



Dom Maklerski BDM S.A.

RELPOL

RAPORT ANALITYCZNY

TRZYMAJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: TRZYMAJ)

WYCENA 7,42 PLN

5 LUTY 2024, 14:30 CEST

Po świetnym początku 2023 roku, outlook Relpolu słabł z każdym kwartałem. Spółka wyraźnie odczuła spowolnienie gospodarcze w Europie (szczególnie w niemieckim przemyśle). Okres 4Q'23 w naszej opinii nie przyniesie przełamania wynikowego, a wręcz może wykazać pogłębienie negatywnych tendencji. W ocenie spółki poprawa spodziewana jest najwcześniej na przełomie 1/2Q'24. Relpol nadzieje wiąże m.in. z odblokowaniem środków na zieloną transformację czy inwestycjami w modernizację sektora energetycznego. Spółka liczy także na obniżenie stanów magazynowych u klientów, co powinno wygenerować nowe zamówienia. Jednocześnie pierwsze półrocze to zwykle ważny sezonowo okres dla spółki, więc słabość w tym okresie może odbić się na wynikach całego 2024 roku. Biorąc pod uwagę, że wynikiem ciężki będzie wysoka baza z 1H'23, cały 2024 może przynieść pogorszenie bazowych wyników operacyjnych w ujęciu r/r (bez uwzględniania one-offów). Równocześnie podkreślamy, że w średnim terminie spółka dobrze pozycjonuje się w idei nearshoringu i transformacji energetycznej, a w perspektywie 2024-25 będzie dysponować rozbudowanymi mocami produkcyjnymi. Po aktualizacji modelu (zrewidowanie w dół naszych oczekiwań na 2023 jak i 2024 rok) cenę docelową wyznaczamy obecnie na poziomie 7,42 PLN, co implikuje pozostanie przy zaleceniu Trzymaj.

W 1-3Q'23 przychody wyniosły 132 mln PLN (+16% r/r) a zysk netto 7,1 mln PLN (+887% r/r), ale aż 81% wyniku netto to zasługa samego 1Q'23. W 4Q'23 zakładamy 32,4 mln PLN przychodów (-13% r/r, poziom zbliżony do 3Q'23), 2,0 mln PLN raportowanej EBITDA oraz 0 mln PLN na poziomie netto. W 4Q'23 spółka musiała mierzyć się z mało korzystnym kursem EUR/PLN, Sezonowo 4Q jest słaby ze względu na niski realny poziom dni roboczych w grudniu. Na ten moment dopiero w 2024 zakładamy częściowe odwrócenie ok 1,7 mln PLN odpisu z 3Q'23 na prace B+R (weryfikacja rozliczenia dotacji przez NCBiR opóźnia się).

Ze względu na wysoki udział eksportu spółka odczuwa negatywnie tendencję umacniania się PLN. Istotna podwyżka pensji minimalnej na początku roku równocześnie zwiększa presję płacową (w kolejnych okresach ten aspekt powinien być neutralizowany przez wzrost automatyzacji, po oddaniu do użytku w 1Q'24 linii do produkcji przekładników bistabilnych dla przemysłu).

Potencjał podwyżek cen produktów w obecnym otoczeniu jest jednocześnie wyczerpany, sytuacja makro może przekładać się na presję cenową ze strony dużych odbiorców (oficjalne cenniki hurtowe ze strony internetowej spółki pozostają bez zmian od początku 2023 roku). Z pozytywnych aspektów w otoczeniu spółki zwracamy uwagę na spadek presji po stronie kosztów materiałów oraz zatrzymanie się tendencji osłabiania CNY (konkurencyjność dostaw z Chin).

Uważamy, że do poprawy sentymentu do spółki konieczna może okazać się trwalsza poprawa nastrojów w europejskim, a szczególnie niemieckim, przemyśle. Ostatnie odczyty PMI wskazują na pewną poprawę względem połowy 2023, ale nadal są to poziomy poniżej 50 pkt. Niedawno zaprezentowane wyniki ABB (jeden z głównych odbiorców spółki) wykazały, że 4Q'23 był kolejnym kwartałem spadku zamówień na rynku niemieckim (-17% r/r, przy -5% na całym rynku europejskim). Natomiast globalny napływ nowych zamówień obniżył się kolejny kwartał z rzędu po świetnym 1Q'23.

Obecnie zakładamy, że w 2023 roku spółka wypracuje 164 mln PLN przychodów, 15,6 mln PLN EBITDA oraz 7,1 mln PLN zysku netto. W 2024 roku oczekujemy odpowiednio 148/ 17,1/ 6,4 mln PLN (w tym 1,7 mln PLN pozytywnego wpływu na EBITDA z finalnego rozliczenia dotacji). Istotniejszej poprawy wyników oczekujemy w 2025 (szansa na nałożenie się odbicia w przemyśle, wzrostu mocy produkcyjnych spółki oraz postępującego nearshoringu)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	121,0	133,6	151,0	164,1	148,4	169,0
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	23,8	27,7	24,2	33,1	27,0	34,6
Koszty SG&A [mln PLN]	16,9	18,2	17,2	19,5	19,3	20,2
Wynik na sprzedaży [mln PLN]	6,9	9,5	6,9	13,6	7,8	14,3
Saldo PPO/PKO [mln PLN]	2,4	-0,3	-1,0	-4,1	1,7	0,0
EBITDA [mln PLN]	16,2	15,9	12,7	15,6	17,1	22,3
EBIT [mln PLN]	9,2	9,2	6,0	9,5	9,5	14,3
Wynik brutto [mln PLN]	10,1	8,4	2,8	8,6	8,0	13,8
Wynik netto [mln PLN]	7,7	6,6	1,2	7,1	6,4	11,0
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-0,2	4,8	13,9	19,3	7,2	4,7
P/BV	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
P/E	8,8	10,4	54,6	9,6	10,7	6,2
EV/EBITDA	4,2	4,6	6,5	5,6	4,4	3,3
EV/EBIT	7,4	8,0	13,7	9,2	8,0	5,1

Wycena DCF [PLN]	6,83
Wycena porównawcza [PLN]	9,77
Wycena końcowa [PLN]	7,42
Potencjał do wzrostu / spadku	4,5%
Koszt kapitału	14,8%
Cena rynkowa [PLN]	7,10
Kapitalizacja [mln PLN]	68,2
Ilość akcji [mln. szt.]	9,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	8,84
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	6,84
Stopa zwrotu za 3 mc	-5,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	-12,3%
Stopa zwrotu za 9 mc	16,0%
Struktura akcjonariatu:	
Adam Ambroziak	33,0%
Piotr Osiński	10,8%
Pozostali	56,2%

Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-32

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	5
WYNIKI ZA OSTATNIE OKRESY	7
PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	9
DANE FINANSOWE	14

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
P/E	8,8	10,4	54,6	9,6	10,7	6,2	5,6
P/BV	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	4,2	4,6	6,5	5,6	4,4	3,3	3,0
EV/EBIT	7,4	8,0	13,7	9,2	8,0	5,1	4,6
EV/S	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
BVPS	9,1	9,8	10,0	10,8	11,4	12,4	13,1
EPS	0,8	0,7	0,1	0,7	0,7	1,1	1,3
DPS (w danym roku)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,22	0,57
Payout ratio	0%	0%	0%	0%	0%	33%	50%

Wyniki roczne [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	121,0	133,6	151,0	164,1	148,4	169,0	186,7
Polska	32,9	40,3	47,4	46,7	47,4	53,3	58,4
Niemcy	51,3	48,9	57,0	70,2	58,5	68,9	78,1
Rosja	7,9	7,8	5,1	0,0	0,0	0,0	0,0
inne Europa	22,5	27,3	28,1	29,4	25,7	28,7	31,3
pozostałe	6,5	9,3	13,3	17,9	16,9	18,0	18,9
Zysk brutto ze sprzedaży	23,8	27,7	24,2	33,1	27,0	34,6	38,2
SG&A	16,9	18,2	17,2	19,5	19,3	20,2	22,3
PPO/PKO	2,4	-0,3	-1,0	-4,1	1,7	0,0	-0,1
EBITDA	16,2	15,9	12,7	15,6	17,1	22,3	23,6
EBIT	9,2	9,2	6,0	9,5	9,5	14,3	15,8
Zysk brutto	10,1	8,4	2,8	8,6	8,0	13,8	15,1
Zysk netto	7,7	6,6	1,2	7,1	6,4	11,0	12,1
Dług netto	-0,2	4,8	13,9	19,3	7,2	4,7	3,5

Wskaźniki	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	-1%	10%	13%	9%	-10%	14%	10%
EBITDA zmiana r/r	24%	-2%	-20%	23%	9%	31%	6%
Zysk netto zmiana r/r	59%	-15%	-81%	468%	-10%	73%	10%
Marża brutto na sprzedaży	19,7%	20,7%	16,0%	20,2%	18,2%	20,4%	20,5%
Marża EBITDA	13,4%	11,9%	8,4%	9,5%	11,5%	13,2%	12,6%
Marża netto	6,4%	4,9%	0,8%	4,3%	4,3%	6,5%	6,5%
ROE	8,8%	6,9%	1,3%	6,8%	5,8%	9,3%	9,6%
ROA	7,2%	5,2%	0,9%	4,7%	4,2%	6,7%	7,1%

Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	43,9	50,9	58,3	65,1	64,4	63,0	61,6
WNiP	5,0	5,5	9,4	9,1	9,9	10,1	9,9
Rzeczowe aktywa trwałe	38,6	45,4	48,6	55,6	54,2	52,5	51,4
Pozostałe aktywa trwałe	0,4	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Aktywa obrotowe	63,9	76,3	82,3	86,4	89,1	100,7	109,3
Zapasy	31,3	39,6	45,1	45,6	41,2	46,9	51,9
Należności krótkoterminowe	29,5	31,9	34,7	37,7	34,1	38,8	42,9
Środki pieniężne	3,1	4,7	2,6	3,0	13,8	14,9	14,5
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	107,9	127,2	140,6	151,4	153,6	163,7	170,9

