE Dystrybucja	Modernizacja rozdzielni 110kV GPZ Boryszew	9	2023-07
2022-07-15	Budimex	Wykonaniu instalacji i sieci branży elektrycznej i teletechnicznej w ramach zadań inwestycyjnych dla wojska	23	2024-12
2022-07-11	Kąty Wrocławskie	Rewitalizacja rynku w Kątach Wrocławskich	16	2023-12
2022-03-24	Podlaski Oddział SG	Zaprojektowanie i wybudowanie bariery elektronicznej na granicy polsko-białoruskiej (202 km)	279	2023-01*
2021				
2021-08-25	SK	Budowa linii kablowej 110kV oraz stacji GPO dla zakładu produkcji separatorów baterii litowo-jonowych w Dąbrowie G.	25	2023-02
2021-05-06	E&W	Wybudowanie GPO Żółkiewka 110 kV (GPZ).	8	2022-04
2021-04-30	PGE GIEK	Połączenie EC Pomorzany z polami nowej rozdzielni 110 kV Pomorzany	10	2022-10
2021-03-12	Enea	Modernizacja stacji WN/SN Pyrzyce	12	2022-01
2020				
2020-07-29	Enea Operator (Szczecin)	Modernizacja stacji 110/SN kV Reclaw, Gryfice i Gumieńce	27	2022-07
2019				
2019-12-19	Bieszczadzki oddział SG	Rozbudowa systemów ochrony technicznej granicy zewnętrznej UE w zakresie urzędzeń nadzoru	18	2021-09
2019-12-13	PSE	ZKO Poznań etap II	16	2023-12
2019-12-04	PSE	ZKO Bydgoszcz	13	2023-12
2019-11-14	Tauron Dystrybucja	Rozbudowa infrastruktury technicznej Systemu Łączności Dyspozytorskiej	11	2020-11
2019-09-12	Enea Operator	Przebudowa stacji elektroenergetycznej 110/15kV GPZ Żelechowo – etap I – Przebudowa rozdzielni 15kV	11	---
2019-09-11	Tauron Dystrybucja	Budowa stacji 110/20 kV Jawor Strefa	22	2021-05
2019-08-16	Tauron Dystrybucja	Rozbudowa infrastruktury technicznej Systemu Łączności Dyspozytorskiej	10	2020-11
2019-08-12	Tauron Dystrybucja	Rozbudowa infrastruktury technicznej Systemu Łączności Dyspozytorskiej	9	2020-11
2019-08-08	Tauron Dystrybucja	Rozbudowa infrastruktury technicznej Systemu Łączności Dyspozytorskiej	13	2020-11
2019-08-07	SK	Budowa linii kablowej 110kV oraz stacji GPO dla zakładu produkcji separatorów do akumulatorów w Dąbrowie G.	23	2020-12
2018				
2018-07-31	PGK w Wiszni Małej	Budowa sieci kanalizacji sanitarnej wraz z przepompowniami ścieków w miejscowości Psary gmina Wisznia Mała	20	2019-10
2017				
2017-08-18	Nestle Polska	Przebudowa wewnętrznych instalacji dla zakładu produkcyjnego - II etap	7	---
2017-05-08	Nestle Polska	Przebudowa wewnętrznych instalacji dla zakładu produkcyjnego - I etap	5	2017-05
2017-04-10	12. TOL w Warszawie	Modernizacja drogi startowej wraz z przebudową urządzeń pomocniczych na lotnisku Łask	21	2018-04
2017-03-07	Lokum Deweloper	Skablowanie trzech dwutorowych linii napowietrznych 110kV przy ul. Gnieźnieńskiej we Wrocławiu	12	2018-01

Źródło: BDM S.A., spółka, *120 dni od zakończenia robót budowlanych (wrzesień 2022)

Kluczowy kontrakt na granicy z Białorusią

Kluczowy kontrakt to obecnie pozyskana w marcu'22 umowa na zaprojektowanie i wybudowanie bariery elektronicznej na granicy polsko-białoruskiej (202 km) o wartości 279 mln PLN (pierwotnie 270 mln PLN, wartość wzrosła po aneksie z września). Bariera elektroniczna to m.in. kamery, czujniki ruchu, kable detekcyjne, transmisyjne i zasilające oraz centrum nadzoru. Na stronie gov.pl dostępna jest szeroka wersja umowy (oraz aneks z sierpnia).

W 2Q'22 na kontrakcie toczyły się przede wszystkim prace projektowe (spółka miała 60 dni na sporządzenia projektu, który wyceniono na 5% umowy, czyli 13,5 mln PLN). Pierwotnie prace na barierze fizycznej miały zakończyć się z końcem lipca (150 dni od podpisania umów przez Budimex i Unibep, które nastąpiło na początku stycznia), ale formalnie zostały ukończone, jak wynika z oświadczenia przedstawiciela rządu, z końcem września ([link](#)). Według pierwotnej wersji bariera elektroniczna miała zostać ukończona w ciągu 90 dni po ukończeniu bariery fizycznej (60 dni na budowę + 30 dni na kalibrację), ale aneks z połowy sierpnia wydłużył czas prac Elektrotimu na 120 dni (90 dni na budowę). Jeżeli liczyć więc od końca września to prace zakończą się według harmonogramu z końcem stycznia'23 (nie wykluczamy, że ostatecznie potrwają dłużej, biorąc pod uwagę, że sam proces jest bardziej skomplikowany niż budowa bariery fizycznej).

