



Dom Maklerski BDM S.A.

## ELEKTROTIM

### RAPORT ANALITYCZNY

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Elektrotim od zalecenia KUPUJ z ceną docelową 10,2 PLN/akcję, czyli 56% powyżej obecnej ceny rynkowej. Spółka jest jedną z największych firm elektroinstalacyjnych w kraju z ugruntowaną pozycją. Niestety ok. 25 mln PLN strat zależnego Mawiluxa w latach 2016-2019, wraz z trudną sytuacją na rynku budowlanym w 2017-2018, nadwyrężyło sytuację płynnościową grupy. Dopiero 2020 rok okazał się przełomem, a Elektrotim w nowy rok wszedł z dobrą pozycją gotówkową, odbudowanymi limitami gwarancyjnymi i wypełnionym portfelem zleceń. W najbliższych latach spółka powinna być beneficjentem transformacji energetycznej i wzrostu nakładów OSD na sieci, przyłączenie OZE oraz inwestycji w przemyśle czy wojsku.

**Elektrotim** wykonuje instalacje i sieci elektryczne oraz elektroenergetyczne, systemy automatyki dla budownictwa, przemysłu i energetyki. Spółka ok. 70% sprzedaży realizuje w obszarze zawodowej energetyki (>40%), przemysłu (ok. 20%) i ochrony środowiska (ok. 10%). Znaczące obszary sprzedaży to również wojsko i infrastruktura społeczna. Firma powstała w 1998 roku. Od 2007 obecna na GPW.

**Stracone lata 2016-2019 przez Mawilux...**W okresie 2016-2019 grupa Elektrotim wygenerowała ok. -23 mln PLN ujemnego wyniku, za co odpowiadały straty zależnego Mawilux (-25 mln PLN). Spółka, obecna w GK od 2010 roku, realizowała systemy lotniskowe (np. ILS). Jej problemy to pokłosie zatrzymania inwestycji w porty lotnicze i koncentracja na obszarach gdzie nie miała kompetencji.

**Powrót „z dalekiej podróży” w 2020...**Po zakończeniu kontraktów realizowanych przez Mawilux i pozyskaniu atrakcyjnych zleceń, szczególnie w obszarze dystrybucji w 3/4Q'19, w 2020 roku spółka wygenerowała ok. 16,6 mln PLN zysku netto i znacznie poprawiła płynność sprzedając dodatkowo nieruchomości za 13,5 mln PLN

**W perspektywie 2Q'21...** oczekujemy dodatniego wyniku finansowego (narastająco) na każdym poziomie, co powinno zostać dobrze przyjęte przez rynek. Podkreślamy, że baza wynikowa na 1H'21 jest zawyżona przez istotne one-offs.

... a kolejne lata stoją pod znakiem transformacji energetycznej. Wg PEP cała transformacja energetyczna może kosztować ok. 1,6 bln PLN w latach '21-'40., a jej szczyt przypadnie na lata '21-'25 (ok. 450 mld PLN w tym. ok. 100 mld PLN w sektorze energetycznym, z czego blisko połowa w obszarze dystrybucji). Zwracamy uwagę na prognozowany wzrost nakładów na dystrybucję energii do 2030 roku i ambitne budżety OSD. Podkreślamy, że segment sieci to 40-50% przychodów grupy, a strategicznym klientem (>20%) jest Tauron. Dostrzegamy również dobre perspektywy w przemyśle, wojsku czy trakcji, gdzie spółka buduje nowy segment.

**Wśród potencjalnych zagrożeń...** wskazujemy na istotną skalę odejść pracowników (>90 os., -15% w 2020 roku) po m.in. rezygnacji wieloletniego prezesa spółki, wzrosty cen materiałów budowlanych jak również potencjalną podaż akcji ze strony byłych członków organów spółki.

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody [mln PLN]	310,5	258,6	276,8	276,9	270,9	287,2
EBITDA adj. [mln PLN]	3,9	-8,4	20,3	18,6	14,1	16,8
EBITDA [mln PLN]	1,8	-11,3	28,6	18,8	14,1	16,8
EBIT [mln PLN]	-1,3	-16,1	23,2	13,1	8,4	10,9
Wynik netto [mln PLN]	-3,9	-14,5	16,6	9,0	6,0	8,0
P/BV	0,9	1,2	0,9	0,8	0,8	0,8
P/E	---	---	3,9	7,2	10,9	8,1
EV/EBITDA	44,2	---	1,9	3,1	4,1	3,5
EV/EBIT	---	---	2,3	4,5	6,8	5,3
DPS w okresie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,40	0,60
DY	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,1%	9,1%

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

## KUPUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 10,2 PLN

23 SIERPNIĄ 2021, 07:00 CEST

Wycena końcowa [PLN]	10,2
Potencjał do wzrostu / spadku	55,9%
Koszt kapitału	8,00%
Cena rynkowa [PLN]	6,54
Kapitalizacja [mln PLN]	65,1
Ilość akcji [mln. szt.]	10,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	8,9
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	5,9
Stopa zwrotu za 3 mc	-5,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	-13,3%
Stopa zwrotu za 9 mc	11,6%
Akcjonariat (% głosów):	
K. Folta z żoną Ewą	19,9%
K. Wieczorkowski	13,2%
Aviva OFE	9,8%
M. Nowakowski	6,1%
NN OFE	5,9%
Pozostali	45,1%

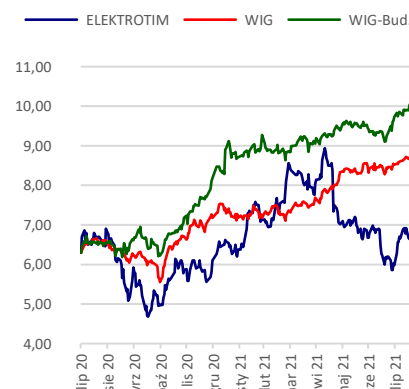
Krystian Brymora

brymora@bdm.com.pl

tel. (+48) 501 238 443

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.

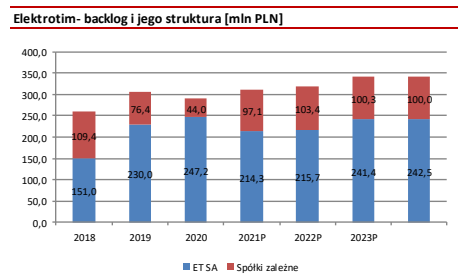
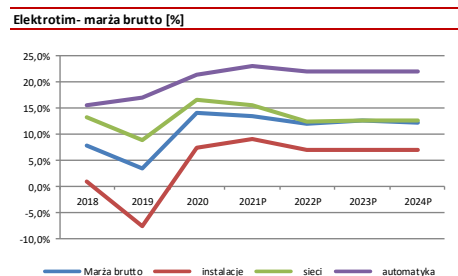
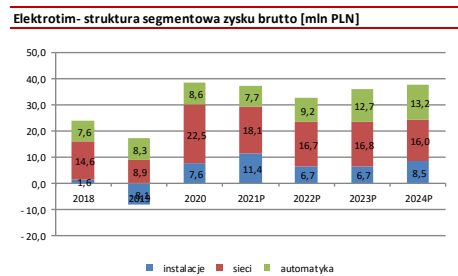
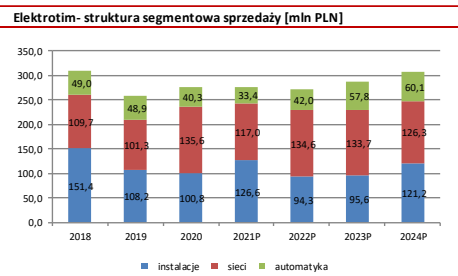
**SPIS TREŚCI:**

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE .....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE .....	4
PROBLEMY 2016-2019 .....	4
ODBICIE 2020 .....	4
KORZYSTNE PERSPEKTYWY DLA GŁÓWNYCH OBSZARÓW 2021+ .....	5
WYCENA DCF .....	6
WYCENA PORÓWNAWCZA .....	9
MODEL BIZNESOWY .....	10
PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE .....	10
STRUKTURA SEGMENTOWA SPRZEDAŻY .....	11
PORTFEL ZLECEŃ .....	13
STRATEGIA 2019-2022 („WIZJA ROKU 2022”) .....	14
OTOCZENIE RYNKOWE .....	15
OTOCZENIE W BRANŻY BUDOWLANEJ .....	15
WZROST KOSZTÓW MATERIAŁOWYCH WYZWANIEM DLA BRANŻY .....	16
DYSTRYBUCJA- KLUCZOWY OBSZAR PRZYCHODOWY (STRATEGIE GRUP ENERGETYCZNYCH W POLSCE) .....	17
TRANSFORMACJA ENERGETYCZNA I ROLA ELEKTROTIM .....	18
PERSPEKTYWICZNA KOLEJ (NOWY OBSZAR) I WOJSKO (FIRMA ZEUS) .....	19
PROGNOZA NA 2Q'21 I KOLEJNE OKRESY .....	20
PROGNOZA NA 2Q'21 I NAJBLIŻSZE KWARTAŁY .....	20
PERSPEKTYWA 2022+ .....	21

## WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Rachunek wyników [mln PLN]	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>310,5</b>	<b>258,6</b>	<b>276,8</b>	<b>276,9</b>	<b>270,9</b>	<b>287,2</b>	<b>307,6</b>
instalacje	151,4	108,2	100,8	126,6	94,3	95,6	121,2
sieci	109,7	101,3	135,6	117,0	134,6	133,7	126,3
automatyka	49,0	48,9	40,3	33,4	42,0	57,8	60,1
w tym przychody ET SA	206,6	174,1	199,7	218,2	199,3	194,1	217,3
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>24,0</b>	<b>9,1</b>	<b>38,7</b>	<b>37,2</b>	<b>32,6</b>	<b>36,2</b>	<b>37,7</b>
instalacje	1,6	-8,1	7,6	11,4	6,7	6,7	8,5
sieci	14,6	8,9	22,5	18,1	16,7	16,8	16,0
automatyka	7,6	8,3	8,6	7,7	9,2	12,7	13,2
<b>Marża brutto</b>	<b>7,7%</b>	<b>3,5%</b>	<b>14,0%</b>	<b>13,4%</b>	<b>12,0%</b>	<b>12,6%</b>	<b>12,2%</b>
instalacje	1,1%	-7,5%	7,5%	9,0%	7,1%	7,0%	7,0%
sieci	13,3%	8,8%	16,6%	15,5%	12,4%	12,5%	12,6%
automatyka	15,5%	17,0%	21,4%	23,1%	21,9%	22,0%	22,0%
Koszty SG&A	23,2	22,3	23,8	24,2	24,2	25,3	26,5
% sprzedaży	7,5%	8,6%	8,6%	8,7%	8,9%	8,8%	8,6%
PDO	-2,1	-2,9	8,3	0,2	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>1,8</b>	<b>-11,3</b>	<b>28,6</b>	<b>18,8</b>	<b>14,1</b>	<b>16,8</b>	<b>17,1</b>
<b>EBITDA adj.</b>	<b>3,9</b>	<b>-8,4</b>	<b>20,3</b>	<b>18,6</b>	<b>14,1</b>	<b>16,8</b>	<b>17,1</b>
<b>EBIT</b>	<b>-1,3</b>	<b>-16,1</b>	<b>23,2</b>	<b>13,1</b>	<b>8,4</b>	<b>10,9</b>	<b>11,2</b>
marża EBIT	-0,4%	-6,2%	8,4%	4,7%	3,1%	3,8%	3,6%
<b>Zysk brutto</b>	<b>-2,6</b>	<b>-18,1</b>	<b>21,6</b>	<b>11,9</b>	<b>7,2</b>	<b>9,7</b>	<b>10,0</b>
<b>Zysk netto</b>	<b>-3,9</b>	<b>-14,5</b>	<b>16,6</b>	<b>9,0</b>	<b>6,0</b>	<b>8,0</b>	<b>8,3</b>
<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>39,5</b>	<b>48,7</b>	<b>44,5</b>	<b>42,6</b>	<b>42,6</b>	<b>42,4</b>	<b>42,4</b>
RAT	22,9	19,0	21,6	20,7	20,7	20,5	20,6
WNIP i wartość firmy	10,0	10,2	10,7	10,5	10,5	10,5	10,5
Inwestycje długoterminowe	1,9	2,7	4,4	4,1	4,1	4,1	4,1
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>139,1</b>	<b>108,4</b>	<b>138,0</b>	<b>138,6</b>	<b>144,8</b>	<b>151,6</b>	<b>157,5</b>
Zapasy	2,6	2,8	4,3	8,5	9,0	9,5	10,2
Należności	90,6	67,7	78,3	82,4	87,3	92,5	99,1
Środki pieniężne i ekwiwalenty	3,1	4,9	23,3	18,2	20,0	19,3	15,7
Inne aktywa krótkoterminowe**	42,7	33,0	32,1	29,5	28,6	30,3	32,4
<b>Aktywa razem</b>	<b>178,6</b>	<b>157,1</b>	<b>182,5</b>	<b>181,2</b>	<b>187,4</b>	<b>194,0</b>	<b>199,8</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>71,5</b>	<b>54,4</b>	<b>71,3</b>	<b>80,2</b>	<b>82,2</b>	<b>84,3</b>	<b>84,5</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>1,5</b>	<b>4,5</b>	<b>7,7</b>	<b>7,0</b>	<b>7,0</b>	<b>7,0</b>	<b>7,0</b>
Oprocentowane	0,0	4,5	7,0	6,4	6,4	6,4	6,4
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>95,5</b>	<b>82,8</b>	<b>86,4</b>	<b>77,1</b>	<b>81,3</b>	<b>85,8</b>	<b>91,5</b>
Oprocentowane	17,9	22,2	5,4	5,7	5,7	5,7	5,7
Zobowiązania handlowe	57,4	48,1	50,9	54,0	57,2	60,7	65,0
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe***	19,9	12,3	28,4	16,9	17,9	18,9	20,3
<b>Rezerwy na zobowiązania</b>	<b>10,1</b>	<b>11,2</b>	<b>17,1</b>	<b>16,8</b>	<b>16,8</b>	<b>16,8</b>	<b>16,8</b>
<b>Pasywa razem</b>	<b>178,6</b>	<b>157,1</b>	<b>182,5</b>	<b>181,2</b>	<b>187,4</b>	<b>194,0</b>	<b>199,8</b>
<b>Cash Flow [mln PLN]</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>
<b>Przepływy z dział. operacyjnej</b>	<b>-31,3</b>	<b>5,7</b>	<b>34,4</b>	<b>0,5</b>	<b>12,6</b>	<b>12,2</b>	<b>11,6</b>
Amortyzacja	3,1	4,8	5,4	5,6	5,7	5,9	5,9
Kapitał obrotowy	-8,1	8,9	15,2	-18,4	-1,2	-1,3	-1,6
<b>Przepływy z dział. inwestycyjnej</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,3</b>	<b>6,6</b>	<b>-3,9</b>	<b>-5,7</b>	<b>-5,7</b>	<b>-5,9</b>
CAPEX	-1,0	-0,3	-0,7	-4,3	-5,7	-5,7	-5,9
<b>Przepływy z dział. finansowej</b>	<b>10,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>-22,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>-5,2</b>	<b>-7,2</b>	<b>-9,3</b>
Zmiana zadłużenia	6,9	8,8	-14,3	-0,2	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,6	-0,8
Odsetki	-1,3	-2,0	-1,7	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2
<b>Zmiana środków pieniężnych</b>	<b>-23,6</b>	<b>1,8</b>	<b>18,4</b>	<b>-5,1</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>-3,5</b>
<b>Środki pieniężne</b>	<b>3,1</b>	<b>4,9</b>	<b>23,3</b>	<b>18,2</b>	<b>20,0</b>	<b>19,3</b>	<b>15,7</b>
<b>Dynamiki (%)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>
Przychody	5,9%	-16,7%	7,0%	0,0%	-2,2%	6,0%	7,1%
EBITDA	-23,8%	---	---	-34,4%	-25,0%	19,3%	1,5%
EBITDA adj.	---	---	---	-8,4%	-24,3%	19,3%	1,5%
Zysk netto	---	---	---	-45,7%	-33,9%	35,0%	2,9%
<b>Wybrane dane i wskaźniki*</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>
liczba akcji (mln)	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
ROE	-5,5%	-26,7%	23,3%	11,2%	7,2%	9,5%	9,8%
ROA	-2,2%	-9,3%	9,1%	5,0%	3,2%	4,1%	4,1%
Dług netto [mln PLN]	14,8	21,8	-10,9	-6,1	-7,8	-7,1	-3,6
/EBITDA 12m	8,2	-1,9	-0,4	-0,3	-0,6	-0,4	-0,2
Wskaźnik wypłaty dywidendy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	44,2%	100,0%	100,0%
DPS w okresie (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,40	0,60	0,81
Stopa dywidendy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,1%	9,1%	12,3%
P/E (x)	---	---	3,9	7,2	10,9	8,1	7,9
P/BV (x)	0,9	1,2	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA (x)	44,2	---	1,9	3,1	4,1	3,5	3,6
EV/EBIT (x)	---	---	2,3	4,5	6,8	5,3	5,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*obliczone przy cenie rynkowej 6,54 PLN/akcje. \*\*- wycena kontraktów długoterminowych (produkcja niesprzedana)



