



Dom Maklerski BDM S.A.

RELPOL

RAPORT ANALITYCZNY

Spółka w 2Q'22 zaprezentowała pogłębienie erozji marży. Na poziomie przychodów Relpol konsolidował jeszcze w tym okresie spółkę rosyjską (odpis aktywów uwzględniony został dopiero na poziomie zysku brutto). Spółka odczuwa rosnącą presję kosztową (energia, materiały i płace) i nie zakładamy zmian w tym obszarze w 2H'22. Jednocześnie znakiem zapytania pozostaje akceptacja podwyżek cen przez odbiorców (zwracamy uwagę m.in. na konkurencję z Azji). W długim terminie doceniamy ekspozycję spółki na obszar transformacji energetycznej oraz relacje z dużymi klientami. W krótszym horyzoncie czasu natomiast obawiamy się, że wynikiem ciążyć będą wspomniane wcześniej czynniki. Obniżamy cenę docelową do 6,32 PLN oraz zmieniamy rekomendację na AKUMULUJ.

Zwracamy uwagę, że na wzrost przychodów r/r w 2Q'22 wpływ miała konsolidacja spółki rosyjskiej (od 3Q'22 już nie będzie uwzględniana), wzrost ceny przekładników jak i wyższe kursy EUR/PLN oraz USD/PLN. Popyt na produkty do automatyki przemysłowej nadal się utrzymuje, jednak słabe perspektywy polskiego budownictwa sprawiają, że spadnie popyt na przekładniki do automatyki budynkowej. Z drugiej strony medalu transformacja energetyczna oraz popularność rozwiązań fotowoltaicznych, jak i zamówienia klientów strategicznych powinny stymulować sprzedaż na trudniejszym rynku.

Spółka boryka się z presją na marżę brutto ze sprzedaży, spada ona nieprzerwanie od 1Q'21. Marża w 2Q'22 wyniosła 17%, podczas gdy w latach 2020-21 oscylowała w okolicy 20%. Na rentowność negatywnie wpływa koszt wytworzenia produktów. Pomimo spadków cen miedzi w USD, spółka nie odczuwa ich w znaczącym stopniu z powodu aprecjacji USD, jak i stosowania wysokich dopłat przez dostawców materiałów na niej opartych. Dodatkowo od 2H'22 Relpol odczuje wzrost kosztów energii. Koszty pracy oraz usług obcych również rosną.

W stosunku do naszej poprzedniej rekomendacji uważamy, że wolumen sprzedaży spadnie, mimo to dynamika przychodów będzie pozytywna w wyniku wyższych cen przewodników oraz wysokich kursów walut zagranicznych. Na skutek presji kosztowej nowe prognozy zakładają spadek marży w latach '23 i '24.

Zakładamy, że spółka ma przed sobą trudniejszy rok, jednocześnie pozycja na rynku oraz naturalne zapotrzebowanie na przewodniki sprawią, że po ustabilizowaniu się sytuacji gospodarczej Relpol będzie gotowy wejść na rynek z nowymi produktami (przekładniki bistabilne) oraz z większą mocą produkcyjną (zakończona inwestycja w nową halę produkcyjną oraz nowa maszyna do produkcji przekładników wysokoprądowych).

	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody	135,8	122,2	121,0	133,6	150,6	156,7	164,5
EBITDA	17,8	13,1	16,2	15,9	13,8	14,6	16,5
EBIT	11,9	6,7	9,2	9,2	6,8	6,9	7,9
Wynik netto	9,2	4,9	7,8	6,6	1,9	4,3	5,0
OCF	11,7	13,4	12,6	8,3	4,3	13,1	13,5
FCF	4,1	3,3	3,6	-6,0	-6,3	-2,7	4,7
Dług netto	2,8	5,9	-0,2	4,8	10,9	15,0	11,9
/EBITDA	0,2	0,5	0,0	0,3	0,8	1,0	0,7
P/BV	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
P/E	5,9	11,1	7,0	8,3	28,2	12,6	11,0
EV/EBITDA	2,9	4,6	3,4	3,7	4,8	4,8	4,0
EV/EBIT	4,4	9,1	5,9	6,5	9,7	10,1	8,4

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

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 6,32 PLN

11 PAŹDZIERNIKA 2022, 16:20 CEST

Wycena końcowa [PLN]	6,32
Potencjał do wzrostu / spadku	11,3%
Koszt kapitału	12,50%
Cena rynkowa [PLN]	5,68
Kapitalizacja [mln PLN]	54,6
Ilość akcji [mln. szt.]	9,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	6,44
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	5,18
Stopa zwrotu za 3 mc	-4,05%
Stopa zwrotu za 6 mc	-9,55%
Stopa zwrotu za 9 mc	-27,37%
Akcjonariat (% głosów):	
Adam Ambroziak	33,0%
Piotr Osiński	7,2%
Pozostali	59,8%

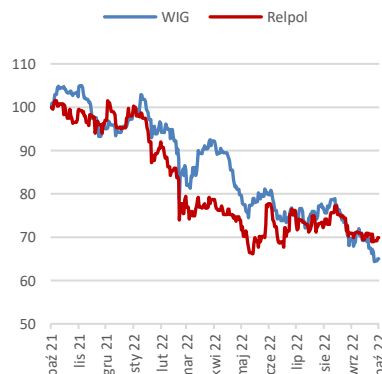
Kajetan Sroczyński

kajetan.sroczynski@bdm.pl

tel. +48 (032) 208 14 39

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:

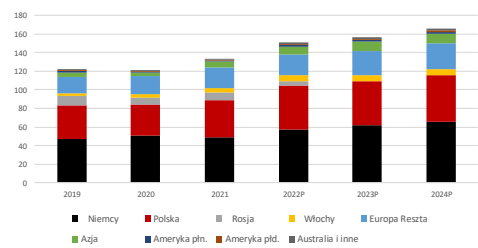
WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
WYNIKI ZA 2Q'22	8
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	9
DANE FINANSOWE	12