Według informacji przekazywanych przez Straż Graniczną prace fizyczne na barierze elektronicznej toczą się od czerwca (część odcinków bariery fizycznej wtedy już odebrana). Pierwsze dwa odcinki perymetrii (21 + 16 km) zostały odebrane w drugiej połowie listopada, natomiast kolejne dwa (w sumie 35 km) miały być uruchomione na początku grudnia ([link1](#), [link2](#)). Terminy te są nieco późniejsze niż wcześniej sygnalizowano (według wersji z końca sierpnia, a więc już po aneksie, na przełomie września/października miały być uruchamiane pierwsze kilometry bariery ([link](#)); natomiast na początku października podano, że „pierwsze kilometry mają być uruchomione prawdopodobnie w październiku” ([link](#))).

Perymetria na granicy z Kaliningradem

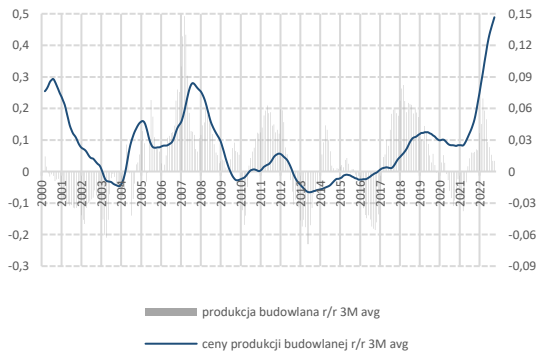
Z [informacji](#) przekazywanych przez stronę rządową wynika, że wybrano w połowie listopada wykonawcę bariery elektronicznej na granicy z Kaliningradem. Umowę za 350 mln PLN brutto (za ok 200 km) ma realizować spółka [Telbud](#) (37 mln PLN przychodów za 2021 wg danych z KRS), przy czym nie pojawiły się dotychczas informacje, że umowę finalnie podpisano.

Biorąc pod uwagę doświadczenie z realizacji perymetrii na granicy z Ukrainą i Białorusią, Elektrotim był głównym faworytem do wygrania postępowanie. Zwracamy jednocześnie uwagę, że spółka być może nie chciała ofertować zbyt agresywnie. W przeliczeniu PLN/1 km netto oferta na granicy z Kaliningradem jest bardzo zbliżona, jednak należy brać pod uwagę, że odcinek białoruski ma prawdopodobnie dużo lepiej przygotowaną infrastrukturę pod instalację perymetrii – wykonano tu np. całą infrastrukturę logistyczną przy budowie zapory fizycznej. Także płynnościowo realizacji obu ząębających się zleceń mogłaby być dość wymagająca dla spółki w przypadku, gdyby prace na granicy z Białorusią miały się przeciągnąć.

Strona kosztowa - aktualna sytuacja

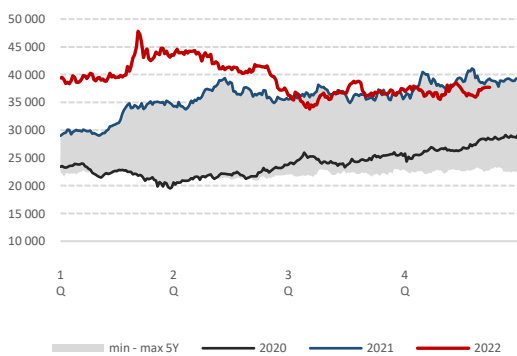
Największą pozycję w strukturze kosztów spółki stanowią koszty zużycia materiałów i energii (43% w 2021). Spółka w sprawozdaniu wskazuje na ekspozycję na miedź, aluminium i stal. Głównymi dostawcami dla spółki są hurtownie elektrotechniczne (Elektro-Invest i TIM) oraz producenci jak Siemens i Schneider. Kolejne pozycje kosztowe to usługi obce na poziomie 30% (głównie podwykonawcy) oraz wynagrodzenia z 23% udziałem (spółka w 2021 zatrudniała 454 osoby).

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



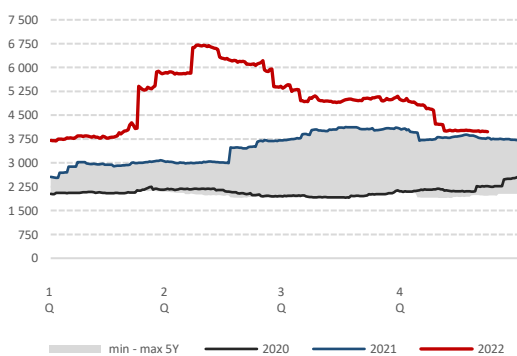
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Cena miedzi [PLN/t]