**Czynnik ryzyka dla naszej rekomendacji**

- Potencjalna podaż akcji ze strony poprzednich członków zarządu/RN (wieloletni CEO A. Diakon posiadał 290 tys. akcji spółki, a były przewodniczącym RN M. Nowakowski 608 tys. akcji);
- Ryzyko skokowego wzrostu kosztów materiałowych w szczególności miedzi w 2020-2021 (+stal, aluminium);
- Ryzyko braku wykwalifikowanych pracowników (istotny spadek zatrudnienia w 2020-2021 po odejściu poprzedniego CEO- w 2020 roku zatrudnienie w GK spadło o -91 os. w tym -52 os. w ET SA);
- Zatory płatnicze i upadłości w branży budowlanej (wzrost produkcji niesprzedanej);
- Problemy z pozyskaniem finansowania i gwarancji bankowych;
- Ryzyko braku pozyskiwania nowych zleceń i wysokiej konkurencji;
- Ryzyko spadku marż w trakcie realizacji projektów (mitygowane przez relatywnie krótki backlog średnio ok. 15 miesięcy);
- Ryzyko problemów i upadłości spółek zależnych (GK Elektrotim tworzy jednostka dominująca i spółki Procom Systems 90,91%, ZEUS 94,97% oraz Ostoya 82%).

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2021-2030 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 9,7 PLN. Natomiast wycena porównawcza do spółek budowlanych i elektroinstalacyjnych, oparta na prognozach wyników na lata 2021 – 2023 dała wartość 1 akcji na poziomie 10,7 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 50% dla wyceny porównawczej. **W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 10,2 PLN, czyli 56% powyżej obecnej ceny rynkowej.**

### Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN/akcję	Potencjał
A	Wycena DCF	96,4	9,7	48%
B = 50%* i) + 50%* ii)	Wycena porównawcza	106,7	10,7	64%
i)	spółki budowlane	101,1	10,1	55%
ii)	spółki elektroinstalacyjne	112,3	11,3	72%
<b>C = (50%*A + 50%*B)</b>	<b>Wycena końcowa</b>	<b>101,5</b>	<b>10,2</b>	<b>56%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Elektrotim to spółka budowlana, która zdecydowaną większość sprzedaży realizuje w obszarze zawodowej energetyki (>40%), przemysłu (ok. 20%) i ochrony środowiska (ok. 10%), a także wojska (spółka ZEUS) i infrastruktury społecznej (zarządzanie siecią miejską we Wrocławiu). Strategicznym klientem od 2012 roku jest Tauron Dystrybucja (>20% przychodów grupy).

### Problemy 2016-2019

Po rekordowym 2015 roku na rynek budowlany powróciła dekonunktura. Produkcja budowlano-montażowa spadła o rekordowe -15% r/r (więcej niż po EURO 2012), a inwestycji o -8% r/r. Do 2015 roku skończyły się inwestycje w porty lotnicze, co było podstawowym obszarem zależnej spółki Mawilux. W rezultacie kontraktów zawartych w latach 2016-2017, poza obszarem swoich gł. kompetencji, spółka ta do 2019 roku wygenerowała wg naszych szacunków nawet ok. 25 mln PLN strat przy rocznej sprzedaży ok. 40 mln PLN. To wszystko w otoczeniu silnie drożących materiałów budowlanych w 2017-2018 roku (po dołku w 2015) bez możliwości waloryzacji cen kontraktów (mechanizm rząd wprowadził dopiero w 2019 roku).

W okresie 2016-2019 grupa Elektrotim wygenerowała ok. -23 mln PLN ujemnego wyniku, za co odpowiadały straty zależnego Mawilux. W latach 2016-2017 Mawilux miał -13 mln PLN straty przy tylko -5 mln PLN straty grupy kapitałowej. Na początku 2018 roku zarząd Elektrotim podjął decyzję o włączeniu spółki do jednostki dominującej ET SA i kontynuowaniu rozpoczętych kontraktów. Była to fatalna w skutkach decyzja. Wg naszych szacunków przyniosło to kolejne 12-13 mln PLN strat rozliczonych do końca 2019 roku. Z ok. 45 mln PLN gotówki netto na koniec 2015 roku, 2019 rok spółka zamykała z ponad 20 mln PLN długu z groźbą utraty płynności.

Pod koniec 2019 roku ówczesny prezes p. Andrzej Diakun, pełniący swoją funkcję praktycznie od początku istnienia spółki (20 lat), złożył rezygnację. W kwietniu 2020 roku na stanowisko CEO został powołany p. Ariusz Bober będący w latach 2001-2015 członkiem zarządu Elektrobudowy. Elektrobudowa była swego czasu największą w kraju firmą działającą w branży elektroinstalacyjnej generując > 1 mld przychodów rocznie z kapitalizacją 0,5-0,6 mld PLN w latach 2016-2017, notowana na GPW od 1996 roku z dominującym udziałem OFE. Upadłość firmy w 2020 roku była efektem problemów na budowie instalacji Metatezy dla PKN Orlen, które wyszły na jaw w 2018 roku (kontrakt z... 2016 roku).

Zwracamy uwagę, że negatywny wpływ na kurs akcji Elektrotim w 2018 roku miały problemy Altus TFI będące pokłosiem afery GetBack. W 2017 roku towarzystwo miało ok. 14% akcji spółki. Minimum kurs wyznaczył wówczas na poziomie 3,5 PLN/akcję.

### Odbicie 2020

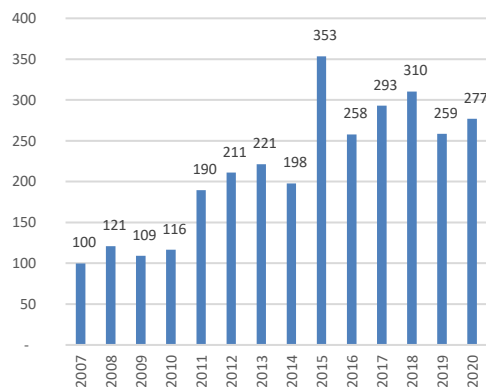
Po zakończeniu kontraktów realizowanych przez Mawilux i pozyskaniu atrakcyjnych zleceń, szczególnie w obszarze dystrybucji w 3/4Q'19, w 2020 roku spółka wygenerowała ok. 16,6 mln PLN zysku netto i znacznie poprawiła płynność sprzedając dodatkowo nieruchomości za 13,5 mln PLN, na czym wygenerowała +6,2 mln PLN zysku w 1Q'20. Tym samym 2020 rok spółka kończyła z ok. 11 mln PLN gotówki netto bez zobowiązań kredytowych (dostępny limit w kredycie obrotowym to 18,5 mln PLN).

W 2021 rok spółka weszła z dobrą pozycją gotówkową, odbudowanymi limitami gwarancyjnymi i wypełnionym portfelem zleceń. Obecnie największym wyzwaniem dla spółki może być trudna sytuacja kadrowa w efekcie m.in. rezygnacji poprzedniego prezesa. W 2H'21 spółka odczuje również nagły wzrost surowców.

### Korzystne perspektywy dla głównych obszarów 2021+

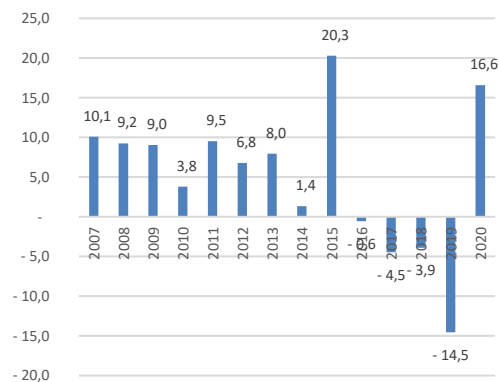
W kolejnych latach dostrzegamy dobre perspektywy w obszarze dystrybucji energii po 2 latach stagnacji (wg strategii spółek energetycznych nakłady 4 OSD w 2021-2025P powinny wzrosnąć o ok. 24% vs 2016-2020 do ponad 37 mld PLN), w przemyśle (tempo wzrostu inwestycji rządu 7-8% rocznie po słabym 2020) czy wojsku (rekordowy budżet MON na 2022 rok rządu 58 mld PLN). Dostrzegamy również dobre perspektywy w segmencie trakcji, gdzie spółka buduje kompetencje po przyjsciu nowego prezesa i jest jedną z nielicznych firm dopuszczonych do realizacji programu MUZA dla PKP Energetyka (wymiana podstacji trakcyjnych-budżet 0,9-1,0 mld PLN rocznie). W ostatnich miesiącach spółka wygrywała również oferty w obszarze przyłączenia farm wiatrowych, gdzie rynek ma szansę na dynamiczny rozwój po zniesieniu tzw. ustawy odległościowej (10H).

Przychody [mln PLN]



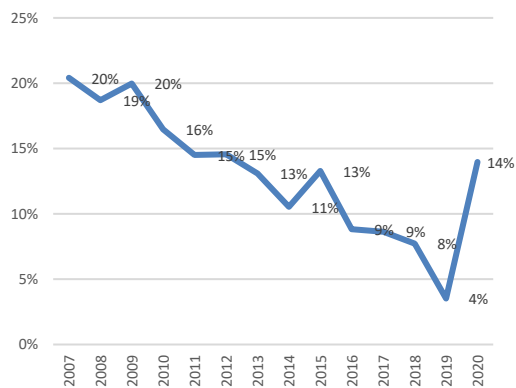
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zysk netto [mln PLN]



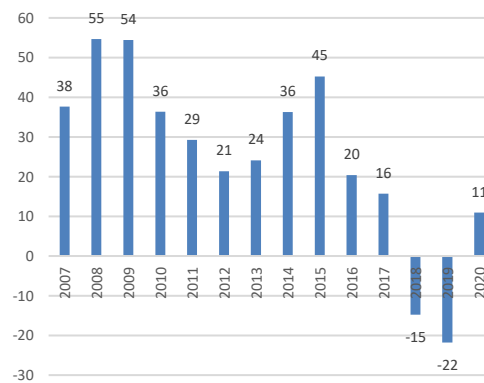
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto na sprzedaży [%]



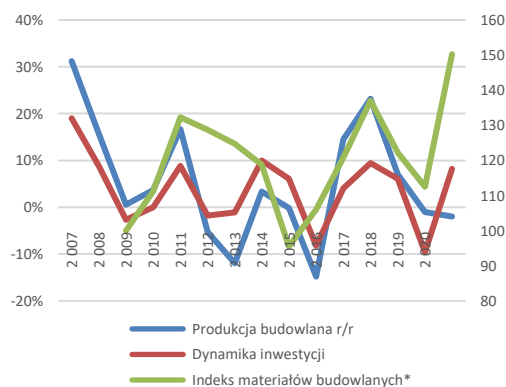
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Gotówka netto [mln PLN]



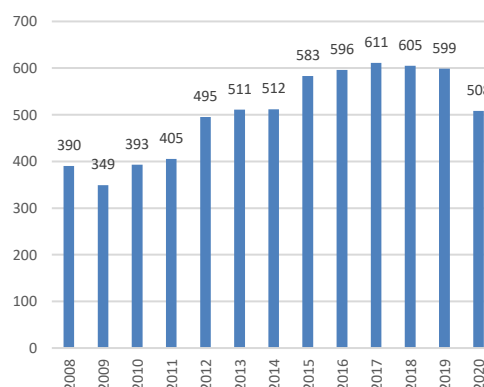
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dynamika produkcji/inwestycji [%] vs indeks kosztów mat [p. PS]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Budimex. \*- 2009=100

Zatrudnienie w GK Elektrotim [os.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## 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 (3,0%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,0.