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

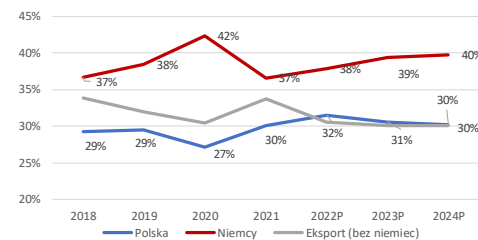
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	135,8	122,2	121,0	133,6	150,6	156,7	164,5
kraj	39,8	36,1	32,9	40,3	47,5	47,9	49,6
eksport	95,9	86,1	88,1	94,0	103,1	108,7	114,9
w tym Niemcy	49,9	47,0	51,3	48,9	57,1	61,7	65,4
Zysk brutto ze sprzedaży	32,5	24,7	23,8	27,7	25,6	27,0	29,3
marża brutto ze sprzedaży	23,9%	20,2%	19,7%	20,7%	17,0%	17,2%	17,8%
koszty SG&A	19,5	15,4	16,9	18,2	18,1	20,1	21,4
% sprzedaży	14,4%	12,6%	14,0%	13,6%	12,0%	12,8%	13,0%
PPO	0,9	1,0	3,3	1,0	0,3	0,0	0,0
PKO	1,9	1,2	0,9	1,3	1,0	0,0	0,0
EBITDA	17,8	13,1	16,2	15,9	13,8	14,6	16,5
marża EBITDA	13,1%	10,7%	13,4%	11,9%	9,1%	9,3%	10,0%
EBIT	11,9	6,7	9,2	9,2	6,8	6,9	7,9
przychody finansowe	0,3	0,3	1,0	0,0	0,1	0,0	0,0
koszty finansowe	0,1	0,5	0,1	0,8	3,5	1,4	1,7
Zysk brutto	12,1	6,5	10,1	8,4	3,3	5,5	6,3
podatek	2,6	1,6	2,1	1,8	1,4	1,2	1,3
Zysk netto	9,2	4,9	7,8	6,6	1,9	4,3	5,0
marża zysku netto	6,8%	4,0%	6,4%	4,9%	1,3%	2,8%	3,0%
Bilans [mln PLN]	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	40,2	44,1	43,9	50,9	57,2	65,2	65,4
RAT	32,8	32,5	35,3	42,7	50,3	58,6	59,0
WNiP	6,9	6,5	5,0	5,5	4,3	4,1	3,9
Aktywa finansowe/inne	0,5	5,0	3,7	2,7	2,5	2,5	2,5
Aktywa obrotowe	66	63,0	63,9	76,3	75,7	74,8	80,5
Zapasy	31,5	32,7	31,3	39,6	36,7	36,3	37,5
Należności	30,4	28,1	29,5	31,8	34,6	34,6	35,7
Środki pieniężne i ekwiwalenty	1,4	1,8	3,1	4,7	4,1	3,6	6,9
Pozostałe	2,7	0,4	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3
Aktywa razem	106,2	107,1	107,9	127,2	132,9	140,0	145,9
Kapitał własny	79,9	80,5	87,7	94,6	97,6	102,0	107,1
Zobowiązania długoterminowe	3,8	6,2	5,3	4,2	3,7	3,6	3,5
Oprocentowane	0,6	2,4	1,9	1,2	0,7	0,5	0,3
Zobowiązania krótkoterminowe	21,1	1,2	0,9	1,5	1,9	2,1	2,2
Oprocentowane	3,6	5,3	1,0	8,3	14,3	18,1	18,5
Zobowiązania handlowe	9,6	7,1	11,4	17,4	15,5	14,4	14,9
Pasywa razem	106,2	107,1	107,9	127,2	132,9	140,0	145,9
Cash Flow [mln PLN]	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przepływy z dział. operacyjnej	11,7	13,4	12,6	8,3	4,3	13,1	13,5
Amortyzacja	5,9	6,5	7,0	6,7	7,0	7,7	8,6
Kapitał obrotowy	-4,9	1,8	0,1	-4,3	-7,8	-0,4	-1,7
Przepływy z dział. inwestycyjnej	-7,5	-9,3	-8,7	-14,1	-10,6	-15,8	-8,7
CAPEX	-7,6	-10,1	-9,0	-14,3	-10,6	-15,8	-8,7
Przepływy z dział. finansowej	-4,3	-3,7	-2,6	7,4	5,7	2,2	-1,4
Zmiana zadłużenia	0,2	1,3	-4,1	7,5	6,1	4,0	0,5
Dywidenda	-3,9	-4,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Odsetki/leasing	-0,6	-0,7	-1,1	-0,9	-0,6	-0,4	-0,3
Zamiana środków pieniężnych	-0,2	0,4	1,3	1,6	-0,6	-0,5	3,3
Środki pieniężne	1,4	1,8	3,1	4,7	4,1	3,6	6,9
Dynamiki [%]	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody	10,0%	-10,0%	-1,0%	10,4%	12,8%	4,0%	5,0%
EBITDA	27,8%	-26,2%	23,6%	-2,0%	-13,5%	5,9%	13,3%
Zysk netto	60,4%	-46,6%	58,4%	-15,5%	-70,6%	124,3%	14,0%
Wybrane dane i wskaźniki*	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Liczba akcji [mln]	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6
ROE	11,5%	6,1%	8,9%	7,0%	2,0%	4,3%	4,6%
ROA	8,7%	4,6%	7,2%	5,2%	1,5%	3,1%	3,4%
Dług netto [mln PLN]	2,8	5,9	-0,2	4,8	10,9	15,0	11,9
/EBITDA 12m	0,2	0,5	0,0	0,3	0,8	1,0	0,7
P/E	5,9	11,1	7,0	8,3	28,2	12,6	11,0
P/BV	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	2,9	4,6	3,4	3,7	4,8	4,8	4,0
EV/EBIT	4,4	9,1	5,9	6,5	9,7	10,1	8,4
DPS	0,40	0,42	0	0	0	0	0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *obliczone przy cenie rynkowej 5,68 PLN/akcje.