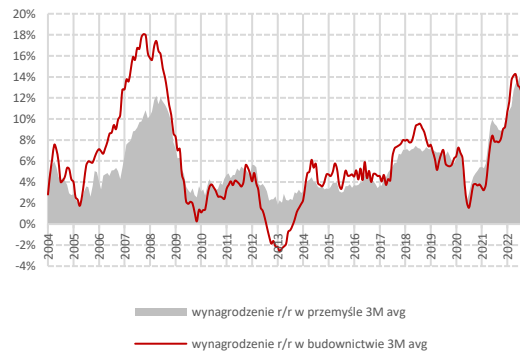
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena stali – Europa [PLN/t]



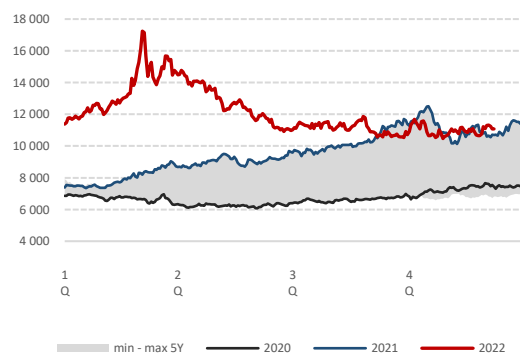
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce



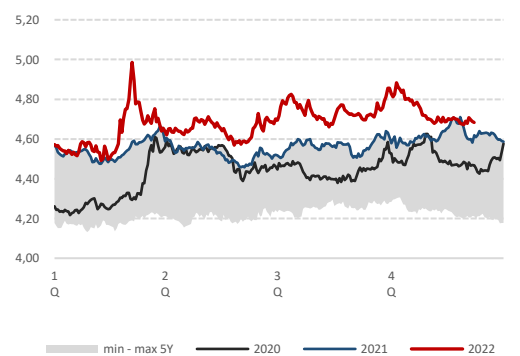
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Cena aluminium [PLN/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EUR/PLN



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Prognozy wyników kwartalne i roczne
Prognozy wyników kwartalnych [mln PLN]