Kapitał własny	87,7	94,6	96,5	103,6	110,0	118,9	125,5
Udziały mniejszości	1,2	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania i rezerwy	18,9	31,4	44,2	47,8	43,6	44,8	45,4
Rezerwy na zobowiązania	4,2	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Oprocentowane zobowiązania	2,9	9,5	16,5	22,4	21,0	19,7	18,1
Zobowiązania pozostałe	11,8	17,5	23,4	21,2	18,4	20,9	23,1
Pasywa razem	107,9	127,2	140,6	151,4	153,6	163,7	170,9
Dług netto	-0,2	4,8	13,9	19,3	7,2	4,7	3,5
Dług netto / Kapitał własny	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0
Dług netto / EBITDA	0,0	0,3	1,1	1,2	0,4	0,2	0,2

Rachunek przepływu [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
CFO	12,6	8,3	-1,8	10,2	19,8	11,7	13,6
CFI	-8,7	-14,1	-12,2	-15,0	-7,0	-6,5	-6,4
CFE	-2,6	7,4	11,8	5,3	-2,0	-4,1	-7,7
- w tym dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,1	-5,5
Przepływy pieniężne netto	1,3	1,6	-2,2	0,5	10,8	1,1	-0,4
CAPEX / Amortyzacja	128%	213%	178%	244%	92%	82%	82%

RELPOŁ

Rekomendacja	Trzymaj	www:	www.relpol.pl
Wycena końcowa [PLN]	7,42		
Potencjał	5%	daty najbliższych raportów:	
Cena rynkowa [PLN]	7,10	4Q'23:	25 kwi
Ilość akcji [mln. szt.]	9,6	1Q'24:	22 maj
Kapitalizacja [mln PLN]	68,2		

Podstawowe informacje o przebiegu:

<https://www.relpol.pl/content/download/4172/32060/file/Prze%C5%BAAniki%20-%C2%A0podstawowe%20informacje.pdf>

Wyniki Q [mln PLN]	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23P
Przychody	35,8	37,5	53,3	45,4	32,9	32,4
Polska	7,9	14,5	14,6	11,7	9,4	10,9
Niemcy	15,3	12,9	23,0	21,1	14,5	11,6
Rosja	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
inne Europa	10,1	4,5	11,3	7,8	5,2	5,1
pozostałe	2,5	5,5	4,4	4,8	3,8	4,8
Zysk brutto ze sprzedaży	4,8	6,0	12,4	10,0	5,3	5,4
SG&A	3,9	4,4	4,9	5,1	4,5	5,0
PPO/PKO	-0,3	0,0	0,0	-0,2	-3,9	0,0
EBITDA	2,3	3,2	9,0	6,1	-1,6	2,0
EBIT	0,6	1,6	7,4	4,7	-3,1	0,4
Zysk brutto	0,6	1,3	7,1	4,2	-2,7	0,0
Zysk netto	0,7	0,5	5,7	3,5	-2,1	0,0
Dług netto	15,2	13,9	20,7	14,9	18,8	19,3

Wskaźniki	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23P
Przychody zmiana r/r	4%	15%	32%	22%	-8%	-13%
EBITDA zmiana r/r	-49%	19%	92%	152%	-166%	-37%
Zysk netto zmiana r/r	-59%	-79%	3335%	48%	-10%	-99%
Marża brutto na sprzedaży	13,3%	16,1%	23,2%	22,1%	16,2%	16,6%
Marża EBITDA	6,5%	8,6%	17,0%	13,5%	-4,7%	6,3%
Marża netto	2,0%	1,4%	10,7%	7,7%	-6,4%	0,0%

Wskaźniki II	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
EPS, Adj+	0,68	0,13	0,74	0,66	1,15	1,26
Revenue	133,6	151,0	164,1	148,4	169,0	186,7
Gross Margin %	20,7%	16,0%	20,2%	18,2%	20,4%	20,5%
EBIT	9,2	6,0	9,5	9,5	14,3	15,8
EBITDA	15,9	12,7	15,6	17,1	22,3	23,6
Net Income Adj+	6,6	1,2	7,1	6,4	11,0	12,1
Net Debt	4,8	13,9	19,3	7,2	4,7	3,5
BPS	9,8	10,0	10,8	11,4	12,4	13,1
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,6
Return on Equity %	6,9%	1,3%	6,8%	5,8%	9,3%	9,6%
Return on Assets %	5,2%	0,9%	4,7%	4,2%	6,7%	7,1%
Depreciation	5,6	5,6	5,0	6,4	6,7	6,5
Amortization	1,2	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3
Free Cash Flow	-5,8	-14,0	-4,8	12,8	5,2	7,3
CAPEX	14,3	11,9	15,0	7,0	6,5	6,4

Czynnik ryzyka:

- Eskalacja wojny na Ukrainie - wstrzymanie pracy zakładu Relpol Altera.
- Wysokie ceny surowców strategicznych lub problemy z ich dostępnością.
- Spadek kursu EUR/PLN - spółka jest eksporterem netto.
- Znaczny wzrost kosztów pracy, usług obcych czy kosztów energii
- Ryzyko technologiczne - ryzyko zwiększenia się udziału w rynku przebiegających SSR.
- Ryzyko utraty głównych klientów - spółka ok. 30% sprzedaży kieruje do dwóch partnerów strategicznych.
- Długi cykl operacyjny oraz wysokie zapotrzebowanie na kapitał obrotowy.
- Spowolnienie gospodarcze.
- Konkurencja ze strony chińskich producentów.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Relpol opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 80% dla metody DCF i 20% dla wyceny porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2024-2033 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 6,83 PLN. Wycena porównawcza oparta na prognozach wyników na lata 2024 – 2026 dała wartość 1 akcji na poziomie 9,77 PLN. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 7,42 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	6,83
Wycena metodą porównawczą, w tym:	20%	9,77
Wycena 1 akcji Relpol [PLN]		7,42

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 (5,25%), premii za ryzyko rynkowe (9,5%) oraz współczynnika beta = 1,0.

Główne założenia modelu:

- W 2023 roku spodziewamy się skonsolidowanych przychodów grupy na poziomie 164 mln PLN (+9% r/r). W 2024 roku zakładamy spadek do 148 mln PLN a w 2025 oczekujemy odbicia do 169 mln PLN (szansa na nałożenie się odbicia w przemyśle, wzrostu mocy produkcyjnych spółki oraz postępującego nearshoringu)
- W średnim terminie podtrzymujemy zakładamy wzrost do >200 mln PLN (w 2021 roku zarząd spółki informował, że zgodnie ze strategią do 2026 roku przychody spółki dzięki inwestycjom mają wzrosnąć do ponad 180 mln PLN. Biorąc, pod uwagę inflację uważamy, że spółka powinna celować obecnie w wyższe poziomy).
- Marża EBITDA w 2022 roku spadła do 8,4% (inflacja kosztów oraz negatywny aspekt przejściowego ograniczenia montażu w Ukrainie). Natomiast średnia za wcześniejsze 5 lat wynosiła 12,1%. W 2023 roku ustabilizowanie strony produkcyjnej oraz kosztowej sprzyja wyraźnej odbudowie marży (bez one-off'a) w kierunku średnich, uwzględniając nawet słabość w 2H'23. Zakładamy obecnie 11,5% marży EBITDA w całym 2024 roku. W kolejnych latach zakładamy poziom ok 12-13%. Ryzykiem dla takiego scenariusza może być np. ewentualnie trwalsze umocnienie PLN vs EUR (spółka jest eksporterem netto).
- Zakładamy, że linia do produkcji przekaźników bistabilnych dla przemysłu (główny element programu inwestycyjnego), zostanie finalnie ukończona na początku 2024 roku. W najbliższych latach przyjmujemy, że CAPEX może spaść nawet poniżej amortyzacji - spółka będzie miała za sobą duży program inwestycyjny, zwiększający o kilkadziesiąt procent zdolności produkcyjne. W długim terminie zakładamy CAPEX zbliżony do amortyzacji.
- Zakładamy ustabilizowanie się cyklu konwersji gotówki spółki na poziomach zbliżonych do poziomu estymowanego na 2023 rok.
- Efektywną stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 20,0%.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1,0%.
- Dług netto przyjęto na poziomie prognozowanym na koniec 2023 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 9,6 mln akcji a końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 5 lutego 2024 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 65,6 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 6,83 PLN.

Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	148,4	169,0	186,7	201,5	211,1	217,2	221,0	223,2	224,6	225,7
EBIT [mln PLN]	9,5	14,3	15,8	17,0	17,7	18,2	18,5	18,7	18,8	18,9
Stopa podatkowa	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Podatek od EBIT [mln PLN]	1,9	2,9	3,2	3,4	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8	3,8
NOPLAT [mln PLN]	7,6	11,5	12,6	13,6	14,2	14,6	14,8	14,9	15,0	15,1
Amortyzacja [mln PLN]	7,6	8,0	7,8	7,7	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6
CAPEX [mln PLN]	-7,0	-6,5	-6,4	-7,0	-7,3	-7,6	-7,6	-7,6	-7,6	-7,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	5,3	-8,1	-7,0	-5,8	-3,8	-2,4	-1,5	-0,9	-0,5	-0,4
FCF [mln PLN]	13,5	4,8	7,0	8,4	10,7	12,2	13,3	14,0	14,5	14,7
DFCF [mln PLN]	12,0	3,8	4,9	5,1	5,7	5,7	5,4	5,0	4,5	4,0
Suma DFCF [mln PLN]	55,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]	107,7									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	29,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]	85,0									
Dług netto 2023P [mln PLN]	19,3									
Wartość kapitału [mln PLN]	65,6									
Ilość akcji [mln szt.]	9,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	6,83									

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

Przychody zmiana r/r	-9,6%	13,9%	10,5%	7,9%	4,8%	2,9%	1,7%	1,0%	0,6%	0,5%
EBIT zmiana r/r	0,0%	51,3%	10,0%	7,8%	4,4%	2,6%	1,6%	1,0%	0,6%	0,4%
FCF zmiana r/r	-	-64,1%	45,6%	19,5%	27,3%	13,4%	9,6%	5,4%	3,1%	1,3%
Marża EBITDA	11,5%	13,2%	12,6%	12,2%	12,0%	11,9%	11,8%	11,8%	11,7%	11,7%
Marża EBIT	6,4%	8,5%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Marża NOPLAT	5,1%	6,8%	6,8%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
CAPEX / Przychody	4,7%	3,8%	3,4%	3,5%	3,4%	3,5%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
CAPEX / Amortyzacja	92,0%	81,5%	81,9%	91,5%	95,8%	100,3%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	-3,6%	4,8%	3,7%	2,9%	1,8%	1,1%	0,7%	0,4%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	33,6%	39,4%	39,4%	39,4%	39,4%	39,4%	39,4%	39,4%	39,4%	39,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%
Premia za ryzyko	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
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	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%
Udział kapitału własnego	86,3%	88,0%	89,4%	90,5%	92,2%	94,1%	96,3%	98,3%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Udział kapitału obcego	13,7%	12,0%	10,6%	9,5%	7,8%	5,9%	3,7%	1,7%	0,0%	0,0%
WACC	13,5%	13,6%	13,8%	13,9%	14,0%	14,2%	14,4%	14,6%	14,8%	14,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			Beta							
	0,00%	1,00%	2,00%	0,00%	1,00%	2,00%	0,9	1,0	1,1					
beta	0,8	8,00	8,36	8,78	7,5%	8,09	8,45	8,88	7,5%	9,22	8,45	7,78		
	0,9	7,25	7,54	7,87	8,5%	7,29	7,58	7,92	8,5%	8,31	7,58	6,94		
	1,0	6,60	6,83	7,10	Premia za ryzyko	9,5%	6,60	6,83	7,10	Premia za ryzyko	9,5%	7,54	6,83	6,22
	1,1	6,03	6,22	6,44	10,5%	6,00	6,19	6,41	10,5%	6,87	6,19	5,61		
	1,2	5,53	5,69	5,87	11,5%	5,48	5,63	5,81	11,5%	6,28	5,63	5,08		

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza została dokonana w oparciu o prognozy na lata 2024-2026 dla wybranych polskich firm elektrotechnicznych o niskiej i średniej kapitalizacji (spółki te posiadają podobnie jak Relpol znaczącą ekspozycję na eksport, ich produkty trafiają także do branży OZE/EV). Waga polskich spółek w modelu wynosi 70%. Pozostałe 30% jest wynikiem porównania do Hongfy, która jest liderem produkcji przekładników na świecie (w przypadku pozostałych podmiotów obecnych na tym rynku jest to tylko jedna z różnych działalności). Udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie to 20% (polskie podmioty z grupy porównawczej nie produkują przekładników, natomiast skala Hongfy jest nieporównywalnie większa). Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (waga po 33% dla każdego roku). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 9,77 PLN/akcję.

Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym:		9,77
- wycena do krajowych producentów elektrotechniki	70%	9,10
- wycena do zagranicznych producentów przekładników	30%	11,34

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wycena porównawcza do krajowych spółek

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Apator	10,7	7,8	7,6	5,5	4,5	4,3
Aplisens	6,8	6,6	6,4	4,3	4,0	3,8
Sonel	10,7	7,8	7,6	5,5	4,5	4,3
Mediana	10,7	7,8	7,6	5,5	4,5	4,3
Relpol	10,7	6,2	5,6	4,4	3,3	3,0
Premia/dyskonto	-0,3%	-20,3%	-25,5%	-19,3%	-26,9%	-29,1%
Wycena wg wskaźnika	7,12	8,90	9,53	8,97	9,89	10,16
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		8,52			9,68	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	9,10					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne na bazie rekomendacji z programu GPW PWPA

Wycena porównawcza do zagranicznych spółek (Hongfa)

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Hongfa	13,2	11,2	10,1	6,4	5,4	4,7
Mediana	13,2	11,2	10,1	6,4	5,4	4,7
Relpol	10,7	6,2	5,6	4,4	3,3	3,0
Premia/dyskonto	-18,8%	-44,6%	-44,3%	-30,5%	-39,0%	-35,6%
Wycena wg wskaźnika	8,74	12,82	12,75	10,55	11,94	11,24
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		11,44			11,24	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	11,34					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI ZA OSTATNIE OKRESY

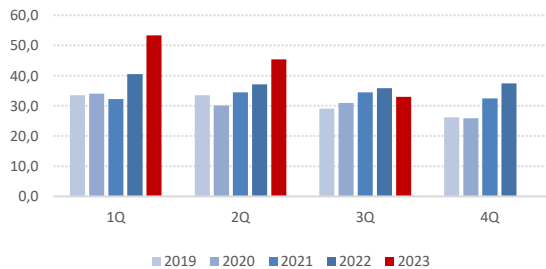
Wyniki za 3Q'2023 [mln PLN]

	3Q'22	3Q'23	zmiana r/r	3Q'23P BDM	odchyl.	1-3Q'22	1-3Q'23	zmiana r/r
Przychody	35,8	32,9	-8,1%	36,2	-8,9%	113,5	131,7	16,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	4,8	5,3	12,4%	7,1	-24,8%	18,1	27,7	52,9%
Zysk na sprzedaży	0,9	0,8	-6,9%	2,5	-67,5%	5,3	13,2	147,1%
EBITDA	2,3	-1,6	---	0,3	---	9,5	13,6	43,2%
EBIT	0,6	-3,1	---	-1,3	---	4,4	9,1	106,2%
Zysk brutto	0,6	-2,7	---	-1,8	---	1,5	8,6	469,5%
Zysk netto	0,7	-2,1	---	-1,4	---	0,7	7,1	886,5%
Marża brutto ze sprzedaży	13,3%	16,2%	---	19,6%	---	16,0%	21,0%	---
Marża EBITDA	2,4%	2,4%	---	6,8%	---	4,7%	10,0%	---
Marża EBIT	1,7%	-9,3%	---	-3,7%	---	3,9%	6,9%	---
Marża zysku netto	2,0%	-6,4%	---	-3,8%	---	0,6%	5,4%	---

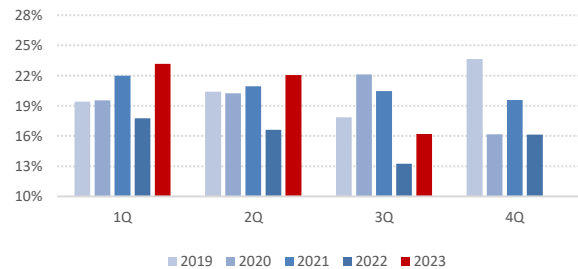
Źródło: BDM S.A., spółka

- W 3Q'23 przychody wyniosły 32,9 mln PLN (-8% r/r). Sprzedaż na rynku polskim wzrosła o 20% r/r. Sprzedaż eksportowa spadła o -17% r/r (w tym w Niemczech o -5% r/r, istotnie spadła głównie sprzedaż na pozostałych rynkach europejskich; sprzedaż do Rosji była już zerowa rok temu).
- Wyraźnej poprawie r/r uległa rentowność brutto ze sprzedaży (16% w 3Q'23 vs 13% rok temu, ale są to poziomy sporo niższe niż w 1H'23). Zwracamy uwagę na stabilizację kosztów materiałów, ale z drugiej strony na mocny PLN w lipcu i sierpniu, który ograniczał marżowość eksportu.
- Rentowność produkcji wyniosła 15% vs 10% rok temu i 22% w 1H'23 (sprzedaż towarów ma wyższą rentowność, ale jej udział jest niewielki).
- EBITDA wyniosła -1,6 mln PLN (vs 2,3 mln PLN rok temu). Spodziewaliśmy się 0,3 mln PLN. Baza z ubiegłego roku nie była wymagająca, uwzględnialiśmy także w naszych prognozach 3,85 mln PLN odpisu nakładów na prace rozwojowe (po ostatecznym rozliczeniu projektu z NCBiR kwota może zostać finalnie zmniejszona o wysokość 1,7 mln PLN otrzymanej dotacji). Wynik był słabszy niż oczekiwaliśmy, zarówno ze względu na sprzedaż, jak i rentowność produkcji.
- Wynik netto wyniósł -2,1 mln PLN (vs +0,7 mln PLN w 3Q'22).
- Cash flow operacyjny: +4,2 mln PLN (vs -1,7 mln PLN rok temu). CAPEX: 4,0 mln PLN w 3Q'23 (vs 2,7 mln PLN w całym 1H'23). Dług netto po 3Q'23: 18,8 mln PLN (vs 14,9 mln PLN po 2Q'23 – za wzrost odpowiada głównie CAPEX oraz „ujemne” saldo dotacji).