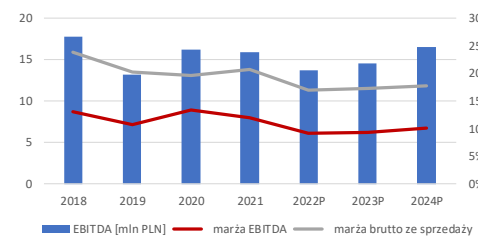
Struktura segmentowa sprzedaży [mln PLN]



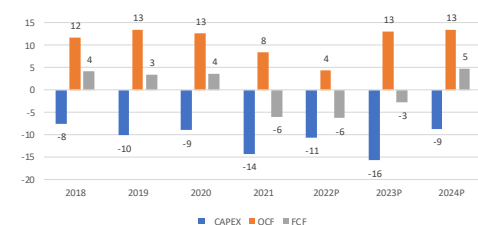
Udział rynków w sprzedaży Spółki [%]



EBITDA oraz marże [mln PLN, %]



OCF, FCF i CAPEX



Czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji

- 1) Eskalacja wojny na Ukrainie - wstrzymanie pracy zakładu Relpol Altera.
- 2) Wysokie ceny surowców strategicznych oraz problemy z ich dostępnością.
- 3) Spadek kursu EUR/PLN - spółka jest eksporterem netto.
- 4) Znaczny wzrost kosztów pracy - model zakłada wzrost o 8% r/r.
- 5) Ryzyko technologiczne - mimo wad i zalet istnieje ryzyko zwiększenia się udziału przekazników SSR.
- 6) Ryzyko utraty głównych klientów - Spółka sprzedaje ok. 40% produktów do partnerów strategicznych.
- 7) Długi cykl operacyjny oraz wysokie zapotrzebowanie na kapitał obrotowy.
- 8) Spowolnienie gospodarcze.
- 9) Konkurencja ze strony chińskich producentów.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Nasza wycena opiera się na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 5,66 PLN. Wycena porównawcza opiera się na spółkach z branży elektrotechnicznej oraz na innych producentach przełączników. Na podstawie prognoz wyników na lata 2023-2024 (rok 2022 wyłączyliśmy ze względu na one-off w wynikach) wycena ta dała wartość dla jednej akcji na poziomie 6,98 PLN. Przyjeliśmy równą wagę wyceny porównawczej oraz DCF. Końcowa wycena 1 akcji wynosi 6,32 PLN, czyli 11,3% więcej niż obecna cena rynkowa.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN/akcję	Potencjał
A	Wycena DCF	54,4	5,66	-0,4%
B	Wycena porównawcza	67,1	6,98	22,9%
C = (50%*A + 50%*B) Wycena końcowa		60,7	6,32	11,3%

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 (7,5%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,0.

Główne zmiany założeń w modelu:

- Przychody, waluty**
 Względem poprzedniej rekomendacji zmniejszyliśmy wolumen sprzedaży oraz założyliśmy niższy backlog w 2023. Mimo to, zakładamy, że w roku '22 oraz '23 przychody będą wyższe w stosunku do ostatnich założeń na skutek wyższych cen produktów oraz kursu EUR/PLN. Proces inwestycyjny, już częściowo zakończony, zwiększy potencjał produkcyjny firmy oraz pozwoli wzbogacić ofertę o przełączniki bistabilne pod koniec '23. Zakładamy, że osiągnięcie celu 180 mln PLN przychodów do roku '26 będzie wyzwaniem, lecz zależnie od sytuacji makro jest w zasięgu spółki. Konserwatywnie założyliśmy, że ten cel zostanie osiągnięty w '27.
- Koszty**
 Zakładamy, że mimo spadków cen miedzi na rynku, koszt półproduktu dla spółki (w EUR) się znacząco nie zmieni. Relpol kupuje miedź już częściowo przerobioną, a obecnie dostawcy też zmagają się z wysoką presją kosztową. Dodatkowo wysoki kurs USD/PLN w pewnym stopniu niweluje spadki cen materiałów. Największy wzrost kosztów wynika jednak z bardzo wysokich cen energii oraz większej presji płacowej. Przewidujemy, że spółka nie zwiększy zatrudnienia do 2026 r. Relpol w skutek zwiększonej automatyzacji będzie zatrudniać mniej pracowników, ale za to bardziej wykwalifikowanych. Model przewiduje również wzrost cen usług oraz zakupu towarów.
- CAPEX**
 W porównaniu do poprzedniej rekomendacji nie zmieniliśmy istotnie nakładów kapitałowych. Dwoma głównymi inwestycjami obecnie jest technologia do produkcji przełączników o podwyższonej niezawodności do zastosowania w infrastrukturze krytycznej jak i przygotowania pod rozpoczęcie produkcji przełączników bistabilnych. Spółka na te projekty ma do wydania jeszcze 19 mln PLN netto (po odjęciu uzyskanych dotacji), założyliśmy, że nakłady będą się intensyfikować w 2023 r. Zmniejszyliśmy odtworzeniowe nakłady kapitałowe do 4 mln PLN rocznie.
- Kapitał obrotowy**
 Spółkę charakteryzuje długa rotacja kapitału obrotowego w szczególności zapasów i należności. W 2Q'22 wyniosły one 86 dni dla należności i 91 dni dla zapasów. W nowych predykcjach zakładamy, że rotacja pozostanie na wysokim poziomie do końca '22. Model zakłada stabilizację w '23 oraz powrót do historycznych median w '24.
- Dywidenda**
 Spółka zakładała, że wróci do wypłaty dywidendy najwcześniej w '23. Jednak przez presję kosztową oraz wysoki poziom kapitału obrotowego zakładamy, że Relpol nie wypłaci dywidendy przed '26, kiedy będzie po zakończonym procesie inwestycyjnym, skorzystaniu z większego potencjału wytwórczego oraz spłaty zaciągniętych pożyczek w celu finalizacji inwestycji.

Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w najbliższych latach przyjęliśmy na poziomie 21% (historyczna mediana);
- Do obliczeń przyjęliśmy 9,6 mln akcji;
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy konserwatywnie na poziomie +1% (bez zmian);
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 11.10.2022.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 54,4 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 5,66 PLN.