	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22P	1Q'23P	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P
Przychody ze sprzedaży	52,6	49,9	70,6	103,7	52,2	77,7	56,7	90,5	52,4	76,5	143,0	242,5	98,1	99,7	108,4	107,2
Instalacje	18,6	15,2	25,4	41,7	30,3	36,9	29,5	46,2	21,8	30,4	80,9	185,0	64,3	50,0	50,0	50,0
Sieci	24,8	26,5	35,1	49,3	15,7	33,6	20,2	30,4	19,8	33,8	48,9	45,5	22,8	37,1	45,0	45,0
Automatyka	9,3	8,3	10,1	12,6	6,3	7,3	7,0	14,0	10,8	12,3	13,1	12,0	11,0	12,6	13,4	12,2
Zysk brutto ze sprzedaży	5,3	7,5	9,6	16,4	4,4	11,2	7,0	9,8	0,7	4,8	21,5	26,7	8,2	9,3	12,5	11,9
Instalacje	-0,1	1,3	1,8	4,6	2,2	3,7	2,0	4,6	-0,9	0,6	13,2	19,4	5,4	3,4	5,1	5,2
Sieci	4,0	4,6	5,2	8,7	0,9	6,0	4,2	2,6	0,1	3,2	6,2	5,5	1,4	4,5	5,4	5,0
Automatyka	1,4	1,7	2,5	3,1	1,4	1,6	0,8	2,5	1,5	0,9	2,1	1,8	1,4	1,5	2,0	1,8
SG&A	5,7	6,3	5,6	6,3	5,2	6,3	5,1	6,0	5,6	6,6	6,1	6,7	6,1	6,9	6,3	7,0
Zysk na sprzedaży	-0,4	1,3	4,0	10,1	-0,8	4,9	1,9	3,8	-4,9	-1,8	15,4	20,0	2,1	2,4	6,1	4,9
Saldo PPO/PKO	5,9	2,4	-0,4	0,3	0,2	-0,7	0,8	-0,8	0,5	1,2	-2,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	6,7	8,3	1,8	11,8	0,7	5,5	4,1	4,4	-3,1	0,8	13,9	21,4	3,5	3,8	7,5	6,3
EBIT	5,5	6,9	0,4	10,4	-0,6	4,1	2,7	3,0	-4,4	-0,6	12,9	20,0	2,1	2,4	6,1	4,9
Saldo finansowe	-0,2	-0,2	-0,5	-0,7	-0,4	-0,2	-0,3	-0,9	-0,3	0,3	0,6	0,0	0,2	0,9	0,9	0,9
Zysk (strata) brutto	5,4	6,7	-0,2	9,7	-1,0	4,0	2,5	2,2	-4,8	-0,3	13,5	20,0	2,3	3,3	7,0	5,8
Zysk (strata) netto	4,2	5,9	-1,3	7,7	-1,5	3,1	1,9	3,1	-5,4	0,7	11,1	16,2	1,9	2,7	5,7	4,7
CFO	11,0	22,9	-16,8	-17,2	-6,7	21,5	-21,2	6,4	-2,4	11,8	10,5	-26,8	20,0	10,0	-7,5	15,6
Dług (gotówka) netto	10,1	-10,5	5,5	-10,9	-3,9	4,6	-2,6	-10,1	-4,6	-18,4	-26,6	-1,2	-19,9	-28,5	-19,6	-27,1
Przychody zmiana r/r	-7,9%	-23,5%	32,3%	25,2%	-0,8%	55,6%	-19,6%	-12,7%	0,3%	-1,6%	152,2%	167,9%	87,3%	30,3%	-24,2%	-55,8%
Instalacje	-31,9%	-43,2%	18,6%	27,2%	63,2%	142,5%	16,3%	10,8%	-28,1%	-17,5%	174,1%	300,4%	195,4%	64,4%	-38,2%	-73,0%
Sieci	17,2%	-4,6%	77,8%	51,1%	-36,8%	26,8%	-42,4%	-38,4%	26,3%	0,5%	142,2%	50,0%	15,0%	10,0%	-8,0%	-1,2%
Automatyka	7,9%	-22,6%	-17,1%	-27,2%	-32,4%	-12,0%	-31,0%	10,4%	71,9%	69,6%	88,3%	-14,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Marża brutto ze sprzedaży	10,0%	15,0%	13,5%	15,8%	8,5%	14,4%	12,4%	10,8%	1,3%	6,3%	15,1%	11,0%	8,3%	9,4%	11,5%	11,1%
Instalacje	-0,6%	8,3%	7,2%	11,0%	7,3%	9,9%	6,8%	10,0%	-4,1%	2,0%	16,3%	10,5%	8,4%	6,7%	10,1%	10,3%
Sieci	16,2%	17,2%	15,0%	17,6%	5,5%	17,9%	20,6%	8,7%	0,3%	9,6%	12,8%	12,0%	6,0%	12,0%	12,0%	11,0%
Automatyka	14,6%	20,4%	24,6%	24,5%	21,5%	21,4%	12,2%	18,0%	13,9%	7,6%	15,8%	15,0%	13,0%	12,0%	15,0%	15,0%
SG&A/przychody	10,7%	12,5%	7,9%	6,1%	10,0%	8,2%	9,0%	6,6%	10,6%	8,6%	4,3%	2,8%	6,2%	7,0%	5,9%	6,5%
Marża na sprzedaży	-0,8%	2,5%	5,7%	9,7%	-1,5%	6,3%	3,4%	4,2%	-9,3%	-2,4%	10,8%	8,2%	2,1%	2,4%	5,6%	4,6%
Marża EBITDA	12,8%	16,5%	2,6%	11,3%	1,4%	7,1%	7,2%	4,9%	-5,9%	1,0%	9,7%	8,8%	3,6%	3,8%	6,9%	5,9%
Marża EBIT	10,5%	13,8%	0,6%	10,0%	-1,2%	5,3%	4,8%	3,3%	-8,4%	-0,8%	9,0%	8,2%	2,1%	2,4%	5,6%	4,6%
Marża zysku netto	8,0%	11,8%	-1,8%	7,5%	-2,9%	4,0%	3,3%	3,4%	-10,3%	0,9%	7,8%	6,7%	1,9%	2,7%	5,2%	4,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognoza wyników na 4Q'22 [mln PLN]

	4Q'21	4Q'22P	zmiana r/r	2021	2022P	zmiana r/r	2023P	zmiana r/r
Przychody	90,5	242,5	167,9%	277,2	514,4	85,6%	413,4	-19,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	9,8	26,7	173,0%	32,5	53,7	65,4%	41,9	-21,9%
Zysk na sprzedaży	3,8	20,0	422,5%	9,8	28,7	192,1%	15,6	-45,8%
PPO/PKO	-0,8	0,0	---	-0,6	-0,8	---	0,0	-100,0%
EBITDA	4,4	21,4	381,4%	14,8	32,9	123,0%	21,1	-35,9%
EBIT	3,0	20,0	559,8%	9,3	27,9	201,6%	15,6	-44,3%
Zysk brutto	2,2	20,0	820,0%	7,6	28,4	273,3%	18,4	-35,2%
Zysk netto	3,1	16,2	420,2%	6,6	22,6	242,0%	14,9	-33,8%
Marża brutto ze sprzedaży	10,8%	11,0%		11,7%	10,4%		10,1%	
Marża EBITDA	4,9%	8,8%		5,3%	6,4%		5,1%	
Marża EBIT	3,3%	8,2%		3,3%	5,4%		3,8%	
Marża zysku netto	3,4%	6,7%		2,4%	4,4%		3,6%	

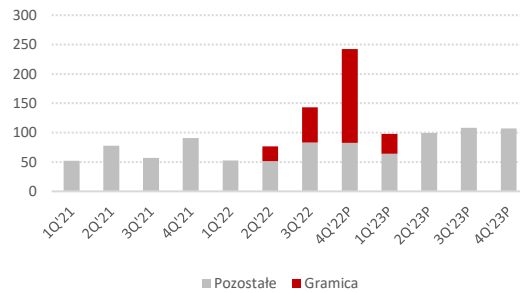
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zakładamy, że przychody w 4Q'22 będą istotnie wyższe r/r i q/q. Do wyników w bardzo istotnym stopniu powinien kontrybuować już kontrakt na granicy z Białorusią, ze względu na kumulację zaangażowania w prace fizyczne oraz realizowane już odbiory (przyjmujemy 160 mln PLN z tego tytułu).