Przychody [mln PLN]

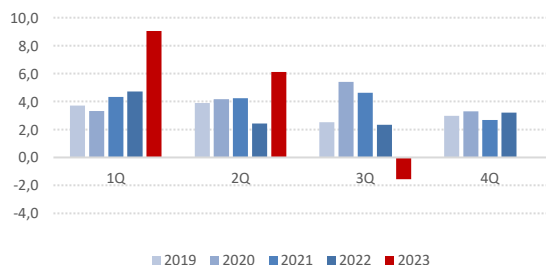


Marża brutto ze sprzedaży



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

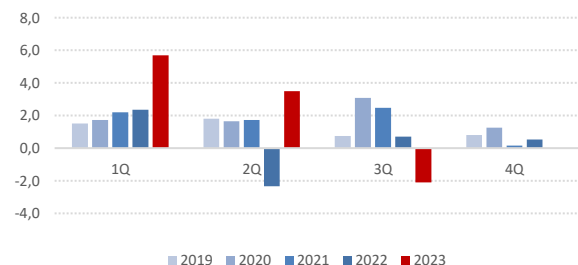
EBITDA [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

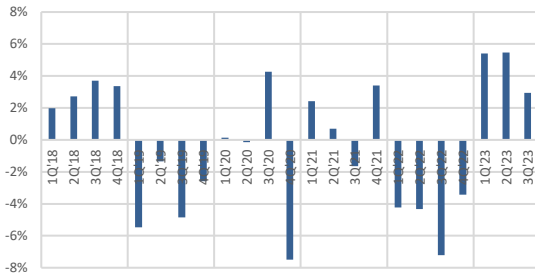
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zysk netto [mln PLN]



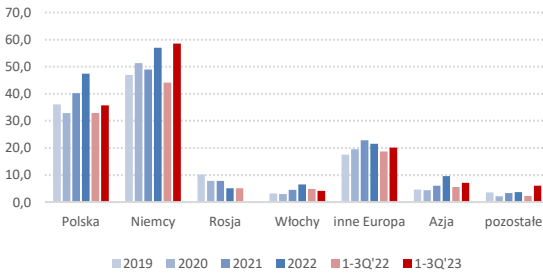
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zmiana marży brutto ze sprzedaży r/r



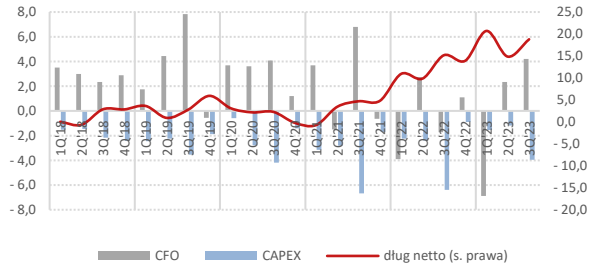
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura przychodów geograficznie [mln PLN]



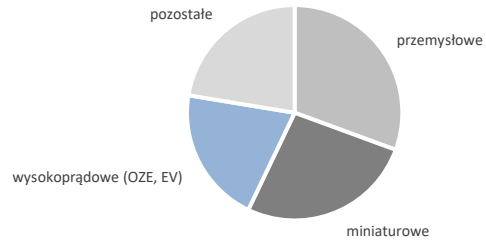
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dług netto [mln PKN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura przychodów z asortyment*



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *szacunkowo w skali roku

Wyniki za ostatnie kwartały [mln PLN]

	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23
Przychody ze sprzedaży	34,0	30,1	31,0	25,8	32,2	34,5	34,4	32,5	40,6	37,1	35,8	37,5	53,3	45,4	32,9
Polska	9,3	7,6	8,8	7,2	9,9	10,5	9,3	10,6	12,7	12,4	7,9	14,5	14,6	11,7	9,4
Niemcy	15,6	13,1	12,4	10,3	12,0	12,9	12,3	11,7	15,1	13,7	15,3	12,9	23,0	21,1	14,5
Rosja	2,0	3,5	1,1	1,3	1,8	1,9	1,9	2,2	2,1	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Europa pozostałe	5,0	5,2	6,9	5,3	6,6	7,2	8,4	5,2	7,0	6,4	10,1	4,5	11,3	7,8	5,2
Azja	1,9	0,3	1,0	1,3	1,7	1,1	1,5	1,8	2,7	1,1	1,8	4,0	2,5	3,2	1,4
inne	0,4	0,4	0,8	0,5	0,3	0,9	1,1	1,0	1,0	0,5	0,8	1,5	1,9	1,7	2,4
Komponenty automatyki	---	---	---	---	26,9	28,8	27,7	26,4	33,5	28,0	31,2	32,0	46,9	40,9	29,5
Towary	---	---	---	---	4,4	4,1	6,2	4,1	6,0	7,4	3,5	4,0	4,5	3,1	2,3
Pozostałe	---	---	---	---	0,9	1,5	0,6	1,9	1,0	1,7	1,2	1,4	2,0	1,4	1,2
Zysk brutto ze sprzedaży	6,7	6,1	6,8	4,2	7,1	7,2	7,0	6,4	7,2	6,2	4,8	6,0	12,4	10,0	5,3
Komponenty automatyki	---	---	---	---	5,6	4,4	4,1	5,1	4,9	2,9	3,3	3,7	9,9	9,2	4,4
Towary	---	---	---	---	1,3	2,5	2,6	-1,1	2,1	2,9	1,3	1,6	1,8	0,8	0,7
Pozostałe	---	---	---	---	0,2	0,3	0,3	2,3	0,2	0,4	0,2	0,8	0,7	0,0	0,2
SG&A	4,7	4,7	4,6	3,0	4,4	4,7	4,2	4,9	4,3	4,6	3,9	4,4	4,9	5,1	4,5
Saldo PPO/PKO	-0,4	1,0	1,5	0,4	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,2	-0,9	-0,3	0,0	0,0	-0,2	-3,9
EBITDA	3,3	4,2	5,4	3,3	4,3	4,3	4,6	2,7	4,7	2,4	2,3	3,2	9,0	6,1	-1,6
EBIT	1,6	2,4	3,7	1,6	2,7	2,5	2,9	1,0	3,1	0,7	0,6	1,6	7,4	4,7	-3,1
Saldo finansowe	0,7	-0,3	0,2	0,3	0,1	-0,3	0,2	-0,8	0,0	-2,9	0,0	-0,3	-0,3	-0,6	0,3
Zysk brutto	2,8	2,2	3,2	0,3	3,1	-2,2	0,6	1,3	7,1	4,2	-2,7	4,0	4,8	3,8	2,4
Zysk netto	1,7	1,7	3,1	1,3	2,2	1,7	2,5	0,2	2,3	-2,3	0,7	0,5	5,7	3,5	-2,1
CFO	3,7	3,6	4,1	1,2	3,7	-1,5	6,8	-0,6	-3,9	2,7	-1,7	1,1	-6,9	2,3	4,2
CAPEX	0,6	2,8	4,2	1,4	3,1	2,8	6,7	1,7	2,3	2,4	6,4	0,9	1,5	1,2	4,0
Dług netto	3,1	2,2	2,3	-0,2	-0,7	3,4	4,7	4,8	10,9	9,9	15,2	13,9	20,7	14,9	18,8
Przychody zmiana r/r	1,5%	-10,0%	6,6%	-1,3%	-5,4%	14,5%	11,2%	25,6%	26,0%	7,6%	4,1%	15,4%	31,5%	22,3%	-8,1%
Polska	0%	-18%	6%	-21%	7%	39%	5%	47%	28%	18%	-15%	37%	15%	-5%	20%
Niemcy	15%	2%	656%	-46%	-23%	-2%	0%	14%	26%	6%	24%	10%	52%	54%	-5%
Rosja	-27%	24%	-54%	-43%	-10%	-45%	74%	72%	16%	55%	-100%	-100%	-100%	-100%	---
Europa pozostałe	-9%	-18%	-55%	-183%	33%	38%	20%	-3%	6%	-11%	21%	-13%	61%	21%	-49%
Azja	22%	-75%	21%	1%	-12%	322%	54%	38%	62%	4%	19%	129%	-6%	181%	-20%
inne	-61%	-64%	66%	-49%	-21%	112%	36%	118%	215%	-41%	-31%	42%	95%	215%	219%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	19,6%	20,2%	22,1%	16,2%	22,0%	20,9%	20,5%	19,6%	17,8%	16,6%	13,3%	16,1%	23,2%	22,1%	16,2%
Komponenty automatyki	---	---	---	---	20,9%	15,2%	14,9%	19,4%	14,5%	10,3%	10,5%	11,5%	21,1%	22,5%	15,0%
Towary	---	---	---	---	28,5%	60,8%	42,0%	-26,4%	35,7%	39,6%	36,6%	39,1%	39,8%	25,9%	32,2%
Pozostałe	---	---	---	---	22,8%	21,4%	59,7%	120%	20,1%	20,4%	18,6%	56,6%	35,0%	2,6%	14,3%
S&GA/przychody	13,7%	15,5%	14,9%	11,6%	13,6%	13,7%	12,1%	15,2%	10,6%	12,4%	10,8%	11,9%	9,3%	11,1%	13,8%
Marża EBITDA	9,8%	13,9%	17,5%	12,8%	13,4%	12,3%	13,5%	8,3%	11,6%	6,5%	6,5%	8,6%	17,0%	13,5%	-4,7%
Marża EBIT	4,6%	7,9%	12,0%	6,1%	8,4%	7,3%	8,5%	3,2%	7,6%	1,9%	1,7%	4,2%	13,9%	10,4%	-9,3%
Marża zysku netto	5,1%	5,5%	10,0%	4,9%	6,9%	5,0%	7,2%	0,5%	5,8%	-6,3%	2,0%	1,4%	10,7%	7,7%	-6,4%

Źródło: BDM S.A., spółka

PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Aktualna sytuacja po stronie kosztowej

Największą pozycję w strukturze kosztów spółki stanowią koszty zużycia materiałów i energii (blisko 70 mln PLN za 2022 rok, około 45% kosztów, w tym kilka % stanowią koszty mediów). Podstawowymi surowcami pod względem wartości są miedź (taśmy, przewody) oraz srebro (materiały stykowe). Spółka używa także w procesie produkcji tworzyw sztucznych (elementy plastikowe), materiałów elektronicznych stali czy opakowań (papier, worki).