Model DCF

[mln PLN]	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Przychody ze sprzedaży	150,6	156,7	164,5	168,3	175,7	181,5	185,2	187,2	189,5	191,8
EBIT	6,8	6,9	7,9	9,3	10,1	11,3	13,2	13,2	13,6	13,9
Stopa podatkowa	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Podatek od EBIT	2,8	1,4	1,7	2,0	2,1	2,4	2,8	2,8	2,9	2,9
NOPLAT	3,9	5,4	6,3	7,4	8,0	8,9	10,4	10,4	10,8	11,0
Amortyzacja	7,0	7,7	8,6	8,2	9,0	8,8	8,6	8,6	8,6	8,6
CAPEX	-10,6	-15,8	-8,7	-6,2	-7,7	-6,7	-8,6	-8,6	-8,6	-8,6
Inwestycje w kapitał obrotowy	-7,8	-0,4	-1,7	-1,2	-1,5	-1,0	-1,4	-0,6	-0,8	-0,8
FCFF	-7,5	-3,0	4,4	8,2	7,8	10,0	9,0	9,8	10,0	10,3
PV FCFF	-7,3	-2,6	3,4	5,7	4,8	5,5	4,4	4,3	3,9	3,5
Suma PV FCFF	25,6									
TV	97,6	Wzrost w okresie rezidualnym:			1%					
PV TV	33,6									
Wartość firmy EV	59,2									
Dług netto 2021	4,8									
Wartość kapitału akcyjnego	54,4									
Ilość akcji [mln szt]	9,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	5,66									
Przychody zmiana r/r	12,8%	4,0%	5,0%	2,3%	4,4%	3,3%	2,0%	1,1%	1,3%	1,2%
EBIT zmiana r/r	-26,2%	1,4%	15,4%	17,8%	7,9%	12,1%	16,8%	0,2%	3,1%	2,2%
NOPLAT zmiana	-45,1%	37,4%	15,4%	17,8%	7,9%	12,1%	16,8%	0,2%	3,1%	0,0%
FCFF zmiana	-	-	-	86,3%	-4,7%	28,7%	-10,1%	8,8%	1,7%	2,8%
FCFF zmiana [mln PLN]	-2,78	4,48	7,39	3,79	-0,38	2,24	-1,01	0,79	0,16	0,02
Marża EBITDA	9,1%	9,3%	10,0%	10,4%	10,9%	11,1%	11,8%	11,7%	11,7%	11,8%
Marża EBIT	4,5%	4,4%	4,8%	5,5%	5,7%	6,2%	7,1%	7,1%	7,2%	7,3%
Marża NOPLAT	2,6%	3,5%	3,8%	4,4%	4,5%	4,9%	5,6%	5,6%	5,7%	5,7%
CAPEX / Przychody	7,1%	10,1%	5,3%	3,7%	4,4%	3,7%	4,7%	4,6%	4,5%	4,5%
CAPEX / Amortyzacja	152,2%	204,9%	101,9%	75,7%	85,1%	76,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	5,2%	0,2%	1,0%	0,7%	0,9%	0,5%	0,8%	0,3%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	45,7%	5,9%	21,7%	31,8%	20,4%	17,0%	38,0%	31,5%	33,4%	32,9%

Kalkulacja WACC

Stopa wolna od ryzyka	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
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	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Udział kapitału własnego	88,7%	86,7%	87,1%	94,6%	96,2%	99,0%	99,7%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,2%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Udział kapitału obcego	11,3%	13,3%	12,9%	5,4%	3,8%	1,0%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	11,7%	11,8%	11,8%	12,2%	12,3%	12,4%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
1+WACC	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,13
wsp.dyskontowy	1,03	1,15	1,28	1,44	1,61	1,82	2,04	2,30	2,58	2,91

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
beta	0,7	5,53	5,81	6,13	6,50	6,95	7,51	8,20	9,08	10,27
	0,8	5,22	5,46	5,75	6,08	6,48	6,96	7,56	8,31	9,29
	0,9	4,93	5,15	5,40	5,70	6,05	6,47	6,99	7,63	8,46
	1,0	4,66	4,85	5,08	5,35	5,66	6,03	6,48	7,03	7,73
	1,1	4,40	4,58	4,79	5,03	5,30	5,63	6,02	6,50	7,10
	1,2	4,17	4,33	4,52	4,73	4,98	5,27	5,61	6,03	6,55
	1,3	3,95	4,09	4,26	4,45	4,68	4,93	5,24	5,61	6,05

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
Premia za ryzyko	3,0%	5,87	6,18	6,54	6,96	7,48	8,12	8,93	9,98	11,42
	4,0%	5,22	5,46	5,75	6,08	6,48	6,96	7,56	8,31	9,29
	5,0%	4,66	4,85	5,08	5,35	5,66	6,03	6,48	7,03	7,73
	6,0%	4,17	4,33	4,52	4,73	4,98	5,27	5,61	6,03	6,55
	7,0%	3,74	3,87	4,03	4,20	4,40	4,63	4,90	5,22	5,61
	8,0%	3,36	3,47	3,60	3,74	3,90	4,09	4,30	4,56	4,86
	9,0%	5,87	6,18	6,54	6,96	7,48	8,12	8,93	9,98	11,42

Źródło: Dom Maklerski 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%	8,59	8,19	7,82	7,48	7,16	6,85	6,57	6,30	6,05
	4,0%	7,71	7,26	6,85	6,48	6,13	5,81	5,51	5,24	4,98
	5,0%	6,95	6,48	6,05	5,66	5,30	4,98	4,68	4,40	4,14
	6,0%	6,30	5,81	5,37	4,98	4,62	4,29	4,00	3,73	3,48
	7,0%	5,73	5,24	4,79	4,40	4,04	3,73	3,44	3,17	2,94
	8,0%	5,24	4,73	4,29	3,90	3,56	3,25	2,97	2,72	2,49
	9,0%	4,79	4,29	3,86	3,48	3,14	2,84	2,57	2,33	2,11

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2023-2024 (rok 2022 został pominięty ze względu na niegotówkowy odpis w 2Q'22 który zaburzył wynik) do konsensusu wybranych polskich firm elektrotechnicznych o niskiej lub średniej kapitalizacji, których ok. 50% przychodów pochodzi z eksportu i działają na rynkach FV, elektromobilności, czy automatyzacji (waga 70%) oraz do zagranicznych producentów przełączników (waga 30%). Spółki zagraniczne są nieporównywalnie większe, a produkcja przełączników nie stanowi ich jedynej działalności. Z tego powodu ich wycena nie odpowiada wycenie polskiej firmy o niskiej kapitalizacji, skoncentrowanej na produkcji jednego rodzaju produktu. Udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie to 50%. Analizę oparto na wskaźniku EV/EBITDA oraz P/E. Obliczenia bazują na kursach z 11.10.2022. Porównując wyniki Relpol ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 6,98 PLN na akcję.