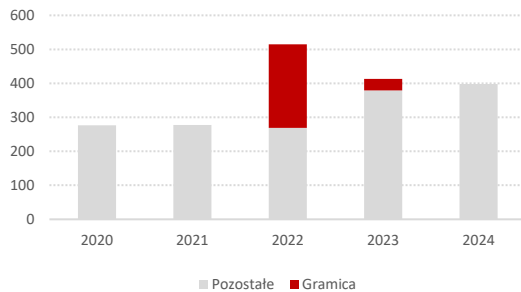
Wartość etapów kontraktu na granicy z Białorusią [mln PLN netto]

	mln PLN
projekt	14
realizacja projektu	164
Centrum nadzoru	1
przyłącza elektroenerg.	14
przyłącza telco.	14
uruchomienie	56
integracja	14
dokumentacja	3
suma	279

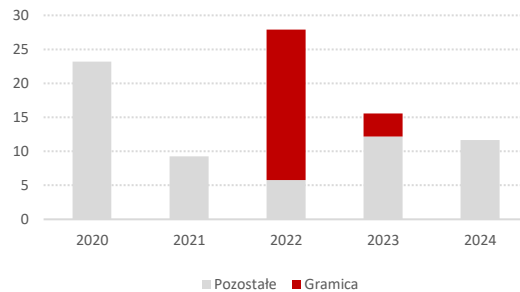
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., <https://www.gov.pl/web/mswia/straz-graniczna-podpisala-umowe-na-budowe-perymetrii-na-granicy-z-bialorusia>

Przychody skonsolidowane kwartalnie Elektrotimu [mln PLN]


Źródło: BDM S.A., spółka, prognozy/szacunki DM BDM
EBIT skonsolidowany rocznie Elektrotimu [mln PLN]

Przychody skonsolidowane rocznie Elektrotimu [mln PLN]


Źródło: BDM S.A., spółka, prognozy/szacunki DM BDM



Źródło: BDM S.A., spółka, prognozy/szacunki DM BDM

Spodziewamy się słabszej rentowności brutto ze sprzedaży vs 3Q'22 (kwartał uwzględnił efekt waloryzacji kontraktów, w 4Q'22 nie zakładamy podobnego zdarzenia). Szacujemy, że 3Q'22 kontrakt na granicy z Białorusią miał ok 10% marży brutto ze sprzedaży (segment Instalacji na poziomie jednostkowym miał 74 mln PLN przychodów oraz 11 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży. Po odjęciu 4 mln PLN efektu waloryzacji segment miał ok. 10% marży). Podobny poziom zakładamy na 4Q'22.

Zakładamy 4Q'22 nieco wyższe koszty SG&A w porównaniu do poprzedniego kwartału. Podsumowując w 4Q'22 estymujemy ok. 242,5 mln PLN przychodów (+168% r/r), 20,0 mln PLN EBIT oraz 16,2 mln PLN zysku netto. Zakładamy, że spółka na koniec roku nadal będzie miała minimalnie dodatnią pozycję gotówkową (spadek gotówki vs 3Q'22 będzie podyktowany dużym zaangażowaniem w prace na kontrakcie na granicy z Białorusią).

Podkreślamy, że na obecnym etapie jest to nasz wstępny szacunek 4Q'22. Zwracamy uwagę, że kontrakt prawdopodobnie zakończy się w okolicy połowy 1Q'23, ale biorąc pod uwagę prawdopodobnie późny termin raportowania wyników za 2022 (końcówka kwietnia), spółka już w sprawozdaniu za 2022 (4Q'22) powinna rozpoznać docelową marżę na kontrakcie (a będzie ona zależała m.in. od terminowości ukończenia prac oraz braku lub pojawienia się poprawek po fazie końcowego dostrojenia systemu).

Skorygowane prognozy wyników na lata 2022-2024 rok [mln PLN]

	2022P			2023P			2024P		
	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	456,2	514,4	12,8%	444,5	413,4	-7,0%	392,5	398,1	1,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	40,9	53,7	31,3%	41,2	41,9	1,7%	36,2	38,5	6,2%
EBITDA	22,7	32,9	44,9%	20,8	21,1	1,3%	15,5	17,2	11,2%
EBIT	17,3	27,9	61,4%	15,3	15,6	1,7%	9,9	11,7	18,0%
Zysk (strata) netto	13,6	22,6	65,8%	11,1	14,9	34,5%	8,6	12,2	41,6%
Dług (gotówka) netto	9,0	-1,2	---	-10,2	-27,1	---	-18,5	-31,7	---
Marża zysku brutto ze sprzedaży	9,0%	10,4%		9,3%	10,1%		9,2%	9,7%	
Marża EBITDA	5,0%	6,4%		4,7%	5,1%		3,9%	4,3%	
Marża EBIT	3,8%	5,4%		3,4%	3,8%		2,5%	2,9%	
Marża zysku netto	3,0%	4,4%		2,5%	3,6%		2,2%	3,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja z 18.10.2022