Koszty wynagrodzeń to 24% kosztów a usług obcych to ok. 16% kosztów. Zatrudnienie na koniec 2022 roku wynosiło 699 osób (w tym 418 osób w Polsce, a reszta zagranicą – spółka posiada zakład montażowy w Ukrainie, gdzie montowane są elementy przekładników przemysłowych, które później trafiają głównie na eksport do krajów Europy Zachodniej (proces pracochłonny, spółka korzysta z różnicy płac pomiędzy Polską a Ukrainą). Średnie zatrudnienie w 1-3Q'23 wynosiło 709 osób (+28 osób r/r). Spółka jest wrażliwa na zmiany płacy minimalnej w Polsce. Podwyżki płacy będą negatywnie odbijać się na poziomie budżetu płacowego spółki, odpowiedzią spółki są inwestycje, które zwiększają automatyzację.

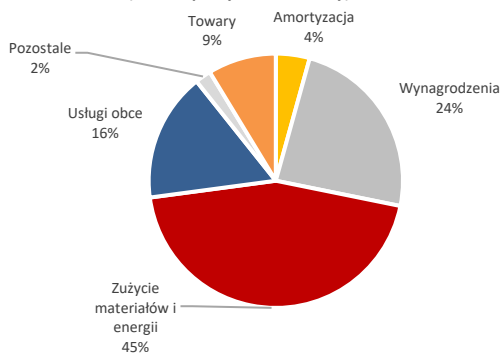
Rok 2021 i 1H'22 był okresem bardzo trudnego otoczenia surowcowego dla Relpolu. Od 2H'22 ceny większość bazowych materiałów zaczęły spadać, przy czym należy pamiętać, że spółka kupuje już przetworzone materiały (np. z miedzi, srebra), których ceny w 2H'22 były jeszcze pod dużym wpływem rosnących kosztów przetworzenia (np. energii czy płac) czy wysokiego kursu USD. W 2023 otoczenie surowcowe dla spółki wyglądało stabilniej z tendencją spadkową (np. koszty tworzyw). Dodatkowo w 1H'23 pełny efekt osiągnęły podwyżki cen wdrażane stopniowo w 2022 roku. Na bazie cennika ze strony internetowej szacujemy, że pomiędzy 1Q'22 a 1Q'23 było to przeciętnie kilkanaście procent. Ostatnią korektę cennika spółka przeprowadziła we wrześniu 2023, ale zmiany były kosmetyczne. Negatywnie natomiast na wyniki spółki po stronie przychodowej wpływa w ostatnich miesiącach umocnienie PLN vs EUR (w 2022 roku ponad 60% przychodów spółki uzyskiwanych było w EUR, a ok 7% w USD). W tym samym czasie PLN umacniało się vs USD – co pozytywnie wpływa na koszty „dolarowych” surowców. Jednocześnie osłabienie CNY na przestrzeni 2023 roku zwiększało atrakcyjność cenową konkurencji z Chin (Hongfa) - trend ten nieco wyhamował w 2H'23.

Generalnie popyt na produkty spółki jest powiązany głównie z koniunkturą w przemyśle w Niemczech i w Polsce. Obecnie wskaźniki PMI wskazują na poprawę względem połowy 2023 roku, ale nadal są to poziomy poniżej 50 pkt.

Niedawno zaprezentowane wyniki ABB (jeden z głównych odbiorców spółki) wykazały, że 4Q'23 był kolejnym kwartałem spadku zamówień na rynku niemieckim (-17% r/r, przy -5% na całym rynku europejskim). Natomiast globalny napływ nowych zamówień obniżył się kolejny kwartał z rzędu po świetnym 1Q'23.

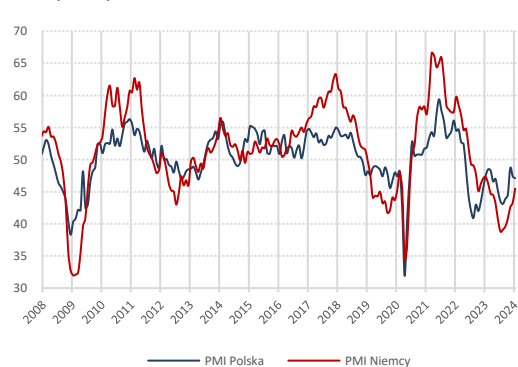
Zwracamy jednocześnie uwagę, że w średnim terminie atrakcyjność Relpolu vs Chiny dla kontrahentów z Europy Zachodniej wzrosła ze względu na bliską lokalizację i rozbudowę mocy produkcyjnych. Dodatkowo istotna część produktów Relpolu (ok. 20%) znajduje zastosowanie w systemach solarnych, gdzie koniunktura na rynkach DACH powinna być wspierana przez zmiany w mixie energetycznym.

Struktura kosztów (ostatni pełny rok obrotowy)



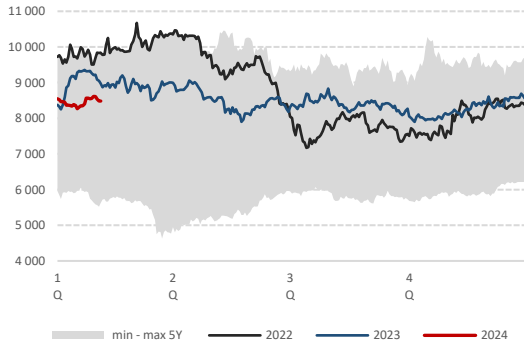
Źródło: BDM S.A., spółka, w zużycie energii elektrycznej wyniosło 4,7 tys MWh, ciepłej 5,8 tys GJ a gazu ziemnego 2,4 tys MWh

PMI dla przemysłu w Polsce i w Niemczech



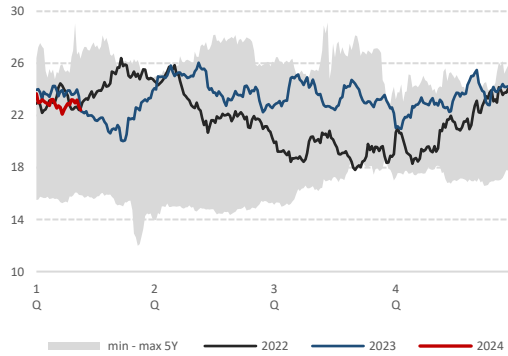
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena miedzi [USD/t]



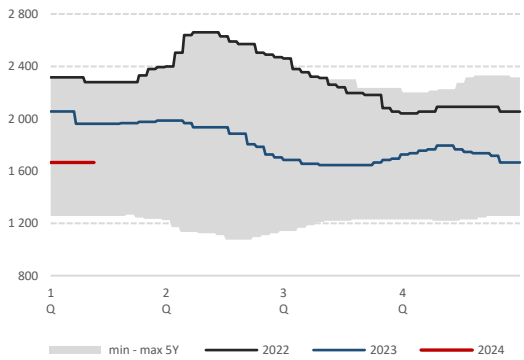
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena srebra [USD/oz]



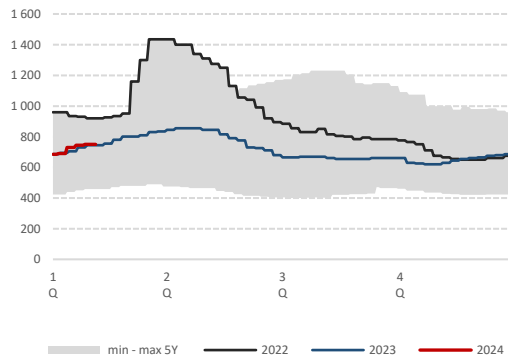
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena polietylenu [EUR/t]



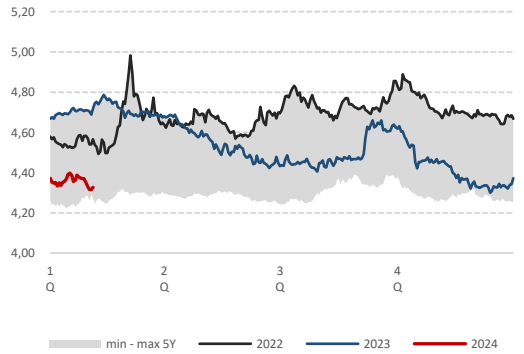
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena stali [EUR/t]



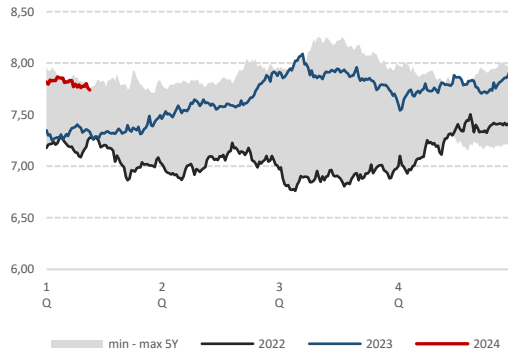
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EUR/PLN



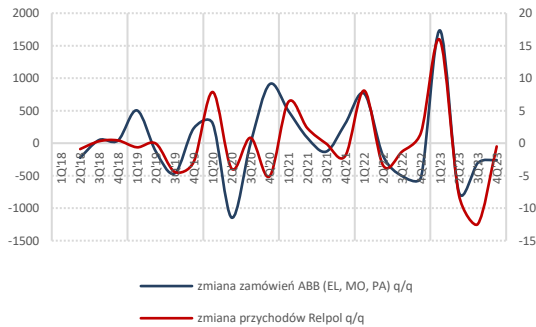
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EUR/CNY