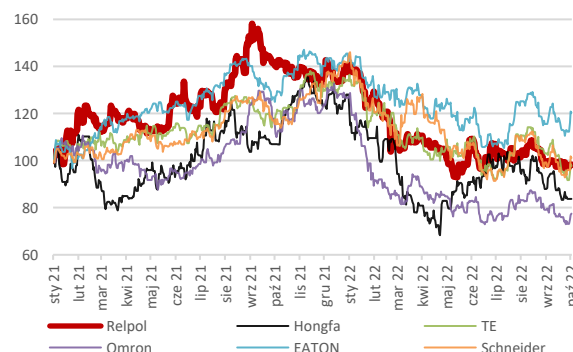
Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Aparator*	18,3	12,4	10,5	6,3	5,1	4,3
Sonel*	11,6	10,1	8,2	5,9	4,8	4,0
Aplisens*	9,8	9,7	9,3	4,7	4,3	3,5
Mediana PL	11,6	10,1	9,3	5,9	4,8	4,0
Hongfa Technology	26,7	21,1	16,9	13,0	10,5	8,7
TE Connectivity**	15,0	14,6	13,2	10,3	9,9	8,9
Omron Corp	22,7	21,0	19,2	11,5	10,6	9,7
Eaton Corp	18,0	16,9	15,4	14,6	13,2	12,3
Schneider Electric	16,5	15,8	14,5	11,2	10,3	9,3
Mediana Zagranicznych	18,0	16,9	15,4	11,5	10,5	9,3
70/30	13,5	12,1	11,1	7,6	6,5	5,6
Relpol	28,2	12,6	11,0	4,8	4,8	4,0
Premia/dyskonto grupa	56,8%	-25,6%	-28,6%	-58,8%	-54,5%	-56,8%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	2,7	5,5	5,7	9,8	8,3	8,4
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%
Wycena wg wskaźników [PLN]	5,61			8,36		
Waga wskaźnika	50%			50%		
Wycena końcowa [PLN]	6,98					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 11.10.2022 *- prognozy GPWPA. ** - Tyco Electronics przed zmianą nazwy

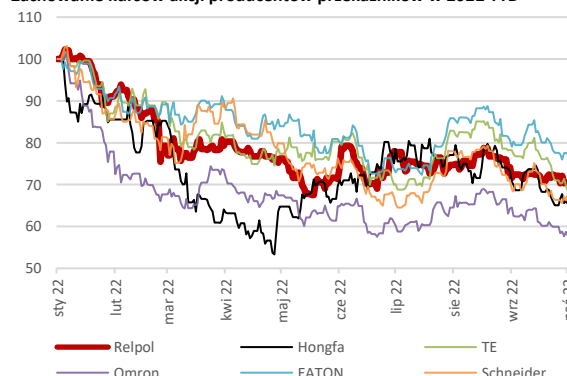
W 2021 roku obserwowana była relatywna siła akcji Relpol w relacji do innych producentów przełączników, po trudnym 2020 roku. Od września obserwowana jest zmiana tendencji wskutek obaw o wzrost kosztów surowcowych i dostępność komponentów elektronicznych. Jest to trend, który dotyczy wszystkich producentów przełączników. W 2022 YTD akcje Relpol straciły ok. 30%. Gorsze niż oczekiwane wyniki za 2Q'22 nie miały dużego wpływu na zachowanie się kursu akcji.

Zachowanie kursów akcji producentów przełączników 2021-2022*



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., Bloomberg. *- znormalizowane do 100 (01.01.2021=100)

Zachowanie kursów akcji producentów przełączników w 2022 YTD*



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., Bloomberg. *- znormalizowane do 100 (01.01.2022=100)

WYNIKI ZA 2Q'22

- Przychody w 2Q'22 wyniosły 37,1 mln PLN (+8% r/r), 8% powyżej naszych założeń. Wpływ na dynamikę miał wysoki popyt na komponenty automatyki przemysłowej i wyższe ceny sprzedaży.
- Rynek niemiecki (+6% r/r) miał nadal największy udział w strukturze sprzedaży. Wzrost przychodów jest w dużej mierze wynikiem wyższego kursu EUR/PLN. Szacujemy, że sprzedaż w EUR w Niemczech wzrosła o 3% r/r.
- Sprzedaż w Polsce utrzymała dobrą dynamikę (+18% r/r). Przychody w kraju były 12% wyższe od naszych oczekiwań.
- Przychody z rynku rosyjskiego (Relpol Eltim) wyniosły w 2Q'22 3,0 mln PLN. Aktywa spółki zależnej zostały odpisane dopiero na koniec czerwca (odpis na 2,7 mln PLN ujęty w kosztach finansowych). Strata netto Relpol Eltim wyniosła 91 tys. PLN w 1H'22.
- Marża brutto spadła wyraźnie, do 17% (nieznacznie poniżej naszych oczekiwań). Na rentowność negatywnie wpłynął koszt wytworzenia produktów (ceny materiałów, koszty pracy, utworzenie dodatkowych stanowisk montażowych w związku z ograniczeniem produkcji na Ukrainie). Według zarządu obecnie ukraiński zakład pracuje na poziomie 85% potencjału sprzed wojny. W perspektywie kolejnych dwóch miesięcy planuje się zwiększenie potencjału wytwórczego i powrót do stanu sprzed wojny.
- EBITDA wyniosła 2,4 mln PLN, 13% poniżej naszych założeń. Negatywny wpływ miały odpisy aktualizujące prace badawczo-rozwojowe w wysokości 0,7 mln PLN.
- Wynik brutto w 2Q'22 został obciążony przez wspomniany wyżej odpis aktualizujący aktywa w Rosji. Sankcje oraz problemy z komunikacją sprawiły, że sprawowanie kontroli nad spółką rosyjską zostało mocno ograniczone.
- Strata netto w 2Q'22 wyniosła -2,4 mln PLN. Duży wpływ miały dwa zdarzenia jednorazowe, które nie były uwzględnione w naszych założeniach.
- Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły +2,7 mln PLN, CAPEX w ostatnim kwartale wyniósł 2,1 mln PLN.
- Dług netto wyniósł 9,9 mln PLN (3,4 mln PLN rok wcześniej). Był wyższy od naszych oczekiwań.

Ze względu na odpisy spółka zaraportowała w 2Q'22 stratę netto. Przychody były powyżej naszych oczekiwań. Jest to rezultat uwzględnienia przychodów ze spółki rosyjskiej, która w kolejnych okresach nie będzie konsolidowana. Zakładamy, że ten wolumen spółka będzie chciała ulokować na innych rynkach. Marża brutto ze sprzedaży była w 2Q'22 najniższa od kilku lat. Spółka podkreśla jednak, że podwyższenie cen produktów, spadek cen surowców oraz przywrócenie potencjału produkcyjnego na Ukrainie może pomóc w stopniowym odbudowaniu marży. Zarząd w sprawozdaniu wskazuje jednocześnie na pogarszające się warunki rynkowe i perspektywę makro, przez co trudno mu ocenić perspektywę na 2H'22.