Wyniki 3Q'22 oraz nasze prognozy na 4Q'22 implikują podniesienie założeń EBIT/EBITDA na cały 2022 rok w porównaniu do poprzedniej rekomendacji z października'22. Obecnie spodziewamy się wypracowania 514,4 mln PLN przychodów, 32,9 mln PLN EBITDA oraz 22,6 mln PLN zysku netto w 2022 roku. W stosunku do poprzedniego modelu obniżyliśmy prognozę przychodów na 2023 (szybsze rozpoznanie części przychodów na kontrakcie na granicy z Białorusią, które wcześniej ujmowaliśmy w 1Q'23), jednocześnie podwyższając poziom rentowności (efekt spadku cen części surowców).

Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży	258,0	293,1	310,5	258,6	276,8	277,2	514,4	413,4	398,1	408,6	417,9	427,4	437,1	445,3	452,8	459,4
Instalacje	131,6	142,8	150,6	108,2	100,8	142,9	318,1	214,3	190,0	194,8	198,6	202,6	206,7	210,8	215,0	219,3
Sieci	84,3	108,9	109,7	101,3	135,6	99,8	148,0	149,9	157,4	162,1	167,0	172,0	177,1	180,7	183,4	185,2
Automatyka	41,9	41,3	49,0	48,9	40,3	34,5	48,3	49,2	50,7	51,7	52,2	52,8	53,3	53,8	54,4	54,9
Zysk brutto ze sprzedaży	22,8	25,3	24,0	9,1	38,7	32,5	53,7	41,9	38,5	39,3	40,0	40,7	41,5	42,0	42,4	42,8
Instalacje	7,0	4,8	1,6	-8,1	7,6	12,5	32,4	19,0	14,5	14,8	15,0	15,3	15,5	15,8	16,1	16,3
Sieci	7,5	12,1	14,6	8,9	22,5	13,7	15,0	16,2	17,0	17,4	17,8	18,2	18,6	18,8	18,9	18,9
Automatyka	8,2	8,5	7,6	8,3	8,6	6,3	6,3	6,8	7,0	7,1	7,2	7,3	7,3	7,4	7,5	7,6
SG&A	19,9	22,1	23,2	22,3	23,8	22,6	25,0	26,4	26,8	27,5	28,1	28,7	29,4	29,9	30,4	30,9
Zysk na sprzedaży	2,9	3,2	0,8	-13,2	14,9	9,8	28,7	15,6	11,7	11,8	11,9	12,0	12,1	12,0	12,0	11,9
Saldo PPO/PKO	-1,3	-4,2	-2,1	-2,9	8,3	-0,6	-0,8	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
EBITDA	5,0	2,4	1,8	-11,3	28,6	14,8	32,9	21,1	17,2	17,2	17,3	17,5	17,6	17,6	17,6	17,5
EBIT	1,6	-1,0	-1,3	-16,1	23,2	9,3	27,9	15,6	11,7	11,6	11,7	11,8	11,9	11,8	11,8	11,6
Saldo finansowe	0,4	-1,6	-1,3	-2,0	-1,7	-1,6	0,5	2,8	3,4	0,7	0,7	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0
Zysk (strata) brutto	2,0	-2,6	-2,6	-18,1	21,6	7,6	28,4	18,4	15,0	12,3	12,4	12,6	12,7	12,7	12,7	12,7
Zysk (strata) netto	-0,6	-4,5	-3,9	-14,5	16,6	6,6	22,6	14,9	12,2	10,0	10,1	10,2	10,3	10,3	10,3	10,3
CFO	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług (gotówka) netto	0,0	-15,7	14,8	21,8	-10,9	-10,1	-1,2	-27,1	-31,7	-29,8	-30,9	-32,0	-33,1	-34,4	-35,8	-37,2
Przychody zmiana r/r	-27,1%	13,6%	5,9%	-16,7%	7,0%	0,1%	85,6%	-19,6%	-3,7%	2,6%	2,3%	2,3%	2,3%	1,9%	1,7%	1,5%
Instalacje	-41,4%	8,5%	5,5%	-28,1%	-6,8%	41,7%	122,7%	-32,6%	-11,3%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Sieci	6,3%	29,1%	0,7%	-7,7%	34,0%	-26,4%	48,3%	1,3%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%	1,5%	1,0%
Automatyka	-15,4%	-1,5%	18,6%	-0,2%	-17,5%	-14,5%	40,0%	2,0%	3,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Marża brutto ze sprzedaży	8,8%	8,6%	7,7%	3,5%	14,0%	11,7%	10,4%	10,1%	9,7%	9,6%	9,6%	9,5%	9,5%	9,4%	9,4%	9,3%
Instalacje	5,4%	3,4%	1,1%	-7,5%	7,5%	8,8%	10,2%	8,8%	7,6%	7,6%	7,6%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,4%
Sieci	8,9%	11,1%	13,3%	8,8%	16,6%	13,7%	10,1%	10,8%	10,8%	10,7%	10,6%	10,6%	10,5%	10,4%	10,3%	10,2%
Automatyka	19,5%	20,6%	15,5%	17,0%	21,4%	18,2%	13,1%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%
SG&A/przychody	7,7%	7,5%	7,5%	8,6%	8,6%	8,2%	4,9%	6,4%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
Marża na sprzedaży	1,1%	1,1%	0,3%	-5,1%	5,4%	3,5%	5,6%	3,8%	2,9%	2,9%	2,8%	2,8%	2,8%	2,7%	2,6%	2,6%
Marża EBITDA	1,9%	0,8%	0,6%	-4,4%	10,3%	5,3%	6,4%	5,1%	4,3%	4,2%	4,1%	4,1%	4,0%	3,9%	3,9%	3,8%
Marża EBIT	0,6%	-0,3%	-0,4%	-6,2%	8,4%	3,3%	5,4%	3,8%	2,9%	2,8%	2,8%	2,8%	2,7%	2,7%	2,6%	2,5%
Marża zysku netto	-0,2%	-1,5%	-1,3%	-5,6%	6,0%	2,4%	4,4%	3,6%	3,1%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%	2,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Aktywa trwałe	44,5	39,2	36,2	35,7	35,8	35,9	36,0	36,0	36,1	36,2	36,3	36,3
Wartości niematerialne i prawne	10,7	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Rzeczowe aktywa trwałe	21,6	18,8	15,8	15,4	15,5	15,5	15,6	15,7	15,8	15,8	15,9	16,0