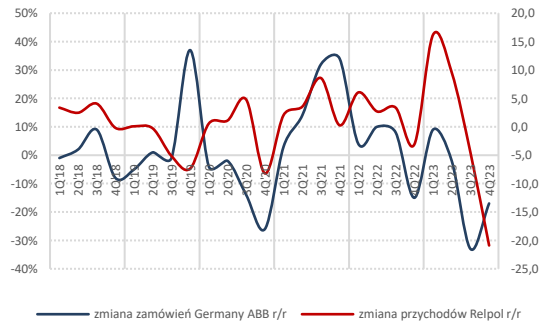
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Zmiana zamówień ABB* q/q [mln USD] vs zmiana przychodów Relpol q/q [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., ABB, *suma segmentów: Electrification, Motion, Process Automation

Zmiana zamówień ABB z rynku niemieckiego r/r [%] vs zmiana przychodów Relpol r/r [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., ABB

Prognozy wyników na 4Q'23

Prognozy wyników na 4Q'2023

	4Q'22	4Q'23P	zmiana r/r	2022	2023P	zmiana r/r	2024P*	zmiana r/r
Przychody	37,5	32,4	-13,4%	151,0	164,1	8,7%	148,4	-9,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	6,0	5,4	-11,0%	24,2	33,1	36,9%	27,0	-18,3%
Zysk na sprzedaży	1,6	0,4	-74,3%	6,9	13,6	95,8%	7,8	-42,7%
EBITDA	3,2	2,0	-36,6%	12,7	15,6	23,0%	17,1	9,3%
EBIT	1,6	0,4	-74,0%	6,0	9,5	58,5%	9,5	0,0%
Zysk brutto	1,3	0,0	-99,1%	2,8	8,6	208,4%	8,0	-6,9%
Zysk netto	0,5	0,0	-98,2%	1,2	7,1	467,8%	6,4	-9,8%
Marża brutto ze sprzedaży	16,1%	16,6%		16,0%	20,2%		18,2%	
marża EBITDA	8,6%	6,3%		8,4%	9,5%		11,5%	
marża EBIT	4,2%	1,3%		4,0%	5,8%		6,4%	
marża netto	1,4%	0,0%		0,8%	4,3%		4,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *w 2024 zakładamy częściowe odwrócenie o 1,7 mln PLN odpisu z 3Q'23 na prace B+R po weryfikacji rozliczenia dotacji przez NCBiR)

- W raporcie za 3Q'23 spółka wskazywała, że spodziewa się stagnacji na rynku krajowym i europejskim w 4Q'23, poziom zamówień złożonych z terminami dostaw na 4Q'23 i początek 2024 był niski.
- Poprawa spodziewana jest na przełomie 1/2Q'24. Spółka nadzieje wiąże z obserwowanym lekkim odbiciem wskaźników PMI, odblokowaniem środków na zieloną transformację czy inwestycjami w modernizację sektora energetycznego. Stany magazynowe u klientów powinny również ulec zmniejszeniu, co powinno wygenerować nowe zamówienia.
- W 4Q'23 spółka musiała mierzyć się z mało korzystnym kursem EUR/PLN, Sezonowo 4Q jest słabszy niż przeciętny kwartał z 1H ze względu na niski realny poziom dni roboczych w grudniu.
- Po 1-3Q'23 przychody wynosiły 132 mln PLN (+16% r/r) a zysk netto 7,1 mln PLN (+887% r/r).
- W 4Q'23 zakładamy 32,4 mln PLN przychodów (-13% r/r, poziom zbliżony do 3Q'23), 2,0 mln PLN raportowanej EBITDA oraz 0 mln PLN na poziomie netto.
- Na ten moment dopiero w 2024 zakładamy częściowe odwrócenie 1,7 mln PLN odpisu z 3Q'23 na prace B+R (weryfikacja rozliczenia dotacji przez NCBiR opóźnia się).
- W 2024 pierwsza połowa roku może być pod wyraźną presją wynikową (bardzo wysoka baza z 1H'23, kiedy spółka notowała rekordowe przychody i bardzo wysokie marże). Odbicia oczekujemy w 2H'24 i dalszej poprawy w 2025 roku (min efekt zagospodarowania nowych mocy produkcyjnych).

Program inwestycyjny

- W roku 2022 spółka przeniosła produkcję grupy przełączników miniaturowych do nowo wybudowanej hali, uruchomiono także nową linię montażową. Podniosło to potencjał wytwórczy w tej grupie o 30% (jednocześnie jednak popyt w ostatnich okresach jest niższy z uwagi na słabszą koniunkturę w budownictwie kubaturowym w Europie i powiązaną produkcją sprzętu AGD oraz dóbr mieszkaniowych, gdzie wykorzystywana jest ta grupa przełączników).
- W grupie przełączników przemysłowych prowadzona od 2020 roku jest największa inwestycja – stworzenie automatycznej linii do produkcji przełącznika bistabilnego (linia będzie posiadać też możliwość produkcji przemysłowych przełączników monostabilnych, sam przełącznik jest nową konstrukcją spółki, ma dawać odbiorcy oszczędności na poziomie zużycia energii oraz kosztów elementów wykonawczych w automatyce). Zakończenie inwestycji planowane było pierwotnie na koniec 2023, ale ze względu na opóźnienie w dostawie linii montażowej zostało ono przesunięte na 1Q'24. Budżet całej inwestycji to 31,6 mln PLN (z tego 12,7 mln PLN stanowi dotacja z NCBiR). W roku 2023 poniesiono również dodatkowe koszty inwestycyjne jako uzupełniające, dla zwiększenia potencjału wytwórczego w tej grupie przełączników docelowo łącznie o 80%.
- Spółka prowadziła wcześniej jeszcze jeden mniejszy projekt dofinansowany z NCBiR - opracowanie przełączników o podwyższonej niezawodności do zastosowania w infrastrukturze krytycznej oraz prototypowej technologii ich produkcji. Na początku 4Q'23 spółka podjęła decyzję o zakończeniu prowadzonego od 2021 roku projektu. W wynikach 3Q'23 dokonano 3,8 mln PLN odpisu nakładów na prace rozwojowe, przy czym kwota ta, po złożeniu informacji końcowej i pozytywnej weryfikacji przez NCBiR, ulegnie zmniejszeniu o wartość otrzymanej dotacji (ok. 1,7 mln PLN, zakładamy obecnie w 2Q'24).