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	2Q'21	2Q'22	zmiana r/r	2Q'22P BDM	różnica	1H'21	1H'22	zmiana r/r
Przychody	34,5	37,1	7,6%	34,3	8,3%	66,7	77,7	16,5%
kraj	10,5	12,4	17,7%	11,0	12,3%	20,4	25,0	22,8%
eksport	24,0	24,8	3,2%	23,3	6,3%	46,3	52,6	13,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	7,2	6,2	-14,7%	5,8	6,3%	14,3	13,4	-6,5%
Zysk na sprzedaży	2,9	1,6	-46,0%	1,1	42,0%	5,2	4,5	-14,3%
Saldo PPO/PKO	0,0	-0,9		0		0,0	-0,7	
EBITDA	4,3	2,4	-42,8%	2,8	-13,2%	8,6	7,2	-16,7%
EBIT	2,5	0,7	-72,3%	1,1	-36,4%	5,2	3,8	-27,6%
Zysk brutto	2,2	-2,2		0,8		5,0	0,9	-82,2%
Zysk netto	1,7	-2,3		0,7		3,9	0,0	-100,0%
Dług netto	3,4	9,9	186,3%	4,7	109,6%	3,4	9,9	186,3%
Marża zysku brutto	20,9%	16,6%		16,9%		21,4%	17,2%	
Marża EBITDA	12,3%	6,5%		8,2%		12,9%	9,2%	
Marża EBIT	7,3%	1,9%		3,2%		7,8%	4,9%	
Marża netto	5,0%	-6,3%		2,0%		5,9%	0,0%	

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

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Zakładamy, że ze względu na już opisywany efekt wzrostu cen produktów jak i kursy walut przychody będą kontynuować trend wzrostowy r/r. Prognozujemy, że efekt reorganizacji i przeniesienia produkcji nie będzie już widoczny w 3Q'22, jednak presja kosztowa (w głównej mierze energia oraz wynagrodzenia) znacznie obniżą marżę brutto spółki (do 16% w 3Q'22 w porównaniu do 21% w 3Q'21). *In plus* dla biznesu działa efekt bycia eksporterem netto przy obecnych cenach i krzywych terminowych dolara i euro. Wysokie kursy walut są jednak też wadą po stronie kosztowej (wyższe ceny materiałów). W prognozach wyłączyliśmy sprzedaż odpisanej rosyjskiej spółki zależnej, jak i wyłączyliśmy jakąkolwiek sprzedaż do Rosji. W Polsce ze względu na słabe wyniki PMI oraz słabe perspektywy budownictwa założyliśmy spadek wolumenu sprzedaży o parę procent r/r. W Europie zakładamy, że popyt utrzyma się na podobnym poziomie. Sprzedaż do dużych kontrahentów do końca roku '22 dzięki backlogowi nie powinna się znacząco zmienić. Według nas, efekt transformacji napędzi sprzedaż. Według naszych prognoz kwartalne przychody w tym roku nie powrócą do rekordowych 40,6 mln PLN uzyskanych w 1Q'22.

Perspektywy kolejnych kwartałów [mln PLN]

	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22P	4Q'22P
Przychody	34,0	29,2	30,2	27,5	32,2	34,5	34,4	32,5	40,6	37,1	36,8	36,2
Polska	9,3	7,6	8,8	7,2	9,9	10,5	9,3	10,6	12,7	12,4	10,3	12,2
Europa	22,4	20,9	21,3	17,0	20,3	22,8	21,8	19,1	24,2	23,1	21,3	18,3
-Niemcy	15,6	12,6	12,9	10,3	12,0	12,9	12,3	11,7	15,1	13,7	13,0	12,7
-pozostałe kraje	6,8	8,3	8,5	6,7	8,4	9,9	9,5	7,4	9,1	9,4	8,2	5,7
Azja	1,9	0,6	0,6	1,3	1,7	1,3	1,3	1,8	2,7	1,1	1,5	2,2
Inne	0,4	0,6	0,6	0,5	0,3	1,0	1,0	1,0	1,0	0,5	1,3	1,3
COGS	27,4	23,6	23,6	22,7	25,1	27,3	27,4	26,1	33,4	31,0	30,4	30,3
Zysk brutto ze sprzedaży	6,7	5,7	6,6	4,8	7,1	7,2	7,0	6,4	7,2	6,2	6,4	5,8
SG&A	4,7	3,8	4,1	4,3	4,4	4,7	4,2	4,9	4,3	4,6	4,4	4,9
Saldo PPO/PKO	-0,4	1,2	1,5	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,2	-0,9	0,0	0,0
EBITDA	3,3	4,8	5,6	2,4	4,3	4,3	4,6	2,7	4,7	2,4	3,8	2,8
EBIT	1,6	3,0	3,9	0,7	2,7	2,5	2,9	1,0	3,1	0,7	2,0	1,0
Saldo finansowe	0,7	-0,3	0,2	0,3	0,1	-0,3	0,2	-0,8	0,0	-2,9	-0,3	-0,3
Zysk brutto	2,2	2,7	4,1	1,0	2,8	2,2	3,2	0,3	3,1	-2,2	1,7	0,7
Zysk netto j.d.	1,7	1,7	3,1	1,3	2,2	1,7	2,5	0,2	2,3	-2,3	1,4	0,6
S&GA/Przychody	13,7%	13,0%	13,7%	15,6%	13,6%	13,7%	12,1%	15,2%	10,6%	12,4%	11,9%	13,5%
Marża brutto ze sprzedaży	19,6%	19,4%	21,9%	17,5%	22,0%	20,9%	20,5%	19,6%	17,8%	16,6%	17,3%	16,2%
Marża EBITDA	9,8%	16,4%	18,7%	8,9%	13,4%	12,3%	13,4%	8,3%	11,6%	6,5%	10,3%	7,8%
Marża netto	5,2%	5,7%	10,3%	4,5%	6,9%	5,0%	7,2%	0,5%	5,9%	-6,4%	3,7%	1,5%
OCF	3,7	3,6	1,5	3,8	3,7	-1,5	5,3	0,9	-3,9	2,7	1,4	4,1
CAPEX	-0,4	-2,6	-4,0	-1,3	-2,3	-2,6	-6,5	-0,9	-1,7	-2,1	-3,4	-2,6
FCF	3,3	1,0	-2,5	2,5	1,4	-4,1	-1,2	0,0	-5,6	0,6	-2,0	1,5
Dług netto	3,1	2,2	2,3	-0,2	-0,7	3,4	4,7	4,8	10,9	9,9	12,1	10,9
Przychody zmiana r/r	1,5%	-12,7%	4,0%	5,1%	-5,4%	18,0%	14,0%	18,0%	26,0%	7,6%	6,8%	11,4%
Polska	0,1%	-18,1%	5,8%	-21,4%	6,7%	38,5%	5,2%	46,5%	28,3%	17,7%	10,9%	15,0%
Europa	3,1%	9,6%	-4,6%	15,3%	-9,2%	9,0%	2,2%	12,5%	19,0%	1,3%	-2,4%	-3,9%
-Niemcy	14,8%	16,8%	1,7%	2,3%	-23,1%	2,2%	-4,2%	14,3%	26,4%	6,0%	5,9%	8,2%
-pozostałe kraje	-13,7%	3,5%	-9,9%	185,3%	42,4%	26,7%	18,8%	-15,9%	0,2%	-30,3%	9,0%	9,3%
Azja	21,9%	-28,0%	-37,3%	1,3%	-11,6%	116,8%	103,2%	37,5%	61,6%	-14,1%	23,4%	24,3%
Inne	-61,1%	-20,7%	-31,0%	-48,7%	-21,4%	68,0%	57,5%	117,4%	215,3%	-48,1%	30,6%	24,3%
P/E	10,6	10,9	7,4	7,0	6,6	6,6	7,1	8,3	8,1	20,5	35,5	28,2
EV/EBITDA	4,5	4,2	3,4	3,4	3,1	3,5	3,8	3,7	4,0	4,4	4,9	4,8
Kurs EUR/PLN	4,3	4,5	4,4	4,5	4,5	4,5	4,6	4,6	4,6	4,6	4,7	4,9
Kurs USD/PLN	3,9	4,1	3,8	3,8	3,8	3,8	3,9	4,0	4,1	4,4	4,7	4,9
Cena miedzi [USD/t]	5632	5366	6524	7178	8501	9696	9392	9704	9997	9529	7700	7649