### Główne założenia w modelu:

- **Backlog**

Zagadamy, że spółka utrzyma portfel zamówień >300 mln w najbliższych kwartałach (>200 mln PLN w jed. dom), a portfel zostanie odbudowany w latach 2022-2023P do ok. 340 mln PLN (240 mln PLN w jed. dom.) gł. w obszarze sieci i automatyki, gdzie spodziewamy się wzrostu popytu;
- **Sprzedaż**

W latach 2021-2022 oczekujemy sprzedaży w okolicach 270-280 mln PLN ze wzrostem w okolice 300 mln PLN po 2023 roku. Największego wzrostu przychodów w latach 2022-2023P spodziewamy się w obszarze sieci i automatyki (Procom Systems). Podobnie jak w 2020 roku segment sieci powinien mieć dominujący udział w sprzedaży GK Elektrotim (ok. 50%).

Liczymy też na rozwój w segmencie automatyki (Procom System) na potrzeby przemysłu. Obecnie segment ten stanowi <20% rocznych przychodów GK Elektrotim. Spodziewamy się, że w najbliższych latach będzie to co najmniej 20%, co pozytywnie wpłynie na średnią marżę w grupie (najwyżej rentowny segment).

W długim terminie zakładamy, że spółka utrzyma swój udział rynkowy w segmencie sieci (ok. 1,7% nakładów w dystrybucji przez OSD). Na lata 2021-2022P przypada największy wzrost nakładów OSD w tym obszarze.

Po krótkoterminowych perturbacjach oczekujemy dobrych perspektyw zależnego Zeusa, który realizuje prace gł. na potrzeby wojska (MON). Wskazujemy na plan rosnących nakładów na obronę narodową (plan 57,8 mld PLN, +13% r/r, 2,2% PKB) po stagnacji w 2021 roku (plan 51,2 mld PLN).

Konserwatywnie nie zakładamy istotnego rozwoju w nowym obszarze trakcji, choć spółka składa oferty w tym obszarze, ma pierwsze zlecenie i zapowiadała rozwój tego segmentu (m.in. perspektywiczny program MUZa od PKP Energetyka).
- **Marże**

Prezes na ostatnich konferencjach zapowiadał trudniejsze otoczenie i pogorszenie rentowności portfela na 2021-2022 rok. Przyjmujemy, że średnia marża brutto spadnie w okolice 12% w 2022 roku vs 14% w 2020, a w kolejnych latach będzie kształtować się blisko historycznej mediany ok. 13%. Pozytywnie na marżę będzie wpływał dominujący udział segmentu sieci w przychodach i wzrost znaczenia automatyki (Procom), który jest najbardziej rentownym obszarem (marże brutto >20%).
- **CAPEX**

Konserwatywnie przyjmujemy CAPEX= amortyzacja w długim terminie, choć w latach 2013-2020 kształtował się on na poziomie 0,7-0,8 amortyzacji.
- **Kapitał obrotowy i wycena kontraktów (RMK)**

Konserwatywnie spodziewamy się większego wzrostu zapotrzebowania na kapitał obrotowy w 2021 roku (+18 mln PLN). Przyjmujemy przy tym wydłużenie cyklu operacyjnego z ok. 40 dni (2020) do ok. 50 dni (mediana historyczna 47 dni).

W latach 2018-2019 spółce doskwierał wysoki poziom „produkcji niesprzedanej” (wycena kontraktów w RMK), który z poziomów 4-5% sięgnął 13-14% rocznej sprzedaży bez istotnej poprawy w 2020 roku. Celem poprzedniego prezesa był poziom 5% sprzedaży. Konserwatywnie w swoich prognozach przyjmujemy ok. 10% przy niższym poziomie zobowiązań wobec podwykonawców (ok. 7% sprzedaży vs 10% poprzednio).
- **Dywidenda**

Oczekujemy powrotu do praktyki wypłaty dywidendy od 2022 roku (40-50% zysku, od 2023 roku 100% zysku). W latach 2008-2017 spółka wypłaciła 84 mln PLN zysków w postaci dywidend.
- **Przegląd opcji strategicznych**

W lipcu 2019 roku poprzedni zarząd rozpoczął przegląd strategiczny wobec spółek zależnych. Do czasu jego zakończenia nie zakładamy żadnych zmian w grupie kapitałowej.

### Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w najbliższych latach przyjęliśmy na poziomie ok. 19%;
- Do obliczeń przyjęliśmy 9 959,159 tys. akcji;
- Po okresie szczegółowej prognozy spadek FCF przyjmujemy konserwatywnie na poziomie -1%;
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 23 sierpnia 2021 roku.

**Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 96 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 9,7 PLN.**

**Model DCF**

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	276,8	276,9	270,9	287,2	307,6	308,3	307,0	306,9	306,8	306,8	306,8
EBIT [mln PLN]	14,9	13,0	8,4	10,9	11,2	11,1	10,9	10,7	10,6	10,5	10,3
Stopa podatkowa	21,8%	25,2%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	3,3	3,3	1,6	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0
NOPLAT [mln PLN]	11,7	9,7	6,8	8,8	9,1	9,0	8,8	8,7	8,6	8,5	8,3
Amortyzacja [mln PLN]	5,4	5,6	5,7	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
CAPEX [mln PLN]	-0,7	-4,3	-5,7	-5,7	-5,9	-5,9	-5,9	-5,9	-5,9	-5,9	-5,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	15,2	-18,4	-1,2	-1,3	-1,6	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	31,5	-7,4	5,6	7,8	7,4	8,9	8,9	8,7	8,6	8,5	8,3
DFCF [mln PLN]	-	-7,2	5,1	6,5	5,8	6,5	6,0	5,4	5,0	4,5	4,1
Suma DFCF [mln PLN]		41,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]		91,8	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: -1,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		45,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]		87,2									
Dług netto [mln PLN]		-10,9									
Udziały mniejszości [mln PLN]		1,8									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>		<b>96,4</b>									
Ilość akcji [mln szt.]		10,0									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>		<b>9,7</b>									

Przychody zmiana r/r	0,0%	-2,2%	6,0%	7,1%	0,2%	-0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	-13,1%	-35,2%	29,9%	2,5%	-0,8%	-2,1%	-1,1%	-1,2%	-1,4%	-1,4%	-1,5%
FCF zmiana r/r	-	-	38,4%	-4,3%	20,0%	-0,4%	-2,1%	-1,3%	-1,4%	-1,4%	-1,5%
Marża EBITDA	6,7%	5,2%	5,9%	5,5%	5,5%	5,5%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%	5,3%
Marża EBIT	4,7%	3,1%	3,8%	3,6%	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%	3,4%	3,4%	3,4%
Marża NOPLAT	3,5%	2,5%	3,1%	2,9%	2,9%	2,9%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,7%
CAPEX / Przychody	1,6%	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
CAPEX / Amortyzacja	76,2%	100,0%	96,4%	100,5%	99,9%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	6,7%	0,4%	0,4%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-	-19,7%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%

Źródło: BDM S.A.

**Kalkulacja WACC**

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Stopa wolna od ryzyka	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Udział kapitału własnego	93,3%	93,5%	93,7%	93,9%	93,9%	93,9%	93,9%	95,8%	97,8%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	3,4%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Udział kapitału obcego	6,7%	6,5%	6,3%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	4,2%	2,2%	0,0%
WACC	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,8%	7,9%	8,0%

Źródło: BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym**

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
beta	0,7	10,3	10,9	11,7	12,7	14,1	16,1	19,3	25,0	38,4
	0,8	9,7	10,3	10,9	11,8	12,9	14,5	17,0	21,0	29,0
	0,9	9,2	9,7	10,3	11,0	11,9	13,3	15,1	18,1	23,4
	1,0	8,8	9,2	9,7	10,3	11,1	12,2	13,7	15,9	19,7
	1,1	8,4	8,7	9,2	9,7	10,4	11,3	12,5	14,2	17,0
	1,2	8,0	8,3	8,7	9,2	9,7	10,5	11,5	12,9	14,9
	1,3	7,7	7,9	8,3	8,7	9,2	9,8	10,6	11,7	13,4

Źródło: BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym**

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
Premia za ryzyko	3,0%	10,9	11,6	12,5	13,8	15,5	18,1	22,4	31,1	57,1
	4,0%	9,7	10,3	10,9	11,8	12,9	14,5	17,0	21,0	29,0
	5,0%	8,8	9,2	9,7	10,3	11,1	12,2	13,7	15,9	19,7
	6,0%	8,0	8,3	8,7	9,2	9,7	10,5	11,5	12,9	14,9
	7,0%	7,3	7,6	7,9	8,2	8,7	9,2	9,9	10,8	12,1
	8,0%	6,8	7,0	7,2	7,5	7,8	8,2	8,7	9,4	10,2
	9,0%	6,3	6,4	6,6	6,8	7,1	7,4	7,8	8,2	8,9

Źródło: BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta**

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	3,0%	14,4	13,7	13,1	12,5	12,0	11,5	11,1	10,6	10,3
	4,0%	12,9	12,2	11,5	10,9	10,4	9,9	9,5	9,1	8,7
	5,0%	11,7	10,9	10,3	9,7	9,2	8,7	8,3	7,9	7,5
	6,0%	10,6	9,9	9,3	8,7	8,2	7,7	7,3	7,0	6,6
	7,0%	9,8	9,1	8,4	7,9	7,4	7,0	6,6	6,2	5,9
	8,0%	9,1	8,3	7,7	7,2	6,7	6,3	6,0	5,6	5,4
	9,0%	8,4	7,7	7,1	6,6	6,2	5,8	5,5	5,1	4,9

Źródło: BDM S.A.



## WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2021-2023 do wybranych zagranicznych i polskich spółek budowlanych oraz elektroinstalacyjnych. Z uwagi na trudności w doborze porównywalnych spółek zdecydowaliśmy się ją podzielić na dwie części: spółki budowlane (polskie i zagraniczne) oraz spółki elektroinstalacyjne (polskie i zagraniczne). Udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie to 50%. Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT przypisując im równą wagę. Obliczenia bazują na kursach z 20 sierpnia 2021 roku.

Porównując wyniki Elektrotim ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 107 mln PLN, co odpowiada 10,7 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 6,54 PLN (bieżąca cena rynkowa) Elektrotim handlowany jest z wyraźnym dyskontem do zagranicznych konkurentów i krajowych spółek notowanych na GPW.

### Wycena porównawcza do spółek budowlanych

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
<b>Firmy budowlane</b>									
<b>Polska</b>									
BUDIMEX	7,7	18,9	20,3	5,5	7,8	8,3	6,4	9,8	10,5
ERBUD SA	17,4	-	-	4,9	-	-	6,0	-	-
MIRBUD SA	5,3	5,3	5,2	5,4	4,9	4,6	6,0	5,7	5,3
PEKABEX	8,1	8,0	8,0	6,2	5,7	5,4	7,7	7,1	6,7
ONDE SA	18,6	10,4	6,9	12,4	6,4	3,7	13,1	6,6	3,8
<b>Zagranica</b>									
VINCI SA	22,3	15,6	13,7	9,9	8,0	7,1	16,8	12,5	10,8
ACCIONA SA	22,4	18,2	15,7	9,9	9,4	8,8	18,2	16,9	15,3
BOUYGUES SA	12,6	12,0	10,2	4,4	3,9	3,5	10,0	8,5	7,2
SKANSKA AB-B SHS	14,6	15,6	14,9	8,1	9,0	7,4	10,0	11,3	10,1
EFFAGE	12,7	10,6	9,7	6,2	5,5	5,0	10,4	8,9	8,1
<b>Mediana</b>	<b>13,7</b>	<b>12,0</b>	<b>10,2</b>	<b>6,2</b>	<b>6,4</b>	<b>5,4</b>	<b>10,0</b>	<b>8,9</b>	<b>8,1</b>
<b>ELEKTROTIM</b>	<b>7,2</b>	<b>10,9</b>	<b>8,1</b>	<b>3,1</b>	<b>4,1</b>	<b>3,5</b>	<b>4,5</b>	<b>6,8</b>	<b>5,3</b>
Premia/dyskonto grupa	-47%	-9%	-21%	-49%	-36%	-36%	-55%	-23%	-34%
<b>Wycena wg wskaźnika</b>	<b>12,4</b>	<b>7,2</b>	<b>8,3</b>	<b>12,3</b>	<b>9,8</b>	<b>9,8</b>	<b>13,8</b>	<b>8,3</b>	<b>9,5</b>
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena wg wskaźników</b>		<b>9,3</b>			<b>10,6</b>			<b>10,5</b>	
Waga wskaźnika		33%			33%			33%	
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>10,1</b>								

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 20.08.2021.