Nieruchomości inwestycyjne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa trwałe	12,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3
Aktywa obrotowe	138,0	141,7	225,9	204,6	201,5	202,4	205,8	209,3	212,8	216,0	219,7	223,9
Zapasy	4,3	3,7	6,8	5,4	5,2	5,4	5,5	5,6	5,8	5,9	6,0	6,1
Należności krótkoterminowe	110,4	119,3	207,2	162,5	156,5	160,6	164,2	168,0	171,8	175,0	178,0	180,6
Inwestycje krótkoterminowe	23,3	18,7	11,9	36,7	39,8	36,4	36,0	35,6	35,3	35,1	35,8	37,3
- w tym środki pieniężne	23,3	18,7	11,9	36,7	39,8	36,4	36,0	35,6	35,3	35,0	35,8	37,2
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	182,5	180,8	262,0	240,4	237,4	238,3	241,7	245,3	248,9	252,1	256,0	260,2
Kapitał (fundusz) własny	69,5	76,2	98,7	106,2	110,9	111,7	114,3	116,9	119,6	122,2	124,8	127,3
Kapitał mniejszości	1,8	1,8	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	111,3	102,9	161,7	132,7	124,9	125,0	125,9	126,8	127,8	128,4	129,6	131,3
Rezerwy na zobowiązania	17,1	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6
Zobowiązania długoterminowe	7,7	5,6	7,6	6,6	5,6	4,6	3,6	2,6	1,6	0,6	0,5	0,5
- w tym zobowiązania oprocentowane	7,0	5,1	7,1	6,1	5,1	4,1	3,1	2,1	1,1	0,1	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	86,5	83,7	140,5	112,5	105,8	106,8	108,7	110,6	112,6	114,2	115,5	117,2
- w tym zobowiązania oprocentowane	5,4	3,6	3,6	3,6	3,1	2,6	2,1	1,6	1,1	0,6	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	182,5	180,8	262,0	240,4	237,4	238,3	241,7	245,3	248,9	252,1	256,0	260,2
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody netto ze sprzedaży	276,8	277,2	514,4	413,4	398,1	408,6	417,9	427,4	437,1	445,3	452,8	459,4
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	38,7	32,5	53,7	41,9	38,5	39,3	40,0	40,7	41,5	42,0	42,4	42,8
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	23,8	22,6	25,0	26,4	26,8	27,5	28,1	28,7	29,4	29,9	30,4	30,9
Zysk (strata) na sprzedaży	14,9	9,8	28,7	15,6	11,7	11,8	11,9	12,0	12,1	12,0	12,0	11,9
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	8,3	-0,6	-0,8	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
EBITDA	28,6	14,8	32,9	21,1	17,2	17,2	17,3	17,5	17,6	17,6	17,6	17,5
EBIT	23,2	9,3	27,9	15,6	11,7	11,6	11,7	11,8	11,9	11,8	11,8	11,6
Saldo działalności finansowej	-1,7	-1,6	0,5	2,8	3,4	0,7	0,7	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0
Zysk (strata) brutto	21,6	7,6	28,4	18,4	15,0	12,3	12,4	12,6	12,7	12,7	12,7	12,7
Zysk (strata) netto mniejszości	0,3	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) netto**	16,6	6,6	22,6	14,9	12,2	10,0	10,1	10,2	10,3	10,3	10,3	10,3
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
CF [mln PLN]	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przepływy z działalności operacyjnej	34,4	1,8	-6,9	38,1	17,7	12,0	13,4	15,1	13,5	13,7	13,8	13,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	6,6	-0,2	-2,0	-4,8	-5,6	-4,3	-4,4	-6,2	-4,5	-4,6	-4,6	-4,6
Przepływy z działalności finansowej	-22,6	-6,2	2,0	-8,5	-9,0	-11,1	-9,3	-9,3	-9,3	-9,3	-8,4	-7,7
Przepływy pieniężne netto	18,4	-4,6	-6,9	24,8	3,1	-3,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	0,7	1,5
Środki pieniężne na początek okresu	4,9	23,3	18,7	11,9	36,7	39,8	36,4	36,0	35,6	35,3	35,0	35,8
Środki pieniężne na koniec okresu	23,3	18,7	11,9	36,7	39,8	36,4	36,0	35,6	35,3	35,0	35,8	37,2
Wskaźniki	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody zmiana r/r	7%	0%	86%	-20%	-4%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	1%
EBITDA zmiana r/r	---	-48%	123%	-36%	-18%	0%	1%	1%	1%	0%	0%	0%
Zysk netto zmiana r/r	---	-60%	242%	-34%	-18%	-18%	1%	1%	1%	0%	0%	0%
Marża brutto na sprzedaży	14,0%	11,7%	10,4%	10,1%	9,7%	9,6%	9,6%	9,5%	9,5%	9,4%	9,4%	9,3%
Marża EBITDA	10,3%	5,3%	6,4%	5,1%	4,3%	4,2%	4,1%	4,1%	4,0%	3,9%	3,9%	3,8%
Marża EBIT	8,4%	3,3%	5,4%	3,8%	2,9%	2,8%	2,8%	2,8%	2,7%	2,7%	2,6%	2,5%
Marża netto	6,0%	2,4%	4,4%	3,6%	3,1%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%	2,2%
SG&A / przychody	8,6%	8,2%	4,9%	6,4%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