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

Jesteśmy pozytywnie nastawieni do przyszłości spółki. Nic nie wskazuje na to, że przełączniki elektromechaniczne zostaną z rynku wyparte. W sytuacji spowolnienia gospodarczego spółka historycznie zanotowała spadek przychodów (lata 2008-2009), które w kolejnych latach zostały szybko odbudowane. Obawiamy się, że presja na marżę będzie widoczna do końca 2024 roku, a Relpol odbuduje rentowność dopiero w roku 2025. Ryzykiem pozostaje rozprzestrzenienie się konfliktu na lewobrzeżną Ukrainę, lecz w naszych prognozach nie został zaimplementowany ten scenariusz.

Rozwój automatyki oraz dalsza transformacja energetyczna, jak i popularyzacja elektromobilności (przede wszystkim zwiększenie ilości stacji ładowania pojazdów) sprawi, że w perspektywie lat Relpol będzie w stanie wykorzystać obecnie zwiększony potencjał produkcyjny, a co za tym idzie osiągnie cel 180 mln PLN przychodów rocznie. Zakładamy również, że od 2024 roku spółka zwiększy sprzedaż dzięki wprowadzeniu przełączników bistabilnych (zaimplementowanie tej technologii zmniejsza zużycie energii dla klienta w porównaniu do starej technologii o ponad 90%). Szansą dla spółki jest też przeniesienie produkcji do Europy jak i trend korzystania z lokalnych producentów, ze względu na strach przed ponownym załamaniem łańcuchów dostaw. Ryzykiem średnioterminowym pozostaje próba odzyskania europejskiego rynku przez producentów chińskich.

Spółka dzięki zwiększonej automatyzacji oraz zakończeniu inwestycji ma w planach zwiększyć marżę, niemniej jednak ze względu na to, że obecnie boryka się w wysokimi kosztami rentowność w kolejnych dwóch latach pozostanie na niższym poziomie. Przewidujemy, że zwiększy się dług ze względu na prowadzone inwestycje. Rosnące koszty jego obsługi znacząco wpłyną na koszty finansowe. Spółka ze względu na wysoki CAPEX oraz zmiany na kapitale obrotowym będzie generowała negatywny FCF do końca roku 2023.

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

	2022P			2023P			2024P		
	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	140,8	150,6	7,0%	151,4	156,7	3,5%	169,7	164,5	-3,0%
EBITDA	12,8	13,8	7,5%	17,7	14,6	-17,7%	24,3	16,5	-32,1%
EBIT	6,0	6,8	12,9%	8,3	6,9	-17,3%	14,3	7,9	-44,6%
Zysk (strata) netto	3,9	1,9	-50,4%	5,5	4,3	-21,1%	10,4	5,0	-52,4%
Dług netto	13,0	10,9	-16,3%	17,1	15,0	-12,4%	13,5	11,9	-11,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	17%	17,0%		17,6%	17,2%		19,5%	17,8%	
Marża EBITDA	9,2%	9,1%		11,7%	9,3%		14,3%	10,0%	
Marża EBIT	4,3%	4,5%		5,5%	4,4%		8,4%	4,8%	
Marża zysku netto	2,8%	1,3%		3,6%	2,8%		6,1%	3,0%	

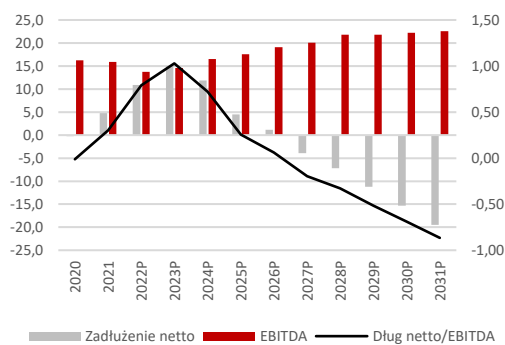
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja z 27.06.2022 (autorem rekomendacji był Krystian Brymora)

Wzrost przychodów względem poprzedniej rekomendacji wynika z wyższych, niż wcześniej założone, cen produktów oraz wyższej krzywej terminowej dla EUR/PLN oraz USD/PLN. Zakładamy niższe wolumeny sprzedaży, jednak dwa czynniki wymienione wyżej są w stanie utrzymać pozytywną dynamikę sprzedaży w PLN. Prognozy na '22 są obecnie wyższe niż poprzednie założenia ze względu na lepszy oczyszczony wynik 2Q'22. Presja kosztowa, opisana we wcześniejszych rozdziałach znacząco wpływa na wyniki operacyjne oraz wyniki netto w '23.