### Wycena porównawcza do spółek elektroinstalacyjnych

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
<b>Firmy elektroinstalacyjne</b>									
<b>Polska</b>									
Sonel SA	11,8	11,3	11,1	6,9	6,2	5,9	9,9	8,7	8,3
Relpol SA*	11,6	14,6	11,7	5,0	4,7	4,1	8,9	10,0	8,6
<b>Zagranica</b>									
SPIE SA	13,0	11,3	10,6	7,7	6,7	6,2	11,4	9,7	8,7
ABB LTD-REG	24,9	21,8	20,0	15,4	13,5	12,4	19,6	16,6	15,0
SCHNEIDER ELECTRIC SE	27,2	24,7	22,3	16,8	15,2	13,7	20,4	18,6	16,6
<b>Mediana</b>	<b>13,0</b>	<b>14,6</b>	<b>11,7</b>	<b>7,7</b>	<b>6,7</b>	<b>6,2</b>	<b>11,4</b>	<b>10,0</b>	<b>8,7</b>
<b>ELEKTROTIM</b>	<b>7,2</b>	<b>10,9</b>	<b>8,1</b>	<b>3,1</b>	<b>4,1</b>	<b>3,5</b>	<b>4,5</b>	<b>6,8</b>	<b>5,3</b>
Premia/dyskonto grupa	-44%	-25%	-31%	-59%	-39%	-44%	-60%	-31%	-39%
<b>Wycena wg wskaźnika</b>	<b>11,7</b>	<b>8,7</b>	<b>9,4</b>	<b>15,2</b>	<b>10,3</b>	<b>11,1</b>	<b>15,6</b>	<b>9,2</b>	<b>10,2</b>
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena wg wskaźników</b>		<b>10,0</b>			<b>12,2</b>			<b>11,7</b>	
Waga wskaźnika		33%			33%			33%	
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>11,3</b>								

Źródło: BDM S.A., \* - prognozy własne, wg cen z 20.08.2021.

## MODEL BIZNESOWY

### Podstawowe informacje o spółce

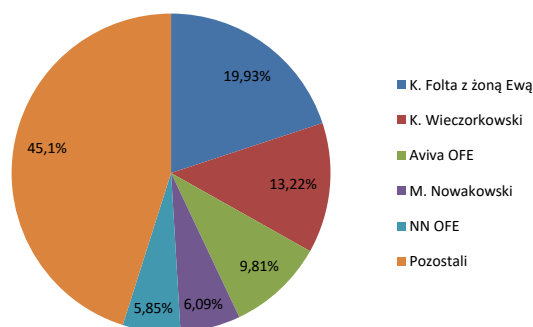
Elektrotim wykonuje instalacje i sieci elektryczne oraz elektroenergetyczne, systemy automatyki dla budownictwa, przemysłu i energetyki. Grupę tworzy kilka podmiotów. Obok jednostki dominującej (instalacje, sieci) w skład GK wchodzi:

- Procom System (90,91%, akwizycja 2Q'17, segment automatyki etc.);
- Zeus (94,97%, akwizycja 3Q'12, instalacje, systemy bezpieczeństwa etc.);
- Ostoya Data System (82%, akwizycja Enamor w 1Q'17- potem zmiana nazwy, spółka informatyczna)

Elektrotim powstał w 1998 roku z wyodrębnienia TIM, a na GPW zadebiutował w 2007 roku pozyskując 67 mln PLN (cena emisyjna 18 PLN/akcję). Od tego czasu spółka stworzyła grupę kapitałową (blisko 30 mln PLN na przejścia), zwiększyła skalę działalności z ok. 100 mln PLN sprzedaży do ok. 300 mln PLN i wypłaciła ok. 84 mln PLN w formie dywidendy (rocznie od 2008 roku do 2017 roku). Praktykę wysokich dywidend przerwały dopiero problemy z zależną spółką Mawilux wykonującą systemy lotniskowe w 2017 roku (w 2019 roku włączona do jednostki dominującej). Z problemów udało się wyjść dopiero w 2020 roku.

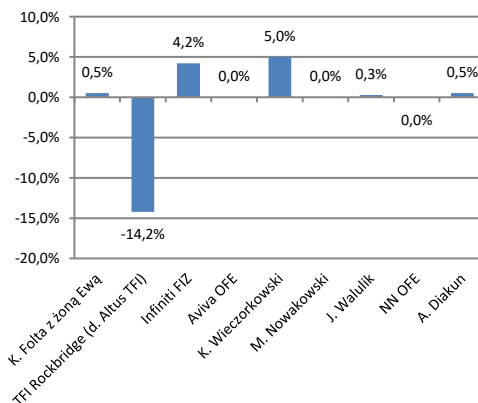
W ramach Grupy Elektrotim można wyróżnić 3 główne segmenty działalności: instalacje (40-50% przychodów), sieci (ok. 40% przychodów) i automatykę (ok. 20% przychodów). W ostatnich latach widać tendencję spadku udziału segmentu instalacje kosztem wzrostu znaczenia segmentu sieci (dla dużej energetyki jak Tauron, Enea, PSE etc.) i automatyki (spółka Procom System stynąca z unikalnego systemu ochrony ryb Neptun).

Główni akcjonariusze spółki



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Zmiany w akcjonariacie 2017-2021 [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

### Transakcje insiderów w ostatnich latach

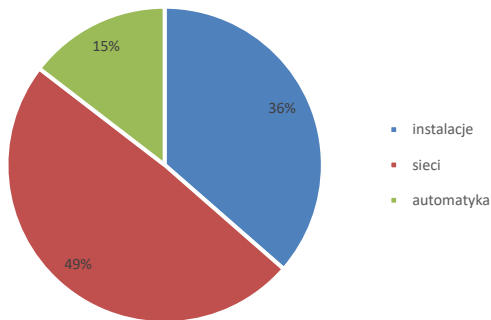
kto	data	ilość	cena	wartość	%
S. Cieśla	04.06.2018	10 000	5,28	52 800	0,10%
E. Folta	10.09.2018	4 827	3,66	17 667	0,05%
S. Cieśla	10.09.2018	10 000	3,7	37 000	0,10%
A. Diakun	11.09.2018	11 700	3,6	42 120	0,12%
A. Diakun	13.09.2018	26 500	3,7	98 050	0,27%
E. Folta	21.09.2018	16 373	3,95	64 673	0,16%
J. Walulik	24.09.2018	30 000	4,16	124 800	0,30%
K. Wieczorkowski	08.10.2018	499 149	3,9	1 946 681	5,01%
A. Bober	26.11.2020	2 000	5,72	11 440	0,02%
A. Bober	27.11.2020	2 000	5,72	11 440	0,02%
A. Bober	01.12.2020	4 000	5,5	22 000	0,04%
A. Bober	26.05.2021	4 000	6,00	24 000	0,04%
E. Folta	16.06.2021	-2 880	6,98*	-20 102	-0,03%
E. Folta	25.06.2021	-1 000	6,9*	-6 900	-0,01%
E. Folta	05.07.2021	-9 796	6,98*	-68 376	-0,10%
E. Folta	06.07.2021	-1 104	6,88*	-7 596	-0,01%

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka. \*- cena zamknięcia z danego dnia

### Struktura segmentowa sprzedaży

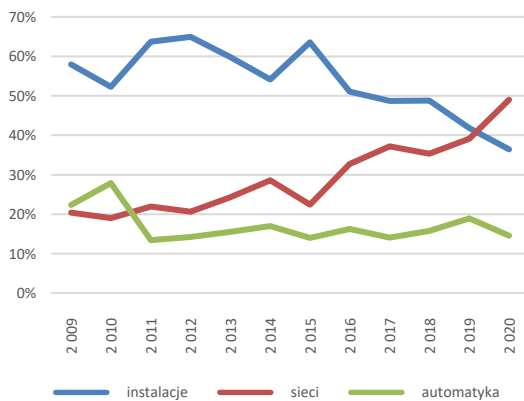
Spółka ok. 70% sprzedaży realizuje w obszarze zawodowej energetyki (>40%), przemysłu (ok. 20%) i ochrony środowiska (ok. 10%). Znaczące obszary sprzedaży to również wojsko (kontrakty Zeus z MON) i infrastruktura społeczna (zarządzanie siecią miejską we Wrocławiu). Głównym odbiorcą Elektrotim jest Tauron, gdzie jednostka dominująca realizuje >30% sprzedaży, a GK >20%. Współpraca z trwa nieprzerwanie od 2012 roku, od kiedy Tauron jest strategicznym klientem spółki.

Udział segmentów w sprzedaży GK ET SA w 2020 roku [%]



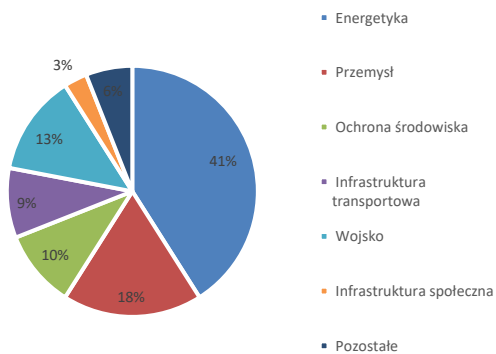
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Udział segmentów w sprzedaży GK ET SA [%]



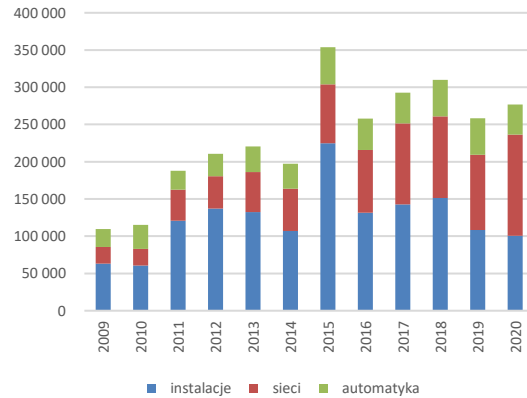
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Struktura segmentowa sprzedaży GK ET SA w 2020 roku [%]



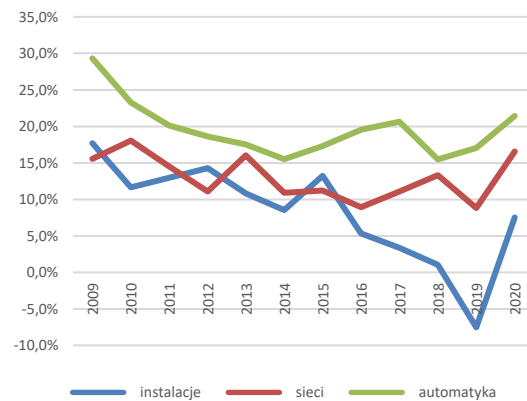
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody ze sprzedaży GK ETSA w podziale na segmenty [tys. PLN]



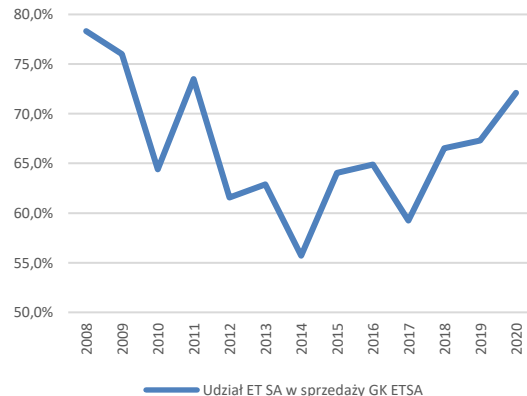
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marża brutto segmentów GK SA [%]



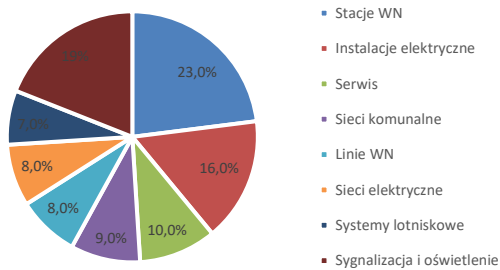
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Udział jednostki dominującej w sprzedaży GK ET SA [%]



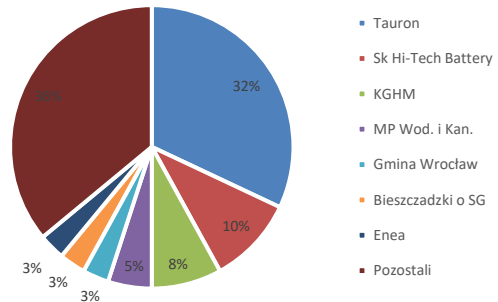
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Struktura produktowa sprzedaży GK ET SA w 2020 roku [%]



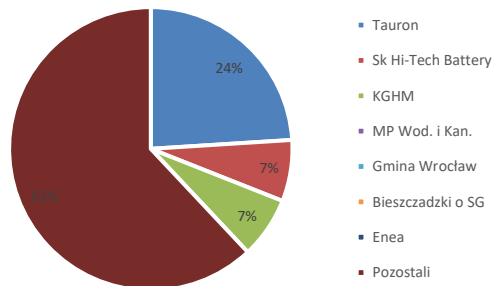
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Gł. odbiorcy ET SA w 2020 roku [%]



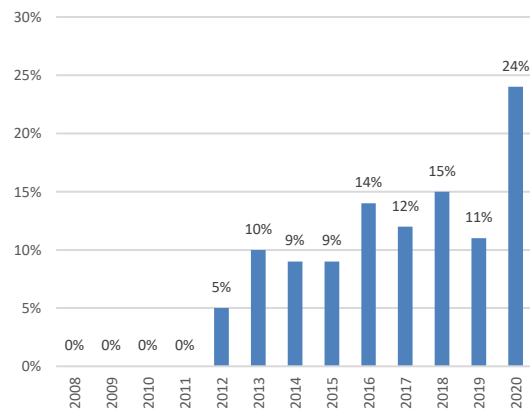
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Gł. odbiorcy GK ET SA w 2020 roku [%]



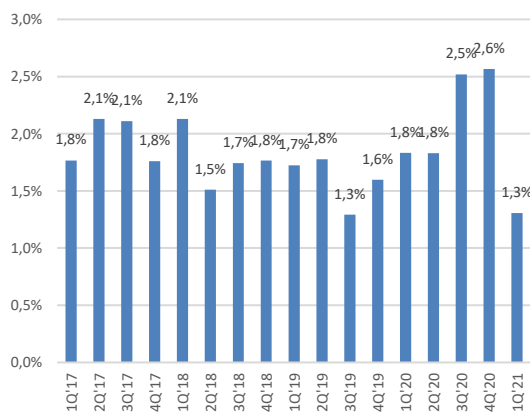
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Udział Tauron w przychodach GK ET SA [%]