ROE	23,9%	8,7%	22,8%	14,1%	11,0%	8,9%	8,8%	8,7%	8,6%	8,4%	8,3%	8,1%
ROA	9,1%	3,6%	8,6%	6,2%	5,1%	4,2%	4,2%	4,1%	4,1%	4,1%	4,0%	4,0%
Dług	12,4	8,6	10,6	9,6	8,1	6,6	5,1	3,6	2,1	0,6	0,0	0,0
D / (D+E)	15,1%	10,2%	9,7%	8,3%	6,8%	5,6%	4,3%	3,0%	1,7%	0,5%	0,0%	0,0%
D / E	17,8%	11,3%	10,8%	9,1%	7,3%	5,9%	4,5%	3,1%	1,8%	0,5%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	17,8%	11,3%	10,8%	9,1%	7,3%	5,9%	4,5%	3,1%	1,8%	0,5%	0,0%	0,0%
Dług netto	-10,9	-10,1	-1,2	-27,1	-31,7	-29,8	-30,9	-32,0	-33,1	-34,4	-35,8	-37,2
Dług netto / kapitał własny	-0,16	-0,13	-0,01	-0,26	-0,29	-0,27	-0,27	-0,27	-0,28	-0,28	-0,29	-0,29
Dług netto / EBITDA	-0,4	-0,7	0,0	-1,3	-1,8	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1
EV	60,5	61,4	70,2	44,4	39,8	41,7	40,6	39,5	38,4	37,1	35,7	34,2
Dług / EV	20,4%	14,1%	15,1%	21,7%	20,4%	15,9%	12,6%	9,2%	5,5%	1,7%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,3%	0,4%	0,4%	1,2%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
CAPEX / Amortyzacja	13,8%	19,6%	40,1%	92,1%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%	101,3%
Zmiana KO / Przychody	-5,1%	4,5%	7,1%	-4,6%	0,0%	0,7%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-77,5%	3701,6%	15,4%	18,8%	0,8%	26,6%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%
P/E*	4,3	10,8	3,2	4,8	5,9	7,2	7,1	7,0	6,9	6,9	6,9	7,0
P/BV*	1,0	0,9	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA*	2,1	4,2	2,1	2,1	2,3	2,4	2,3	2,3	2,2	2,1	2,0	2,0
EV/EBIT*	2,6	6,6	2,5	2,9	3,4	3,6	3,5	3,4	3,2	3,1	3,0	2,9
EV/S*	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
DPS	0,00	0,00	0,00	0,75	0,75	0,92	0,75	0,76	0,76	0,77	0,78	0,78
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	33,3%	50,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 7,16 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału
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 35
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

Krzysztof Tkocz

Analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 38
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
[gry komputerowe](#)

Anna Tobiasz

Młodszy analityk rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl

Kajetan Sroczyński

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 38
e-mail: kajetan.sroczynski@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Tomasz Ilczyszyn

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

Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Piotr Komorowski

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
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

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 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.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'22*:

	Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'22*:		, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	9	60%	0	0%
Akumuluj	3	20%	0	0%
Trzymaj	2	13%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	1	7%	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: 2022-12-09

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2022-12-09 (16:00 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2022-12-09 (16:00 CEST).

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

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

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

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na 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 wyczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

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

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

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

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 2022-12-09:

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

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

**BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki ELEKTROTIM

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.