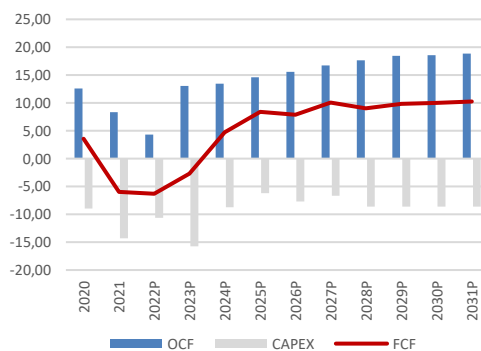
Prognozy na lata 2022-2031P [mln PLN]

	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży	121,0	133,6	150,6	156,7	164,5	168,3	175,7	181,5	185,2	187,2	189,5	191,8
kraj	32,9	40,3	47,5	47,9	49,6	51,1	52,7	53,7	53,7	53,7	53,7	53,7
eksport	88,1	93,3	103,1	108,7	115,9	118,2	123,0	127,8	131,5	133,5	135,8	138,1
w tym Niemcy	51,3	48,9	57,1	61,7	66,0	67,9	70,9	73,6	75,7	76,9	78,2	79,5
Zysk brutto ze sprzedaży	23,8	27,7	25,6	27,0	29,3	30,9	33,0	34,8	37,0	37,2	37,8	38,3
koszty sprzedaży	1,0	1,3	1,6	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9
koszty zarządu	15,9	16,9	16,6	18,4	19,6	19,8	21,2	21,7	22,0	22,2	22,3	22,5
PPO	3,3	1,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
PKO	0,9	1,3	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	16,2	15,9	13,8	14,6	16,5	17,5	19,1	20,1	21,8	21,8	22,2	22,5
EBIT	9,2	9,2	6,8	6,9	7,9	9,3	10,1	11,3	13,2	13,2	13,6	13,9
przychody finansowe	1,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
koszty finansowe	0,1	0,8	3,5	1,4	1,7	0,9	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	10,1	8,4	3,3	5,5	6,3	8,4	9,7	11,2	13,2	13,2	13,6	13,9
podatek	2,1	1,8	1,4	1,2	1,3	1,8	2,0	2,3	2,8	2,8	2,9	2,9
Zysk netto	7,8	6,6	1,9	4,3	5,0	6,6	7,6	8,8	10,4	10,4	10,8	11,0
Zmiana r/r												
Przychody ze sprzedaży	-1,0%	10,4%	12,8%	4,0%	5,0%	2,3%	4,4%	3,3%	2,0%	1,1%	1,3%	1,2%
kraj	-8,8%	22,4%	18,0%	0,9%	3,5%	3,0%	3,0%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
eksport	2,3%	5,9%	10,5%	5,4%	6,6%	2,0%	4,1%	3,9%	2,9%	1,5%	1,8%	1,7%
w tym Niemcy	9,1%	-4,7%	16,8%	8,0%	7,0%	2,9%	4,4%	3,9%	2,9%	1,5%	1,8%	1,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	-3,7%	16,5%	-7,6%	5,4%	8,6%	5,5%	6,7%	5,5%	6,4%	0,5%	1,5%	1,2%
EBITDA	23,6%	-2,0%	-13,5%	5,9%	13,3%	6,3%	8,9%	5,0%	8,7%	0,1%	1,9%	1,4%
EBIT	38,2%	-0,5%	-26,2%	1,4%	15,4%	17,8%	7,9%	12,1%	16,8%	0,2%	3,1%	2,2%
Zysk netto	58,4%	-15,5%	-70,6%	124,3%	14,0%	33,8%	15,3%	15,6%	17,7%	0,4%	3,1%	2,2%
Marża zysku brutto	20%	21%	17%	17%	18%	18%	19%	19%	20%	20%	20%	20%
Marża EBITDA	13%	12%	9%	9%	10%	10%	11%	11%	12%	12%	12%	12%
Marża EBIT	8%	7%	4%	4%	5%	6%	6%	6%	7%	7%	7%	7%
Marża netto	6%	5%	1%	3%	3%	4%	4%	5%	6%	6%	6%	6%
OCF	12,6	8,3	4,3	13,1	13,5	14,6	15,6	16,7	17,6	18,4	18,6	18,9
w tym zmiany KON	0,1	-4,4	-7,7	-0,4	-1,7	-1,2	-1,5	-1,0	-1,4	-0,6	-0,8	-0,8
CAPEX	-9,0	-14,3	-10,6	-15,8	-8,7	-6,2	-7,7	-6,7	-8,6	-8,6	-8,6	-8,6
FCF	3,6	-6,0	-6,3	-2,7	4,7	8,4	7,9	10,1	9,0	9,8	10,0	10,3
Zadłużenie netto	-0,2	4,8	10,9	15,0	11,9	4,5	1,2	-3,9	-7,2	-11,2	-15,3	-19,5
/EBITDA (12m)	-0,01	0,30	0,79	1,03	0,72	0,25	0,06	-0,19	-0,33	-0,52	-0,69	-0,87
Kurs EUR/PLN	4,44	4,56	4,73	5,13	5,38	5,38	5,38	5,38	5,38	5,38	5,38	5,38
Kurs USD/PLN	3,90	3,86	4,53	5,04	5,17	5,08	5,03	5,03	5,03	5,03	5,03	5,03
Cena miedzi [USD/t]	6 175	9 323	7 649	7 503	7 869	8 112	8 288	8 332	8 332	8 332	8 332	8 332

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

Zadłużenie netto, EBITDA [mln PLN] oraz dług netto/EBITDA [x]


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

OCF, CAPEX, FCF [mln PLN]


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

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 32
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 Madziar

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

Kajetan Sroczyński

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 39
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 na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Akumuluj	6,32	Kupuj	11,1	11.10.2022	16:20 CEST	5,68	46 402,8
Kupuj	11,1	Kupuj	16,5	23.05.2022*	20:30 CEST	5,40	57 167,8
Kupuj	16,5	---	---	30.08.2021*	07:00 CEST	7,80	69 774,9

*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

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*:		, 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	3	50%	1	100%
Akumuluj	2	33%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	1	17%	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”

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 badania 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 Geldowego 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 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 uwzględnił 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.

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 obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahanom 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 portfelowo 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 dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowo inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa dnia 11.10.2022 roku (16:20 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 wyczone 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 zbliżone 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 11.10.2022 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 nie 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 *
- Nie 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.

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 zająć 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.