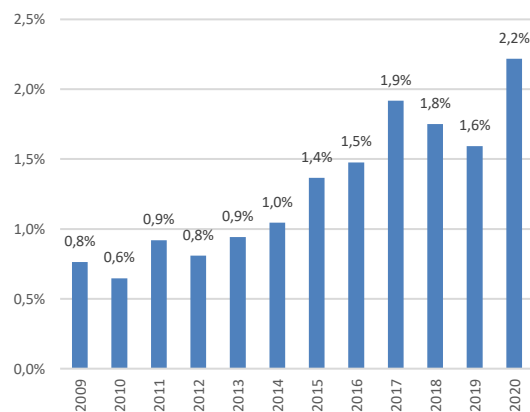
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Udział segmentu sieci w wydatkach dystrybucyjnych spółek energetycznych [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka, Tauron, PGE, Enea, Energa

Udział segmentu sieci w wydatkach dystrybucyjnych spółek energetycznych [%]

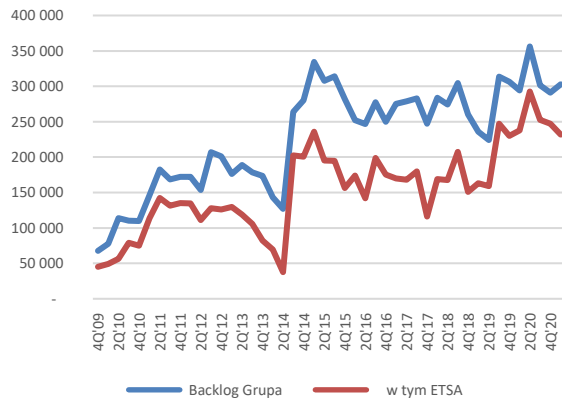


Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka, Tauron, PGE, Enea, Energa

### Portfel zleceń

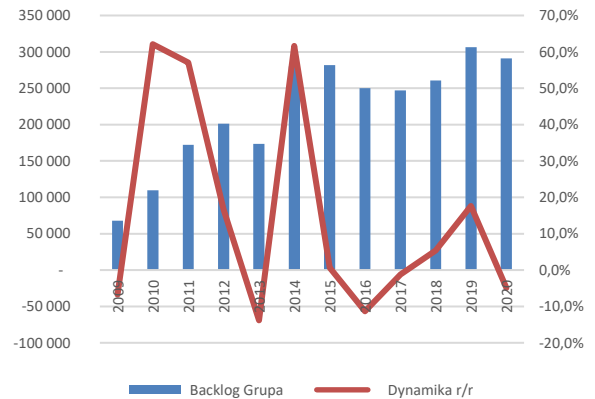
Na koniec 1Q'21 portfel zleceń wynosił 302,6 mln PLN (+2,8% r/r) w tym w jednostce dominującej 231,8 mln PLN (-2,5% r/r), a w spółkach zależnych (Zeus, Procom, Ostoya) 70,8 mln PLN (+25% r/r). Spółka realizuje relatywnie małe zlecenia (średnio 10-15 mln PLN netto), a portfel ma krótki horyzont realizacji (średnio ok. 15 miesięcy), co ogranicza ryzyko wzrostu kosztów materiałowych.

Backlog [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Backlog na koniec roku [mln PLN] i dynamika jego zmiany [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka. LS- Backlog, PS- dynamika r/r

### Znaczące umowy o których informowała spółka w latach 2016-2021

Data	klient	wartość netto MPLN	zadanie	koniec
26.01.2016	RZI we Wrocławiu	11,79	Modernizacja systemów alarmowych strefy magazynowej – Skład Duninów	30.06.2020
15.02.2016	Tauron Dystrybucja Wałbrzych	5,76	R-Boguszków modernizacja stacji 110/20kV	16.12.2016
25.02.2016	RZI w Szczecinie	9,22	Modernizacja ogrodzenia wewnętrznego i zewnętrznego, instalacji oświetlenia zewnętrznego, SSWIN i SKD w Składzie – Rejonowej Bazy Materiałowej – Dąrtowo	27.04.2017
17.05.2016	Tauron Dystrybucja Wałbrzych	7,60	"Modernizacja linii S-212 relacji R-Świebodzice – R-Żarów,	23.08.2018
01.06.2016	Tauron Dystrybucja Legnica	4,00	"Wykonanie robót przy infrastrukturze elektroenergetycznej n i SN na terenie Regionu Legnica."	30.11.2018
13.06.2016	KGHM	5,24	"E-2 Wymiana prostowników wraz z systemem wentylacji oraz rozdzielnic OSR23/2" w Oczyszczalni Elektrolitu Wydziału P-27 Huty Miedzi Głogów.	10.01.2017
04.08.2016	CZSIUT z/s w Warszawie	4,84	Rozbudowa infrastruktury teleinformatycznej oraz podstacji PCŁU na terenie kompleksu wojskowego w m. Świdwin	15.02.2018
20.09.2016	KGHM	9,29	"Wymiana rozdzielnic RNN-1.13.1/1 500V, RNN-1.13.1/2 500V, RNN-1.11.1/2 500V i RNN-1.11.1/1 500V	03.04.2018
07.03.2017	Lokum Developer	11,92	"Skablowanie trzech dwutorowych linii napowietrznych 110kV w celu uwolnienia działki pod inwestycje planowane przy ul. Gnieźnieńskiej we Wrocławiu."	31.01.2018
10.04.2017	12. Terenowym Oddział Lotniskowy w W-wie	20,73	Modernizacja drogi startowej wraz z przebudową urządzeń pomocniczych" na lotnisku Łask.	03.04.2018
08.05.2017	Nestle Polska S.A	4,76	Przebudowa wewnętrznych instalacji kanalizacji deszczowej, zbiorników retencyjnych wody deszczowej, kanalizacji sanitarnej, sieci ppoż. dla zakładu produkcyjnego Nestle Purina w Nowej Wsi Wrocławskiej I etap	31.05.2017
18.08.2017	Nestle Polska S.A	6,59	Przebudowa wewnętrznych instalacji kanalizacji deszczowej, zbiorników retencyjnych wody deszczowej, kanalizacji sanitarnej, sieci ppoż. dla zakładu produkcyjnego Nestle Purina w Nowej Wsi Wrocławskiej- II etap	
31.07.2018	PGK w Wiszni Małej	20,31	Budowa sieci kanalizacji sanitarnej wraz z przepompowniami ścieków w miejscowości Psary gmina Wisznia Mała	31.10.2019
12.09.2019	Enea Operator (Szczecin)	11,50	Przebudowa stacji elektroenergetycznej 110/15kV GPZ Żelechowo – etap I – Przebudowa rozdzielni 15kV	
11.09.2019	Tauron Dystrybucja (Legnica)	22,00	"Budowa stacji 110/20 kV Jawor Strefa – 99/2019/ZAK2."	13.05.2021
16.08.2019	Tauron Dystrybucja Tarnów	10,23	"Rozbudowa infrastruktury technicznej Systemu Łączności Dyspozytorskiej na obszarze TAURON Dystrybucja S.A. Oddział w Tarnowie",	30.11.2020
12.08.2019	Tauron Dystrybucja Jelenia Góra	9,25	Rozbudowa infrastruktury technicznej Systemu Łączności Dyspozytorskiej działającego na obszarze TAURON Dystrybucja S.A. Oddział w Jeleniej Górze	30.11.2020
08.08.2019	Tauron Dystrybucja Legnica	12,68	Rozbudowa infrastruktury technicznej Systemu Łączności Dyspozytorskiej działającego na obszarze TAURON Dystrybucja S.A. Oddział we Wrocławiu oraz Oddział w Legnicy.	30.11.2020
07.08.2019	SK hi-tech Battery Materials Poland	22,80	"Budowa linii kablowej 110kV oraz stacji GPO w celu zasilenia zakładu produkcji separatorów do akumulatorów w Dąbrowie Górniczej"	11.12.2020
14.11.2019	Tauron Dystrybucja (Kraków)	10,65	"Rozbudowa infrastruktury technicznej Systemu Łączności Dyspozytorskiej na obszarze Tauron Dystrybucja S.A. Oddział w Krakowie Część 2	20.11.2020
04.12.2019	PSE	13,49	ZKO Bydgoszcz	31.12.2023
13.12.2019	PSE	15,64	ZKO Poznań etap II	31.12.2023
19.12.2019	Bieszczadzki oddział SG w Przemysłu	17,63	Rozbudowa systemów ochrony technicznej granicy zewnętrznej UE w zakresie urządzeń nadzoru".	30.09.2021
29.07.2020	Enea Operator (Szczecin)	27,44	„Modernizacja stacji 110/SN kV Reclaw, Gryfice i Gumieńce w celu poprawy bezpieczeństwa energetycznego”	31.07.2022
12.03.2021	Enea	11,66	„Zwiększenie potencjału sieci energetycznej ENEA Operator Sp. z o.o. w celu odbioru energii elektrycznej z odnawialnych źródeł na terenie województwa zachodniopomorskiego. Modernizacja stacji WN/SN Pyrzyce”	11.01.2022
30.04.2021	PGE GiEK	9,75	„Połączenie Elektrociepłowni Pomorzany z polami nowej rozdzielni 110 kV Pomorzany (GIS) dla PGE GiEK S.A. Oddział Zespół Elektrowni Dolna Odra”.	18.10.2022
06.05.2021	E&W	8,48	Wybudowanie GPO Żółkiewka 110 kV (GPZ).	30.04.2022

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka. Na szarym tle kontrakty w realizacji

### Strategia 2019-2022 („Wizja roku 2022”)

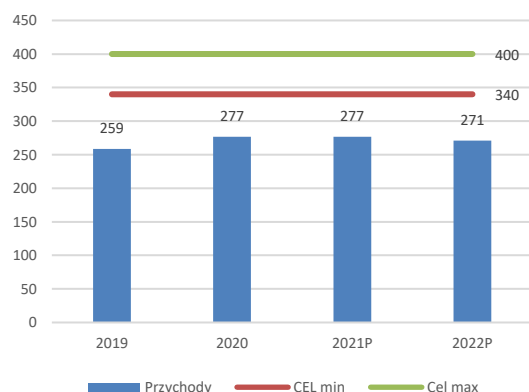
W dniu 13 listopada 2018 roku RN Spółki zatwierdziła Strategię ELEKTROTIM na lata 2019-2022. Strategia została zorientowana na długoterminowy, stabilny i zrównoważony rozwój zapewniający wzrost wartości Spółki. Cel ten będzie realizowany dzięki założeniom przyjętym w „Wizji roku 2022”:

1. Spółka będzie firmą specjalizującą się w elektroinformatyce. Zadania, które obecnie wykonują systemy automatyki, będą realizowane przez systemy informatyczne.
2. Spółka będzie oferowała instalacje, sieci elektryczne i stacje elektroenergetyczne o napięciach znamionowych do 400kV oraz coraz więcej produktów związanych z informatyką dla instalacji, sieci i stacji elektroenergetycznych.
3. Spółka będzie utrzymywała infrastrukturę komunikacyjną oraz będzie dostarczała produkty inwestycyjne dla budownictwa drogowego i kolejowego.
4. Spółka dominująca (ET SA) uzyska przychody w przedziale 230 - 270 mln PLN.
5. Grupa Kapitałowa uzyska przychody w przedziale 340 - 400 mln PLN.

Na późniejszej konferencji z analitykami ówczesny prezes A. Diakun komunikował, że spodziewa się marży EBIT >7% i 15% ROE, a efektem realizacji strategii ma być kapitalizacja spółki w wysokości 250 mln PLN (obecnie <70 mln PLN).

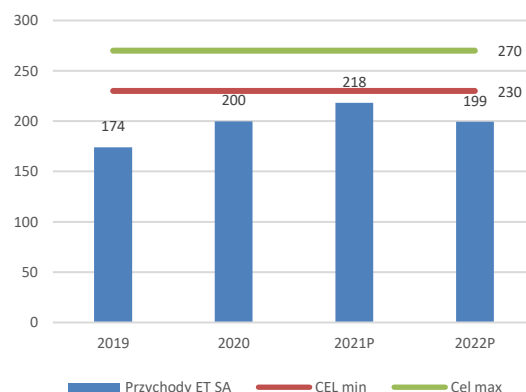
Na konferencji w kwietniu 2021 nowy prezes A. Bober ocenił, że cel 400 mln PLN przychodów w 2022 roku jest realny. W 2020 roku spółka miała 277 mln PLN sprzedaży, a w 2022 roku konserwatywnie oczekujemy, że będzie to podobny poziom.

Przychody GK Elektrotim vs założenia strategiczne [mln PLN]



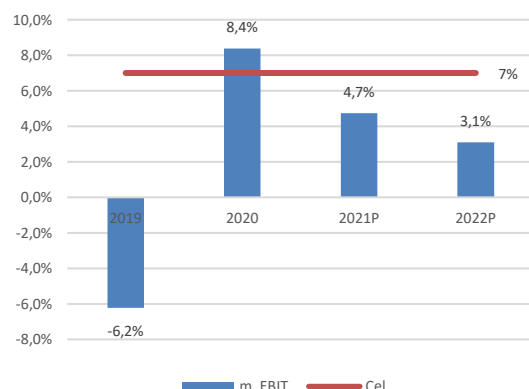
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, szacunki własne

Przychody Elektrotim SA vs założenia strategiczne [mln PLN]



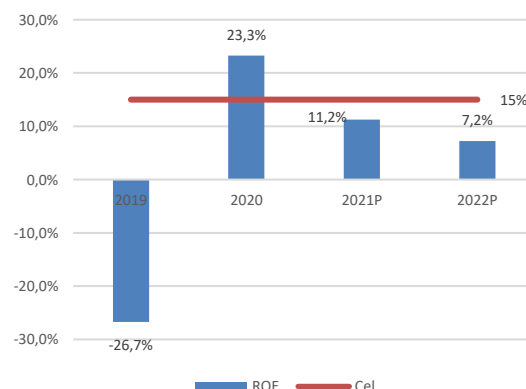
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, szacunki własne

Marża EBIT GK Elektrotim vs założenia strategiczne [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, szacunki własne

ROE GK Elektrotim vs założenia strategiczne [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, szacunki własne

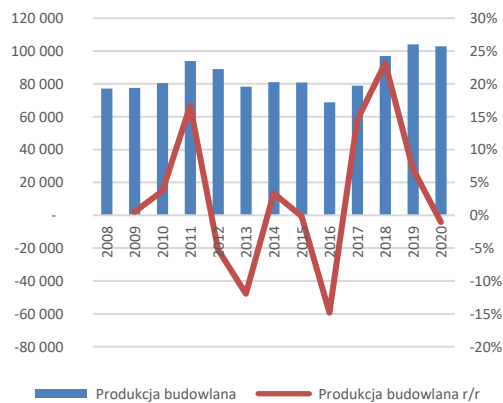
## OTOCZENIE RYNKOWE

### Otoczenie w branży budowlanej

Sektor budowlany doświadczył niewielkiego spadku aktywności w okresie pandemii wirusa COVID-19 w 2020 roku, a w kolejnych miesiącach był beneficjentem boomu budowlanego i remontowego. W 2021 roku obserwowana była kontynuacja silnego popytu i bezprecedensowy wzrost kosztów surowców.

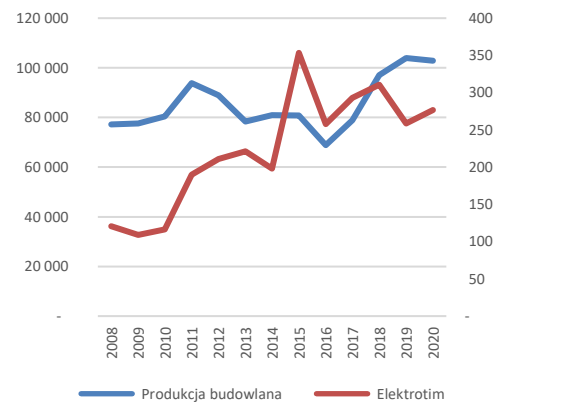
Obecnie najbardziej „rozgrzany” segmentem rynku jest budownictwo mieszkaniowe, gdzie Polacy w 2Q'21 rozpoczęli budowę rekordowych ponad 80 tys. mieszkań. Teraz czekamy na rozpędzenie inwestycji w energetyce, a także przyśpieszenie inwestycji w kolejnictwie i drogownictwie.

Produkcja budowlano-montażowa (LS, MPLN) vs dynamika r/r (PS, %)



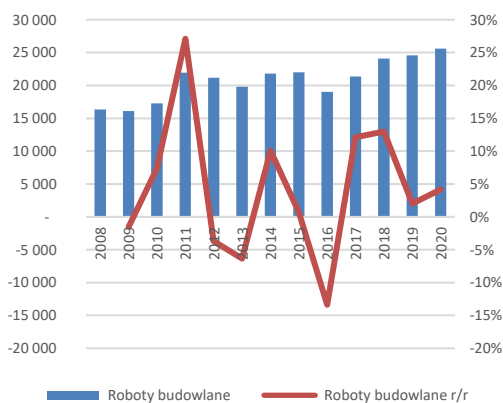
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, GUS

Produkcja budowlano-montażowa (LS) vs sprzedaż Elektrotim (PS) [MPLN]



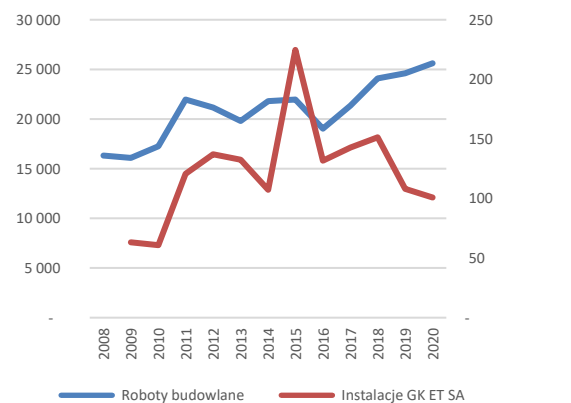
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, GUS

Roboty budowlane (LS, MPLN) vs dynamika r/r (PS, %)



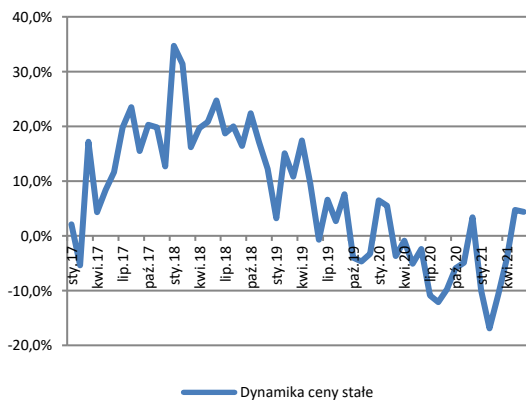
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, GUS

Roboty budowlane (LS) vs sprzedaż Instalacje Elektrotim (PS) [MPLN]



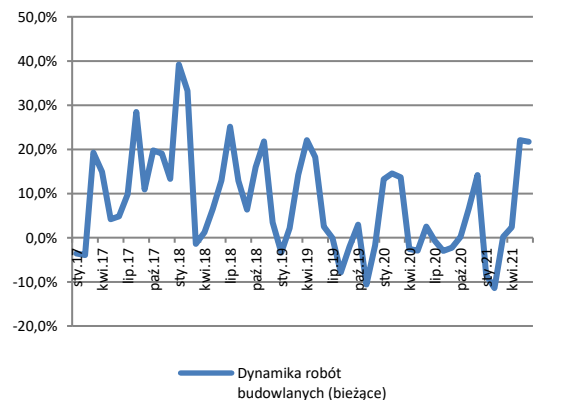
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, GUS

Miesięczna dynamika produkcji budowlano-montażowej [% r/r]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, GUS

Miesięczna dynamika robót budowlanych [% r/r]



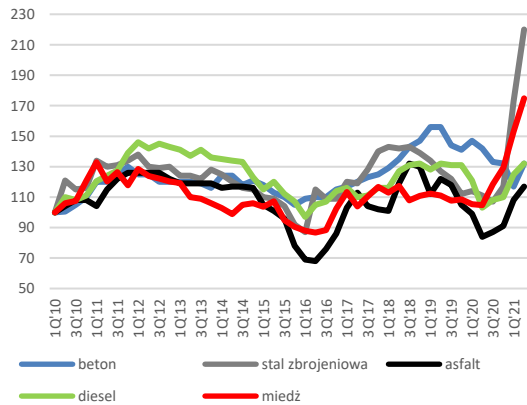
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, GUS

### Wzrost kosztów materiałowych wyzwaniem dla branży

Największym wyzwaniem dla branży jest obecnie bezprecedensowy wzrost kosztów surowcowych w szczególności metali przemysłowych, co odbija się gł. na firmach realizujących duże kontrakty infrastrukturalne. Od końca 2019 roku ceny stali wzrosły o blisko 100%, a miedzi o blisko 70%. W związku ze wzrostem cen ropy o ok. 40% zdrożał asfalt przy relatywnie stabilnych kosztach betonu.

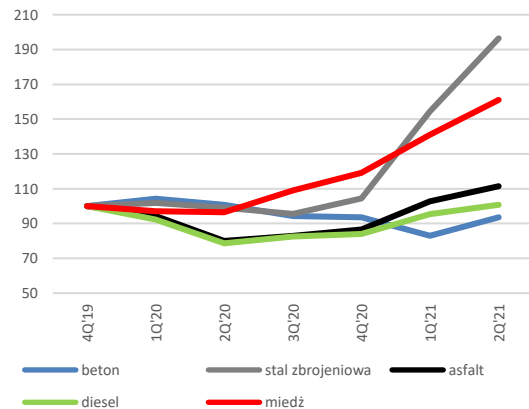
Na bazie historycznych danych nie dostrzegamy istotnej ujemnej korelacji między ceną miedzi a rentownością Elektrotim. Wskazujemy, że spółka realizuje relatywnie krótki backlog (średnio 15 miesięcy) z małą wartością pojedynczych zleceń.

Indeks kosztów kluczowych materiałów w budownictwie [1Q'10=100]



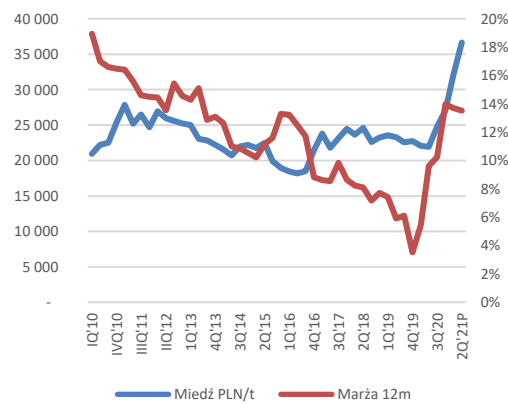
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Budimex, Bloomberg

Indeks kosztów kluczowych materiałów w budownictwie [4Q'19=100]



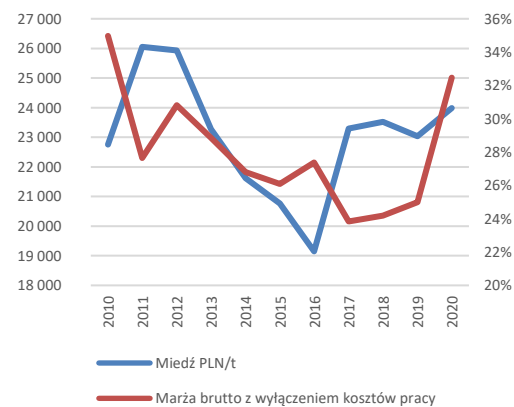
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Budimex, Bloomberg

Ceny miedzi (PLN/t, LS) vs marża brutto Elektrotim 12M (% PS)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Bloomberg

Ceny miedzi (PLN/t, LS) vs marża brutto Elektrotim 12M (% PS)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Bloomberg



### Dystrybucja- kluczowy obszar przychodowy (strategie grup energetycznych w Polsce)

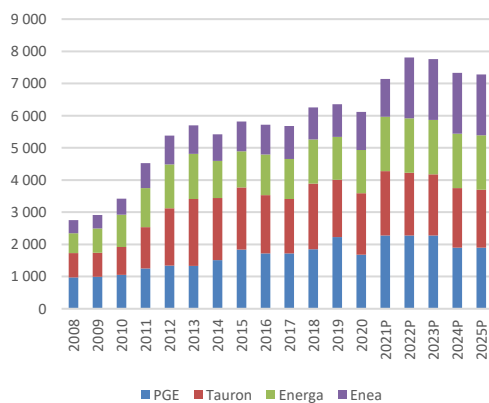
Segment sieci to ok. 50% sprzedaży grupy kapitałowej Elektrotim. Przychody segmentu zależne są od nakładów inwestycyjnych OSD w tym obszarze w szczególności Tauron i Enea. Nakłady 4 OSD w 2021-2025P powinny wzrosnąć o ok. 24% vs 2016-2020 do ponad 37 mld PLN. Największy wzrost nakładów na dystrybucję (zgodnie ze strategią koncernu) w latach 2021-2025 przypada na GK Enea. Również Tauron powinien zanotować wzrost budżetów.

#### Nakłady na dystrybucję OSD w latach 2008-2020 i prognoza do 2025P [mln PLN]\*

mln PLN	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
PGE	970	993	1 054	1 255	1 339	1 335	1 508	1 841	1 721	1 716	1 853	2 225	1 680	2 280	2 280	2 280	1 900	1 900
Tauron	762	746	867	1 285	1 786	2 081	1 935	1 925	1 806	1 693	2 040	1 785	1 908	2 000	1 950	1 900	1 850	1 800
Energa	612	762	998	1 210	1 364	1 397	1 148	1 123	1 263	1 247	1 368	1 334	1 350	1 690	1 690	1 690	1 690	1 690
Enea	410	412	506	775	896	890	826	925	924	1 022	1 000	1 013	1 176	1 176	1 888	1 888	1 888	1 888
<b>RAZEM</b>	<b>2 754</b>	<b>2 913</b>	<b>3 425</b>	<b>4 525</b>	<b>5 385</b>	<b>5 703</b>	<b>5 417</b>	<b>5 814</b>	<b>5 714</b>	<b>5 678</b>	<b>6 261</b>	<b>6 357</b>	<b>6 114</b>	<b>7 146</b>	<b>7 808</b>	<b>7 758</b>	<b>7 328</b>	<b>7 278</b>
r/r wydatki		6%	18%	32%	19%	6%	-5%	7%	-2%	-1%	10%	2%	-4%	17%	9%	-1%	-6%	-1%
r/r segment sieci ET SA			-1%	88%	5%	23%	5%	40%	6%	29%	1%	-8%	34%	-14%	15%	-1%	-6%	-1%
udział sieci ET SA		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
r/r ET SA		-10%	7%	63%	11%	5%	-11%	79%	-27%	14%	6%	-17%	7%	0%	-2%	6%	7%	0%

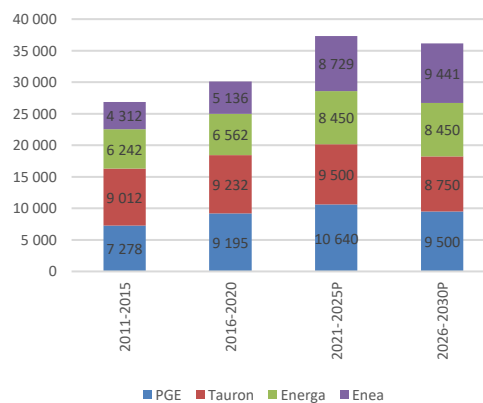
Źródło: BDM, spółka, szacunki własne. \*- na podstawie strategii Tauron, Enea, Energa, PGE.

#### Nakłady na dystrybucję OSD i prognoza do 2025P [mln PLN]\*



Źródło: BDM, spółka, szacunki własne. \*- na podstawie strategii Tauron, Enea, Energa, PGE.

#### Nakłady na dystrybucję OSD i prognoza do 2025P [mln PLN]\*



Źródło: BDM, spółka, szacunki własne. \*- na podstawie strategii Tauron, Enea, Energa, PGE.

### Strategia Tauron (gł. klient spółki) 27.05.2019 (zapowiadana aktualizacja do końca 2021):

Zgodnie z obowiązującą Strategią i przyjętą aktualizacją kierunków strategicznych wzrost wartości Grupy oparty będzie przede wszystkim na:

- regulowanym i stabilnym segmencie Dystrybucji;
- rozwoju źródeł nisko- i zeroemisyjnych;
- konwencjonalnych aktywach wytwórczych otrzymujących wsparcie;
- sprzedaży produktów oraz usług energetycznych i okołoenerygetycznych dostosowanych do potrzeb klientów.

Dzięki realizacji planowanych działań możliwe będzie zwiększenie udziału źródeł nisko- i zeroemisyjnych w strukturze wytwórczej z 10% w 2018 r. do blisko 30% w 2025 r. i ponad 65% w 2030 r.

Realizacja strategii w latach 2016-2020 wymagała ok. 18 mld PLN CAPEX w tym 9,5 mld w Dystrybucji (1,9 mld PLN średniorocznie). Ostatecznie spółka zrealizowała ten plan (19,2 mld PLN ogółem i 9,2 mld PLN w Dystrybucji). W kolejnych latach przyjmujemy co najmniej 2 mld PLN nakładów w obszarze Dystrybucji.

### Strategia ENEA (jeden z klientów spółki) 12.12.2019 (zapowiedziana aktualizacja w 2021 roku)

W grudniu 2019 roku spółka przedstawia strategię do 2030 roku z perspektywą 2035 roku. Najważniejsze cele to m.in. obniżenie emisyjności aktywów <550 kg CO<sub>2</sub>/MWh do 2030 roku, wzrost udziału OZE do 33%. Grupa szacuje nakłady inwestycyjne na utrzymanie ciągłości funkcjonowania oraz na nowe moce wytwórcze w wysokości ponad 64 mld PLN w perspektywie 2035 roku, w tym obszar Dystrybucji 26,9 mld PLN czyli aż 1,6 mld PLN średniorocznie i ok. 14,7 mld PLN na OZE.

Strategia PGE 19.10.2020

Strategia do roku 2030 z perspektywą do 2050 została opublikowana po realizacji poprzedniej 5-latk 2016-2020, gdzie spółka skupiała się na rozwoju konwencjonalnych źródeł wytwarzania i ciepłownictwie. W nowej strategii spółka zapowiedziała osiągnięcie neutralności klimatycznej do 2050 roku poprzez inwestycje ok. 75 mld PLN w nowe OZE i dystrybucję. Potencjał inwestycyjny/kredytowy ma uwolnić plan wydzielenia aktywów węglowych.

Strategia Energa 27.04.2021

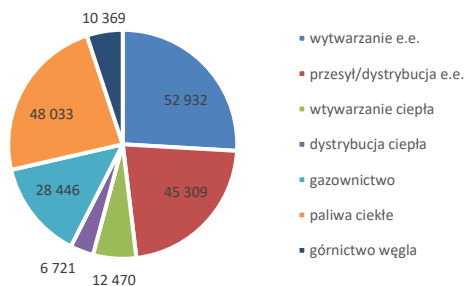
W dniu 27.04.21 RN podjęła uchwałę o zatwierdzeniu "Wieloletniego Planu Inwestycji Strategicznych Grupy Energa na lata 2021-2030". Zgodnie z WPIS łączne nakłady na inwestycje podstawowe i dodatkowe Energa planowane na lata 2021-2030 wynoszą ok. 29,7 mld PLN, z czego ok. 13,4 mld PLN w latach 2021-2025. W Linii Biznesowej Dystrybucja w okresie od 2021 do 2030 roku zostanie poniesionych ok. 16,9 mld PLN nakładów. Inwestycje będą dotyczyły głównie budowy, przebudowy i rozbudowy sieci dystrybucyjnej w związku z poprawą niezawodności dostaw energii elektrycznej, przyłączeniem źródeł energii elektrycznej oraz rosnącymi przepływaniami w sieci, jak również budowy lub rozbudowy sieci związanej z przyłączeniem odbiorców.

**Transformacja energetyczna i rola Elektrotim**

Dn 02.02.2021 roku rząd przyjął Politykę energetyczną Polski do 2040 roku. Dokument opiera się na III kluczowych filarach: sprawiedliwej transformacji, budowie zeroemisyjnego systemu energetycznego oraz dobrej jakości powietrza. Udział OZE w końcowym zużyciu e.e, w 2030 roku ma wynieść 23%, a redukcja CO2 (vs bazowy 1990) -30%. Moc zainstalowana morskich farm wiatrowych ma wynieść 5,9 GW w '30 i do 11 GW w '40.

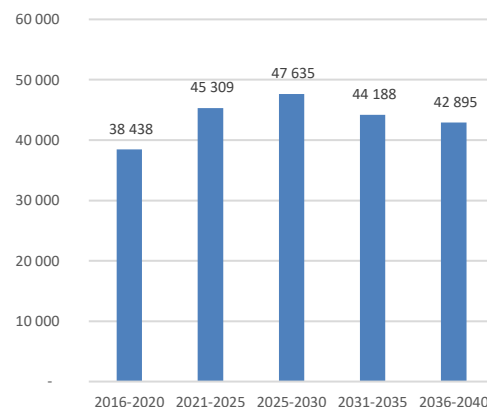
PEP2040 ma być wspólnym mianownikiem dla wydatkowania funduszy, w tym rozpoczętego procesu programowania środków unijnych na lata 2021-2027 (Polityka Spójności, Krajowy Plan Odbudowy i Fundusz Sprawiedliwej Transformacji). Wg PEP cała transformacja energetyczna może kosztować ok. 1,6 bln PLN w latach '21-'40., a jej szczyt przypadnie na lata '21-'25 (ok. 450 mld PLN w tym. ok. 100 mld PLN w sektorze energetycznym, z czego blisko połowa w obszarze dystrybucji). Zwracamy uwagę na prognozowany wzrost nakładów na dystrybucję energii do 2030 roku (w latach '21-'25 +18% vs poprzednia 5-latka).

**Podział prognozowanych nakładów w sektorze paliwowo-energetycznym 2021-2025 [mln PLN]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PEP 2040

**Prognozowane nakłady w obszarze dystrybucji i przesyłu energii w latach 2021-2025 [mln PLN]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PEP 2040

Oprócz nakładów ponoszonych przez koncerny energetyczne, dotacji z Polityki Spójności finansowanie transformacji energetycznej zapewnić ma rozdysponowanie środków z Funduszu na rzecz Sprawiedliwej Transformacji (do Polski może trafić nawet 4,4 mld EUR) i Krajowego Funduszu Odbudowy, gdzie energetyka ma być największym beneficjentem (ok. 37% na „zielone inwestycje” z budżetu sięgającego >100 mld PLN).

Dn 15.07.2021 KE przyjęła pakiet propozycji „fit for 55”, których celem jest dostosowanie polityki UE w dziedzinie klimatu, energii, użytkowania gruntów, transportu i opodatkowania w taki sposób, aby obniżyć emisję CO2 netto o co najmniej 55% do 2030 r. vs 1990 rok. (poprzedni cel -40%). Nowy pakiet to konsekwencja przyjętego w grudniu 2019 roku Europejskiego Zielonego Ładu prowadzącego do nadrzędnego celu neutralności klimatycznej w 2050 roku. W związku z nowymi celami udział OZE w konsumpcji energii w 2030 roku w UE ma sięgnąć ok. 65% vs 55% poprzednio (21% w 2010 i 34% w 2019).

Kompetencje Elektrotim pozwalają oczekiwać, że spółka powinna być beneficjentem transformacji energetycznej w zakresie:

- przyłączenia do sieci nowych mocy wytwórczych w szczególności OZE (spółka już realizuje kontrakty z tego obszaru);
- poprawy pewności zasilania odbiorców (kontynuacja modernizacji sieci i rosnące budżety inwestorów- wg PEP stopień odtworzenia sieci powinien wynosić co najmniej 1,5% rocznie aż do osiągnięcia średniej poniżej 25 lat);
- budowy/rozbudowy/modernizacji stacji/rozdzielni wysokich napięć (projekty realizowane dla PSE).

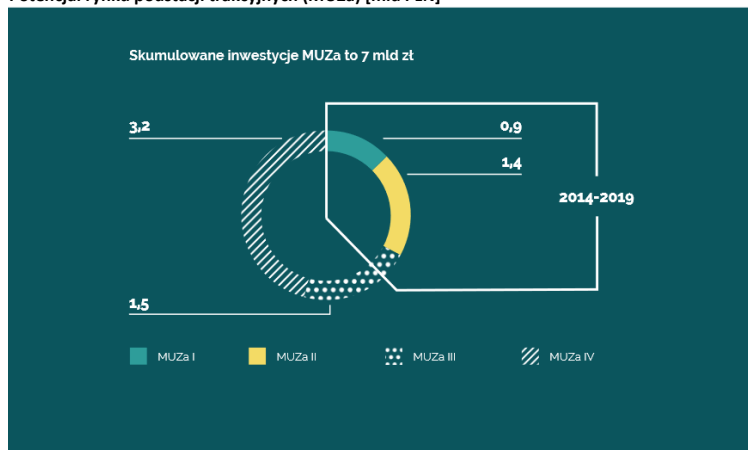
Ponadto w 2021 roku ma zostać opracowany krajowy plan skablowania (z linii napowietrznej do ziemi) sieci średniego napięcia do 2040 roku (odsetek skablowanych linii jest jeden z najniższych w UE, a ponad 41 tys. przebiega przez tereny zadrzewione).

Zwracamy uwagę, że rosnąca liczba prosumentów i popularyzacja tzw. klastrów energii/spółdzielni energetycznych wymaga dostosowania systemów dystrybucyjnych. Trend decentralizacji systemu energetycznego będzie wspierał również rozwój elektromobilności, co zwiększy zapotrzebowanie na punkty ładowania czy magazyny energii.

#### Perspektywiczna kolej (nowy obszar) i wojsko (firma ZEUS)

Dn. 25 maja 2021 r. Prezes URE zaakceptował największy w historii PKP Energetyka Plan Rozwoju. 4,4 mld PLN zostanie przeznaczony na inwestycje w infrastrukturę niezbędną do zapewnienia zasilania trakcji kolejowej. Priorytetem jest tzw. Program Modernizacji Układów Zasilania (MUZa), za który PKP Energetyka jest odpowiedzialna nieprzerwanie od 2011 roku. W latach 2011-2020 w ramach MUZy zrealizowano projekty o wartości ponad 2 mld PLN. Do 2025 r. na realizację programu PKP Energetyka oraz przyłączenia nowych klientów przeznaczy prawie 3,65 mld PLN. To ok. 84% całości środków przewidzianych w Planie Rozwoju na inwestycje infrastrukturalne. Najwyższe wydatki w ramach Planu są przewidziane na rok 2023 – ponad 1 mld PLN. Średniorocznie inwestycje PKP Energetyka wyniosą około 880 mln PLN.

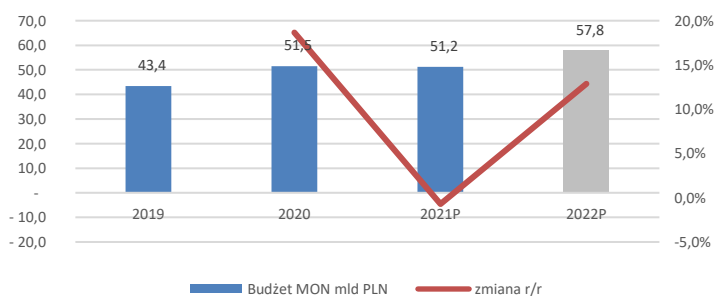
Potencjał rynku podstacji trakcyjnych (MUZa) [mld PLN]



Źródło: strategia PKP Energetyka do 2030 roku

Po stagnacji w 2021 roku budżet MON na 2022 rok, dla którego prace wykonuje gł. spółka zależna ZEUS, ma wzrosnąć o 13% r/r do blisko 58 mld PLN. Zeus ma roczną sprzedaż na poziomie 30-50 mln PLN. Spółkę wyróżnia to, że posiada poświadczenie bezpieczeństwa do klauzuli „tajne”, co umożliwi wykonywanie przetargów wojskowych.

Budżet MON [mln PLN, LS] i dynamika zmiany [% PS]



Źródło: BDM, MON

## PROGNOZA NA 2Q'21 I KOLEJNE OKRESY

### Prognoza na 2Q'21 i najbliższe kwartały

W 1Q'21 spółka zrealizowała stratę netto (-1,5 mln PLN) zamiast oczekiwanego zysku (1 mln PLN oczek.) przy sprzedaży ok. 20 mln PLN poniżej naszych założeń. Okres 2Q'21 powinien przynieść wyższą sprzedaż i dodatni wynik finansowy narastający na każdym poziomie, co prezes podtrzymywał na konferencji wynikowej 19.05.21. Podkreślaliśmy, że w okresie 1Q spółka z reguły generuje stratę (niski sezon), a po 2Q narastająco wychodzi na „plus” (największe zyski w 4Q). Dodatkowo porównywalny okres 1H'20 był zawyżony jednorazowymi zdarzeniami: w 1Q'20 sprzedaż siedziby na ul. Stargardzkiej we Wrocławiu (+6,2 mln PLN zysku), a w 2Q'20 rozwiązanie rezerwy na kary (+2,4 mln PLN). Tym samym raportowanych, ubiegłorocznych wyników nie uda się poprawić, ale blisko 2 mln PLN zysku netto po rozczarującym 1Q'21 powinno zostać pozytywnie przyjęte przez rynek.

Zaanalizowana marża brutto po 1Q'21 wyniosła 13,7% czyli w okolicach historycznej mediany. Liczymy, że utrzyma się ona na tym poziomie w najbliższych kwartałach (portfel budowany 2019/2020), choć prezes na kwietniowej konferencji wspominał o presji na ceny/marże na nowych zleceniach (odbije się na wynikach 2022 roku).

Na koniec 1Q'21 backlog grupy wynosił 303 mln PLN i powinien utrzymać się na tym poziomie w najbliższych okresach. W 2Q'21 spółka informowała o 2 większych umowach dla PGE Dolna Odra o wartości netto 9,8 mln PLN i dla E&W w zadaniu wybudowania GPO dla farmy wiatrowej Żółkiewka (8,5 mln PLN netto). Spółka jest coraz bardziej aktywna w przyłączach FW.

Wyniki za 2Q'21 spółka opublikuje 16.09.2021, a dzień później zaplanowana jest cokwartalna konferencja.

Prezes na konferencji za 1Q'21 podtrzymywał, że ambicją na 2021 rok jest powtórzenie ubiegłorocznych wyników, ale już bez zdarzenia jednorazowego, jakim była sprzedaż nieruchomości. Implikowałoby to wynik netto w okolicach 10 mln PLN. W naszych prognozach przyjmujemy ok. 9 mln PLN zysku netto. Podkreślaliśmy, że mimo rozczarowania po 1Q'21, nasze roczne założenia niewiele odbiegają od prognoz sprzed 1Q'21 wskutek wyższych założeń na 2Q'21.

### Perspektywy kolejnych kwartałów [mln PLN]

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21P	3Q'21P	4Q'21P	1Q'22P	2Q'22P	3Q'22P	4Q'22P
Przychody	57,1	65,3	53,3	82,8	52,6	49,9	70,6	103,7	52,2	71,4	68,9	84,3	53,0	62,8	65,7	89,3
instalacje	27,2	26,8	21,4	32,8	18,6	15,2	25,4	41,7	30,3	31,4	30,8	34,0	25,6	18,0	22,6	28,2
sieci	21,1	27,8	19,7	32,6	24,8	26,5	35,1	49,3	15,7	30,0	28,5	42,9	23,1	33,2	31,1	47,3
automatyka	8,6	10,7	12,2	17,4	9,3	8,3	10,1	12,6	6,3	10,1	9,7	7,3	4,4	11,7	12,1	13,8
Zysk brutto	0,5	-1,6	6,3	3,9	5,3	7,5	9,6	16,4	4,4	9,9	9,2	13,6	4,1	8,5	8,0	12,1
instalacje	-1,6	-5,4	-2,0	0,9	-0,1	1,3	1,8	4,6	2,2	2,6	2,3	4,3	1,9	1,3	1,6	2,0
sieci	1,5	3,0	2,5	2,0	4,0	4,6	5,2	8,7	0,9	5,1	4,6	7,5	1,3	4,6	3,7	7,1
automatyka	0,6	0,7	1,7	5,2	1,4	1,7	2,5	3,1	1,4	2,2	2,4	1,8	0,9	2,6	2,7	3,0
SG&A	5,1	6,0	4,9	6,4	5,7	6,3	5,6	6,3	5,2	7,5	5,6	5,9	5,4	7,1	5,6	6,2
% sprzedaży	8,9%	9,2%	9,1%	7,7%	10,7%	12,5%	7,9%	6,1%	10,0%	10,4%	8,1%	7,1%	10,1%	11,4%	8,5%	6,9%
PDO	0,1	-1,3	2,1	-3,9	5,9	2,4	-0,4	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-3,4	-7,6	0,7	-1,0	6,7	5,0	5,1	11,8	0,7	3,9	5,1	9,1	0,2	2,8	3,8	7,3
<b>EBITDA adj.</b>	<b>-3,5</b>	<b>-6,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>2,9</b>	<b>0,8</b>	<b>2,6</b>	<b>5,4</b>	<b>11,5</b>	<b>0,6</b>	<b>3,9</b>	<b>5,1</b>	<b>9,1</b>	<b>0,2</b>	<b>2,8</b>	<b>3,8</b>	<b>7,3</b>
EBIT	-4,4	-8,9	-0,5	-2,3	5,5	3,7	3,6	10,4	-0,6	2,5	3,7	7,7	-1,3	1,3	2,4	5,9
Zysk brutto	-4,8	-9,3	-1,0	-3,0	5,4	3,5	3,1	9,7	-1,0	2,2	3,4	7,3	-1,6	1,0	2,1	5,6
<b>Zysk netto</b>	<b>-4,3</b>	<b>-9,1</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,0</b>	<b>4,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,0</b>	<b>7,7</b>	<b>-1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,8</b>	<b>6,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,7</b>	<b>4,6</b>
Backlog	235,8	224,4	313,9	306,4	294,3	356,2	301,6	291,2	302,6	305,2	299,7	277,2	311,4	310,6	333,1	319,1
w tym ET SA	163,0	159,2	247,2	230,0	237,7	292,7	252,7	247,2	231,8	226,7	218,5	192,2	214,3	208,8	222,7	215,7
r/r	-16,9%	-18,3%	3,0%	17,7%	24,8%	58,8%	-3,9%	-5,0%	2,8%	-14,3%	-0,6%	-4,8%	2,9%	1,8%	11,1%	15,1%
nowe zlecenia	32,5	53,9	142,8	75,3	40,6	111,8	15,9	93,3	63,6	74,1	63,4	61,8	87,3	62,0	88,2	75,3
Marża brutto	1,0%	-2,5%	11,8%	4,7%	10,0%	15,0%	13,5%	15,8%	8,5%	13,9%	13,4%	16,1%	7,7%	13,5%	12,1%	13,6%
instalacje	-5,9%	-20,3%	-9,5%	2,9%	-0,6%	8,3%	7,2%	11,0%	7,3%	8,3%	7,5%	12,5%	7,3%	7,0%	7,0%	7,0%
sieci	7,0%	10,7%	12,6%	6,0%	16,2%	17,2%	15,0%	17,6%	5,5%	17,2%	16,0%	17,6%	5,5%	14,0%	12,0%	15,0%
automatyka	7,5%	7,0%	14,2%	30,0%	14,6%	20,4%	24,6%	24,5%	21,5%	21,5%	24,6%	24,5%	21,5%	22,0%	22,0%	22,0%
OCF	0,8	-8,2	-0,4	13,5	11,0	22,9	-16,8	17,3	-6,7	-8,7	7,4	8,5	-1,2	11,9	-0,7	2,5
CAPEX	-0,3	0,0	-0,1	0,2	-0,4	0,0	-0,6	0,3	-0,1	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4
FCF	0,5	-8,2	-0,5	13,7	10,6	22,9	-17,4	17,6	-6,8	-10,1	6,0	7,1	-2,6	10,5	-2,1	1,1
% kapitalizacji (12m)	-20,9%	-7,6%	1,8%	8,3%	23,9%	71,7%	45,7%	51,7%	25,0%	-25,6%	10,4%	-5,8%	0,7%	32,3%	19,8%	10,6%
Dywidenda	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	-4,0	---	---
DPS	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	-0,4	---	---
Zadłużenie netto	23,7	35,7	36,8	21,8	10,1	-10,5	5,5	-10,9	-3,9	6,4	0,7	-6,1	-3,2	-9,4	-7,0	-7,8
/EBITDA 12m	21,2	-7,9	-5,8	-1,9	-8,3	-0,9	0,3	-0,4	-0,2	0,3	0,0	-0,3	-0,2	-0,6	-0,4	-0,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, szacunki własne

**Perspektywa 2022+**

Najtrudniejszy dla spółki może być 2022 rok, kiedy na realizowanych obecnie kontraktach odbiją się rekordowe koszty materiałów budowlanych czy trudna sytuacja kadrowa z lat 2020-2021. Z drugiej strony dostrzegamy korzystne perspektywy dla działalności spółki w głównych obszarach jak sieci (wzrost nakładów OSD), automatyka (nowe inwestycje w przemyśle), wojsko (rekordowy budżet MON) czy budowanym obecnie segmencie trakcji (ok. 1 mld PLN rocznie na program MUZa). Widzimy więc potencjał do istotnie lepszej sprzedaży choć przy ryzyku niższej marży (szczególnie w 2022 roku). Wskazujemy, że nasze założenia zarówno pod względem przychodów jak i rentowności są istotnie poniżej strategii z 2018 roku (w 2022 roku przychody niższe o -20% od celu, a rentowność o ponad -50% niższa przy celu strategicznym 7% marży EBIT).

**Prognoza ogólna na lata 2021-2030 [mln PLN]**

	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody	258,6	276,8	276,9	270,9	287,2	307,6	308,3	307,0	306,9	306,8	306,8	306,8
instalacje	108,2	100,8	126,6	94,3	95,6	121,2	121,0	119,3	117,7	116,2	114,6	113,1
sieci	101,3	135,6	117,0	134,6	133,7	126,3	125,5	124,6	124,6	124,6	124,6	124,6
automatyka	48,9	40,3	33,4	42,0	57,8	60,1	61,8	63,0	64,5	66,1	67,6	69,1
Zysk brutto	9,1	38,7	37,2	32,6	36,2	37,7	38,0	38,2	38,6	38,9	39,3	39,6
instalacje	-8,1	7,6	11,4	6,7	6,7	8,5	8,5	8,4	8,2	8,1	8,0	7,9
sieci	8,9	22,5	18,1	16,7	16,8	16,0	16,0	16,0	16,1	16,2	16,4	16,5
automatyka	8,3	8,6	7,7	9,2	12,7	13,2	13,6	13,9	14,2	14,5	14,9	15,2
SG&A	22,3	23,8	24,2	24,2	25,3	26,5	26,9	27,3	27,8	28,3	28,8	29,3
% sprzedaży	8,6%	8,6%	8,7%	8,9%	8,8%	8,6%	8,7%	8,9%	9,1%	9,2%	9,4%	9,6%
PDO	-2,9	8,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-11,3	28,6	18,8	14,1	16,8	17,1	17,0	16,7	16,6	16,5	16,3	16,2
<b>EBITDA adj.</b>	<b>-8,4</b>	<b>20,3</b>	<b>18,6</b>	<b>14,1</b>	<b>16,8</b>	<b>17,1</b>	<b>17,0</b>	<b>16,7</b>	<b>16,6</b>	<b>16,5</b>	<b>16,3</b>	<b>16,2</b>
EBIT	-16,1	23,2	13,1	8,4	10,9	11,2	11,1	10,9	10,7	10,6	10,5	10,3
Zysk brutto	-18,1	21,6	11,9	7,2	9,7	10,0	9,9	9,6	9,5	9,8	10,0	10,3
<b>Zysk netto</b>	<b>-14,5</b>	<b>16,6</b>	<b>9,0</b>	<b>6,0</b>	<b>8,0</b>	<b>8,3</b>	<b>8,2</b>	<b>8,0</b>	<b>7,9</b>	<b>8,1</b>	<b>8,4</b>	<b>8,6</b>
Backlog	306,4	291,2	311,4	319,1	341,8	342,5	341,1	341,0	340,9	340,9	340,9	340,9
w tym ET SA	230,0	247,2	214,3	215,7	241,4	242,5	241,1	241,0	240,9	240,9	240,9	240,9
r/r	17,7%	-5,0%	6,9%	2,5%	7,1%	0,2%	-0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
nowe zlecenia	304,6	261,7	297,1	278,6	309,8	308,3	306,8	306,8	306,8	306,8	306,8	306,8
Marża brutto	3,5%	14,0%	13,4%	12,0%	12,6%	12,2%	12,3%	12,4%	12,6%	12,7%	12,8%	12,9%
instalacje	-7,5%	7,5%	9,0%	7,1%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
sieci	8,8%	16,6%	15,5%	12,4%	12,5%	12,6%	12,7%	12,8%	12,9%	13,0%	13,1%	13,2%
automatyka	17,0%	21,4%	23,1%	21,9%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
OCF	5,7	34,4	0,5	12,6	12,2	11,6	15,2	15,3	15,0	14,8	14,6	14,4
CAPEX	-0,3	-0,7	-4,3	-5,7	-5,7	-5,9	-5,9	-5,9	-5,9	-5,9	-5,9	-5,9
FCF	5,4	33,7	-3,8	6,9	6,5	5,7	9,3	9,5	9,2	9,0	8,8	8,6
% kapitalizacji (12m)	8,3%	51,7%	-5,8%	10,6%	9,9%	8,8%	14,3%	14,5%	14,1%	13,8%	13,5%	13,2%
Dywidenda	---	---	---	-4,0	-6,0	-8,0	-8,3	-8,2	-8,0	-7,9	-8,1	-8,4
DPS	---	---	---	-0,4	-0,6	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Zadłużenie netto	21,8	-10,9	-6,1	-7,8	-7,1	-3,6	-3,4	-3,4	-3,3	-3,6	-3,8	-4,0
/EBITDA 12m	-1,9	-0,4	-0,3	-0,6	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:****Krystian Brymora**

Dyrektor Wydziału  
tel. (+48) 501 238 443  
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl  
[strategia, chemia, przemysł, energetyka](#)

**Michał Fidelus**

Analityk rynku akcji  
tel. (+48) 666 073 972  
e-mail: michal.fidelus@bdm.pl  
[banki, finanse](#)

**Adrian Górniak**

Analityk rynku akcji  
tel. (+48) 668 516 977  
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl  
[deweloperzy, handel, media](#)

**Krzysztof Tkocz**

Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (+48) 516 086 705  
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl  
[gry komputerowe](#)

**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

**Historia rekomendacji na temat spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
<b>Kupuj</b>	<b>10,2</b>	---	---	<b>23.08.2021*</b>	<b>07:00 CEST</b>	<b>6,54</b>	<b>67 966</b>

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

**Objaśnienia używanej terminologii:**

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

**System rekomendacji:**

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);  
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);  
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);  
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);  
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).  
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.  
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu realizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:**

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'21*:	, 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	4	80%	0	0%
Akumuluj	1	20%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

\* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie emitentów dla których BDM świadczył usługi firm inwestycyjnych określone w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie [www.bdm.pl](http://www.bdm.pl).



**Nota prawna:**

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) 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 badanie inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport 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>

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.

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. 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 na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody 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 uwzględnił indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednio 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.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

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 uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatkowej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatkowej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa dnia 23.08.2021 roku (07:00 CEST). Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wycytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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.

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.

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.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu 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 nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

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.”. Zaznaczamy, że na dzień 20.08.2021 roku:

- 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 garantem lub współgarantem 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 jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
  - Nie 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 (BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki ELEKTROTIM).
  - 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
- Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.