Prognozy wyników na kolejne okresy
Prognozy wyników kwartalnych [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23P	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
Przychody ze sprzedaży	32,2	34,5	34,4	32,5	40,6	37,1	35,8	37,5	53,3	45,4	32,9	32,4	35,4	37,1	38,2	37,8
Polska	9,9	10,5	9,3	10,6	12,7	12,4	7,9	14,5	14,6	11,7	9,4	10,9	12,1	12,3	11,0	12,0
Niemcy	12,0	12,9	12,3	11,7	15,1	13,7	15,3	12,9	23,0	21,1	14,5	11,6	13,8	14,7	16,0	14,0
Rosja	1,8	1,9	1,9	2,2	2,1	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Europa pozostałe	6,6	7,2	8,4	5,2	7,0	6,4	10,1	4,5	11,3	7,8	5,2	5,1	5,8	6,3	7,0	6,5
Azja	1,7	1,1	1,5	1,8	2,7	1,1	1,8	4,0	2,5	3,2	1,4	3,2	2,3	2,5	2,9	3,5
inne	0,3	0,9	1,1	1,0	1,0	0,5	0,8	1,5	1,9	1,7	2,4	1,6	1,4	1,2	1,3	1,8
Komponenty automatyki	26,9	28,8	27,7	26,4	33,5	28,0	31,2	32,0	46,9	40,9	29,5	28,1	30,3	32,8	34,5	33,2
Towary	4,4	4,1	6,2	4,1	6,0	7,4	3,5	4,0	4,5	3,1	2,3	3,0	4,0	2,9	2,5	3,2
Pozostałe	0,9	1,5	0,6	1,9	1,0	1,7	1,2	1,4	2,0	1,4	1,2	1,4	1,1	1,3	1,2	1,4
Zysk brutto ze sprzedaży	7,1	7,2	7,0	6,4	7,2	6,2	4,8	6,0	12,4	10,0	5,3	5,4	6,2	6,5	7,1	7,2
Komponenty automatyki	5,6	4,4	4,1	5,1	4,9	2,9	3,3	3,7	9,9	9,2	4,4	4,2	4,6	5,2	6,0	5,8
Towary	1,3	2,5	2,6	-1,1	2,1	2,9	1,3	1,6	1,8	0,8	0,7	0,9	1,4	1,0	0,9	1,1
Pozostałe	0,2	0,3	0,3	2,3	0,2	0,4	0,2	0,8	0,7	0,0	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2	0,3
SG&A	4,4	4,7	4,2	4,9	4,3	4,6	3,9	4,4	4,9	5,1	4,5	5,0	4,7	4,8	4,6	5,1
Saldo PPO/PKO	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,2	-0,9	-0,3	0,0	0,0	-0,2	-3,9	0,0	0,0	1,7	0,0	0,0
EBITDA	4,3	4,3	4,6	2,7	4,7	2,4	2,3	3,2	9,0	6,1	-1,6	2,0	3,1	5,4	4,5	4,1
EBIT	2,7	2,5	2,9	1,0	3,1	0,7	0,6	1,6	7,4	4,7	-3,1	0,4	1,5	3,4	2,5	2,1
Saldo finansowe	0,1	-0,3	0,2	-0,8	0,0	-2,9	0,0	-0,3	-0,3	-0,6	0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
Zysk brutto	3,1	-2,2	0,6	1,3	7,1	4,2	-2,7	0,0	1,1	3,0	2,1	1,8	4,2	3,7	3,3	2,6
Zysk netto	2,2	1,7	2,5	0,2	2,3	-2,3	0,7	0,5	5,7	3,5	-2,1	0,0	0,8	2,4	1,7	1,4
CFD	3,7	-1,5	6,8	-0,6	-3,9	2,7	-1,7	1,1	-6,9	2,3	4,2	10,5	3,1	5,4	4,5	6,7
CAPEX	3,1	2,8	6,7	1,7	2,3	2,4	6,4	0,9	1,5	1,2	4,0	8,3	2,5	2,0	1,5	1,1
Dług netto	-0,7	3,4	4,7	4,8	10,9	9,9	15,2	13,9	20,7	14,9	18,8	19,3	19,1	16,1	13,5	7,2
Przychody zmiana r/r	-5,4%	14,5%	11,2%	25,6%	26,0%	7,6%	4,1%	15,4%	31,5%	22,3%	-8,1%	-13,4%	-33,6%	-18,4%	15,9%	16,4%
Polska	7%	39%	5%	47%	28%	18%	-15%	37%	15%	-5%	20%	-25%	-18%	5%	17%	10%
Niemcy	-23%	-2%	0%	14%	26%	6%	24%	10%	52%	54%	-5%	-10%	-40%	-30%	10%	20%
Rosja	-10%	-45%	74%	72%	16%	55%	-100%	-100%	-100%	-100%	---	---	---	---	---	---
Europa pozostałe	33%	38%	20%	-3%	6%	-11%	21%	-13%	61%	21%	-49%	13%	-48%	-19%	34%	27%
Azja	-12%	322%	54%	38%	62%	4%	19%	129%	-6%	181%	-20%	-20%	-10%	-22%	107%	10%
inne	-21%	112%	36%	118%	215%	-41%	-31%	42%	95%	215%	219%	10%	-25%	-28%	-47%	10%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	22,0%	20,9%	20,5%	19,6%	17,8%	16,6%	13,3%	16,1%	23,2%	22,1%	16,2%	16,6%	17,4%	17,6%	18,7%	19,1%
Komponenty automatyki	20,9%	15,2%	14,9%	19,4%	14,5%	10,3%	10,5%	11,5%	21,1%	22,5%	15,0%	15,0%	15,0%	16,0%	17,5%	17,5%
Towary	28,5%	60,8%	42,0%	-26,4%	35,7%	39,6%	36,6%	39,1%	39,8%	25,9%	32,2%	30,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Pozostałe	22,8%	21,4%	59,7%	120%	20,1%	20,4%	18,6%	56,6%	35,0%	2,6%	14,3%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
S&GA/przychody	13,6%	13,7%	12,1%	15,2%	10,6%	12,4%	10,8%	11,9%	9,3%	11,1%	13,8%	15,3%	13,3%	13,0%	12,0%	13,6%
Marża EBITDA	13,4%	12,3%	13,5%	8,3%	11,6%	6,5%	6,5%	8,6%	17,0%	13,5%	-4,7%	6,3%	8,8%	14,5%	11,9%	10,8%
Marża EBIT	8,4%	7,3%	8,5%	3,2%	7,6%	1,9%	1,7%	4,2%	13,9%	10,4%	-9,3%	1,3%	4,1%	9,2%	6,7%	5,5%
Marża zysku netto	6,9%	5,0%	7,2%	0,5%	5,8%	-6,3%	2,0%	1,4%	10,7%	7,7%	-6,4%	0,0%	2,4%	6,5%	4,5%	3,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- Spółka w ostatnim raporcie kwartalnym podkreśliła, że spodziewa się stagnacja na rynku krajowym i europejskim w 4Q'23, poziom zamówień złożonych z terminami dostaw na 4Q'23 i początek 2024 był niski. Poprawa spodziewana jest na przełomie 1/2Q'24.
- Outlook zarządu wyrażony w ostatnim sprawozdaniu finansowym skłania nas do obniżenia naszych prognoz na lata 2024-25 (oraz na 2023 względem wcześniejszego raportu, co czego przyczynił się także odpis na B+R).
- Zakładamy, że w całym 2023 roku spółka wypracuje 164 mln PLN przychodów, 15,6 mln PLN EBITDA oraz 7,1 mln PLN zysku netto (oznacza to zmianę wyników względem poprzedniej rekomendacji o odpowiednio: -5%/-34%/-44%).
- W 2024 roku zakładamy spadek przychodów do 148 mln PLN (zwracamy uwagę na wysoką bazę z 1H'23, a początek roku jest sezonowo bardzo ważny dla spółki). W 2025 oczekujemy odbicia do 169 mln PLN (szansa na nałożenie się odbicia w przemyśle, wzrostu mocy produkcyjnych spółki oraz postępującego nearshoringu)
- W średnim terminie podtrzymujemy zakładamy wzrost do >200 mln PLN (w 2021 roku zarząd spółki informował, że zgodnie ze strategią do 2026 roku przychody spółki dzięki inwestycjom mają wzrosnąć do ponad 180 mln PLN. Biorąc, pod uwagę inflację uważamy, że spółka powinna celować obecnie w wyższe poziomy).
- Marża EBITDA w 2022 roku spadła do 8,4% (inflacja kosztów oraz negatywny aspekt przejściowego ograniczenia montażu w Ukrainie). Natomiast średnia za wcześniejsze 5 lat wynosiła 12,1%. W 2023 roku ustabilizowanie strony produkcyjnej oraz kosztowej sprzyja wyraźnej odbudowie marży (bez one-off'a) w kierunku średnich, uwzględniając nawet słabość w 2H'23. Zakładamy obecnie 11,5% marży EBITDA w całym 2024 roku. W kolejnych latach zakładamy poziom ok 12-13%. Ryzykiem dla takiego scenariusza może być np. ewentualnie trwalsze umocnienie PLN vs EUR (spółka jest eksporterem netto).
- Po zakończeniu inwestycji w linię do produkcji przełączników bistabilnych dla przemysłu, w kolejnych latach przyjmujemy, że CAPEX może spaść okresowo nawet poniżej amortyzacji – spółka będzie miała za sobą duży program inwestycyjny, zwiększający o kilkadziesiąt procent zdolności produkcyjne.

Skorygowane prognozy wyników na lata 2023-2025 rok [mln PLN]

	2023P			2024P			2025P		
	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	172,8	164,1	-5,0%	173,4	148,4	-14,4%	185,7	169,0	-9,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	37,1	33,1	-10,8%	36,1	27,0	-25,1%	38,6	34,6	-10,5%
EBITDA	23,7	15,6	-34,0%	24,3	17,1	-29,7%	25,4	22,3	-12,2%
EBIT	17,3	9,5	-45,2%	15,9	9,5	-40,4%	17,0	14,3	-15,6%
Zysk (strata) netto	12,6	7,1	-43,7%	11,7	6,4	-45,5%	12,9	11,0	-14,5%
Dług (gotówka) netto	19,0	19,3	1,7%	13,2	7,2	-45,3%	10,4	4,7	-54,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	21,5%	20,2%		20,8%	18,2%		20,8%	20,4%	
Marża EBITDA	13,7%	9,5%		14,0%	11,5%		13,7%	13,2%	
Marża EBIT	10,0%	5,8%		9,2%	6,4%		9,2%	8,5%	
Marża zysku netto	7,3%	4,3%		6,7%	4,3%		6,9%	6,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja z 26.09.2023

Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży	122,2	121,0	133,6	151,0	164,1	148,4	169,0	186,7	201,5	211,1	217,2	221,0	223,2	224,6	225,7
Polska	36,1	32,9	40,3	47,4	46,7	47,4	53,3	58,4	62,5	65,2	66,9	67,9	68,5	68,9	69,2
Niemcy	47,0	51,3	48,9	57,0	70,2	58,5	68,9	78,1	86,0	91,1	94,4	96,4	97,7	98,4	99,0
Rosja	10,2	7,9	7,8	5,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Europa pozostałe	20,7	22,5	27,3	28,1	29,4	25,7	28,7	31,3	33,4	34,7	35,6	36,1	36,4	36,6	36,7
Azja	4,6	4,4	6,0	9,6	10,3	11,2	11,8	12,2	12,6	12,8	12,9	13,0	13,0	13,1	13,1
inne	3,6	2,1	3,3	3,7	7,6	5,7	6,2	6,7	7,1	7,3	7,5	7,5	7,6	7,6	7,7
Komponenty automatyki	---	100,6	109,8	124,8	145,3	130,9	150,6	167,6	181,9	191,2	197,1	200,7	203,0	204,3	205,4
Towary	---	17,3	18,9	20,9	12,9	12,5	13,1	13,6	14,0	14,2	14,3	14,4	14,5	14,5	14,5
Pozostałe	---	3,1	4,9	5,3	5,9	5,1	5,3	5,5	5,6	5,7	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8
Zysk brutto ze sprzedaży	24,7	23,8	27,7	24,2	33,1	27,0	34,6	38,2	41,2	43,1	44,3	45,0	45,5	45,8	46,0
Komponenty automatyki	---	17,5	19,2	14,7	27,7	21,6	28,9	32,3	35,2	37,0	38,1	38,8	39,3	39,5	39,7
Towary	---	5,8	5,3	7,9	4,2	4,4	4,6	4,8	4,9	5,0	5,0	5,0	5,1	5,1	5,1
Pozostałe	---	0,7	3,2	1,6	1,2	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
SG&A	17,9	16,9	18,2	17,2	19,5	19,3	20,2	22,3	24,1	25,3	26,0	26,4	26,7	26,9	27,0
Saldo PPO/PKO	-0,1	2,4	-0,3	-1,0	-4,1	1,7	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
EBITDA	13,1	16,2	15,9	12,7	15,6	17,1	22,3	23,6	24,7	25,3	25,8	26,1	26,2	26,4	26,4
EBIT	6,7	9,2	9,2	6,0	9,5	9,5	14,3	15,8	17,0	17,7	18,2	18,5	18,7	18,8	18,9
Saldo finansowe	-0,2	0,8	-0,8	-3,2	-0,9	-1,5	-0,6	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1
Zysk brutto	6,4	10,1	8,4	2,8	8,6	8,0	13,8	15,1	16,4	17,2	17,7	18,1	18,4	18,6	18,7
Zysk netto	4,9	7,7	6,6	1,2	7,1	6,4	11,0	12,1	13,1	13,7	14,2	14,5	14,7	14,9	15,0
CFO	13,4	12,6	8,3	-1,8	10,2	19,8	11,7	13,6	15,6	18,1	19,8	20,9	21,6	22,0	22,2
CAPEX	10,1	9,0	14,3	11,9	15,0	7,0	6,5	6,4	7,0	7,3	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6
Dług netto	5,9	-0,2	4,8	13,9	19,3	7,2	4,7	3,5	1,5	-2,3	-7,2	-13,2	-16,2	-19,5	-19,2
Przychody zmiana r/r	-10,0%	-1,0%	10,4%	13,0%	8,7%	-9,6%	13,9%	10,5%	7,9%	4,8%	2,9%	1,7%	1,0%	0,6%	0,5%
Polska	-9,4%	-8,8%	22,4%	17,9%	-1,6%	1,5%	12,6%	9,5%	7,1%	4,3%	2,6%	1,5%	0,9%	0,6%	0,4%
Niemcy	-5,8%	9,1%	-4,7%	16,7%	23,0%	-16,6%	17,8%	13,3%	10,0%	6,0%	3,6%	2,2%	1,3%	0,8%	0,6%
Rosja	-16,2%	-22,9%	-0,9%	-35,0%	-100,0%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Europa pozostałe	-12,1%	8,4%	21,6%	2,7%	4,7%	-12,7%	11,9%	8,9%	6,7%	4,0%	2,4%	1,4%	0,9%	0,5%	0,4%
Azja	-35,9%	-5,3%	36,6%	60,6%	7,3%	8,7%	5,0%	3,8%	2,8%	1,7%	1,0%	0,6%	0,4%	0,2%	0,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	20,2%	19,7%	20,7%	16,0%	20,2%	18,2%	20,4%	20,5%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%
Komponenty automatyki	---	17,4%	17,5%	11,8%	19,1%	16,5%	19,2%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%
Towary	---	33,3%	28,0%	37,9%	32,8%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Pozostałe	---	22,9%	64,8%	29,6%	19,6%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
S&GA/przychody	14,7%	14,0%	13,6%	11,4%	11,9%	13,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Marża EBITDA	10,7%	13,4%	11,9%	8,4%	9,5%	11,5%	13,2%	12,6%	12,2%	12,0%	11,9%	11,8%	11,8%	11,7%	11,7%
Marża EBIT	5,4%	7,6%	6,9%	4,0%	5,8%	6,4%	8,5%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Marża zysku netto	4,0%	6,4%	4,9%	0,8%	4,3%	4,3%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Aktywa trwałe	58,3	65,1	64,4	63,0	61,6	60,9	60,6	60,6	60,6	60,6	60,6	60,6
Wartości niematerialne i prawne	9,4	9,1	9,9	10,1	9,9	9,8	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7
Rzeczowe aktywa trwałe	48,6	55,6	54,2	52,5	51,4	50,8	50,6	50,6	50,6	50,6	50,6	50,6
Nieruchomości inwestycyjne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa trwałe	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Aktywa obrotowe	82,3	86,4	89,1	100,7	109,3	117,7	123,8	128,7	132,6	132,7	133,5	133,8
Zapasy	45,1	45,6	41,2	46,9	51,9	56,0	58,7	60,3	61,4	62,0	62,4	62,7
Należności krótkoterminowe	34,7	37,7	34,1	38,8	42,9	46,3	48,5	49,9	50,8	51,3	51,6	51,9
Inwestycje krótkoterminowe	2,6	3,0	13,8	14,9	14,5	15,4	16,6	18,5	20,4	19,4	19,5	19,2
- w tym środki pieniężne	2,6	3,0	13,8	14,9	14,5	15,4	16,6	18,5	20,4	19,4	19,5	19,2
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	140,6	151,4	153,6	163,7	170,9	178,6	184,4	189,3	193,2	193,3	194,1	194,4
Kapitał (fundusz) własny	96,5	103,6	110,0	118,9	125,5	132,5	139,7	147,0	154,4	158,2	162,1	162,2
Kapitał mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	44,2	47,8	43,6	44,8	45,4	46,1	44,7	42,3	38,8	35,1	32,0	32,2
Rezerwy na zobowiązania	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Zobowiązania długoterminowe	5,1	5,1	3,8	2,6	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	5,1	5,1	3,8	2,6	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	34,8	38,5	35,6	38,0	40,1	41,8	40,4	38,1	34,5	30,8	27,8	27,9
- w tym zobowiązania oprocentowane	11,4	17,3	17,2	17,1	17,0	16,9	14,3	11,2	7,2	3,2	0,0	0,0
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	140,6	151,4	153,6	163,7	170,9	178,6	184,4	189,3	193,2	193,3	194,1	194,4
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody netto ze sprzedaży	151,0	164,1	148,4	169,0	186,7	201,5	211,1	217,2	221,0	223,2	224,6	225,7
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	24,2	33,1	27,0	34,6	38,2	41,2	43,1	44,3	45,0	45,5	45,8	46,0
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	17,2	19,5	19,3	20,2	22,3	24,1	25,3	26,0	26,4	26,7	26,9	27,0
Zysk (strata) na sprzedaży	6,9	13,6	7,8	14,3	15,9	17,1	17,8	18,3	18,6	18,8	18,9	19,0
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-1,0	-4,1	1,7	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
EBITDA	12,7	15,6	17,1	22,3	23,6	24,7	25,3	25,8	26,1	26,2	26,4	26,4
EBIT	6,0	9,5	9,5	14,3	15,8	17,0	17,7	18,2	18,5	18,7	18,8	18,9
Saldo działalności finansowej	-3,2	-0,9	-1,5	-0,6	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1
Zysk (strata) brutto	2,8	8,6	8,0	13,8	15,1	16,4	17,2	17,7	18,1	18,4	18,6	18,7
Zysk (strata) netto mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) netto**	1,2	7,1	6,4	11,0	12,1	13,1	13,7	14,2	14,5	14,7	14,9	15,0
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
CF [mln PLN]	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przepływy z działalności operacyjnej	-1,8	10,2	19,8	11,7	13,6	15,6	18,1	19,8	20,9	21,6	22,0	22,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-12,2	-15,0	-7,0	-6,5	-6,4	-7,0	-7,3	-7,6	-7,6	-7,6	-7,6	-7,6
Przepływy z działalności finansowej	11,8	5,3	-2,0	-4,1	-7,7	-7,7	-9,6	-10,3	-11,4	-15,0	-14,3	-14,9
Przepływy pieniężne netto	-2,2	0,5	10,8	1,1	-0,4	0,9	1,2	1,9	2,0	-1,0	0,1	-0,3
Środki pieniężne na początek okresu	4,7	2,6	3,0	13,8	14,9	14,5	15,4	16,6	18,5	20,4	19,4	19,5
Środki pieniężne na koniec okresu	2,6	3,0	13,8	14,9	14,5	15,4	16,6	18,5	20,4	19,4	19,5	19,2
Wskaźniki	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody zmiana r/r	13%	9%	-10%	14%	10%	8%	5%	3%	2%	1%	1%	0%
EBITDA zmiana r/r	-20%	23%	9%	31%	6%	5%	3%	2%	1%	1%	0%	0%
Zysk netto zmiana r/r	-81%	468%	-10%	73%	10%	8%	5%	3%	2%	2%	1%	1%
Marża brutto na sprzedaży	16,0%	20,2%	18,2%	20,4%	20,5%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%
Marża EBITDA	8,4%	9,5%	11,5%	13,2%	12,6%	12,2%	12,0%	11,9%	11,8%	11,8%	11,7%	11,7%
Marża EBIT	4,0%	5,8%	6,4%	8,5%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Marża netto	0,8%	4,3%	4,3%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
SG&A / przychody	11,4%	11,9%	13,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
ROE	1,3%	6,8%	5,8%	9,3%	9,6%	9,9%	9,8%	9,6%	9,4%	9,3%	9,2%	9,2%
ROA	0,9%	4,7%	4,2%	6,7%	7,1%	7,3%	7,4%	7,5%	7,5%	7,6%	7,7%	7,7%
Dług	16,5	22,4	21,0	19,7	18,1	16,9	14,3	11,2	7,2	3,2	0,0	0,0
D / (D+E)	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
D / E	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług / kapitał własny	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług netto	13,9	19,3	7,2	4,7	3,5	1,5	-2,3	-7,2	-13,2	-16,2	-19,5	-19,2
Dług netto / kapitał własny	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Dług netto / EBITDA	1,1	1,2	0,4	0,2	0,2	0,1	-0,1	-0,3	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7
EV	82,1	87,6	75,5	73,0	71,8	69,7	65,9	61,0	55,0	52,0	48,7	49,0
Dług / EV	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
CAPEX / Przychody	8%	9%	5%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
CAPEX / Amortyzacja	178%	244%	92%	82%	82%	92%	96%	100%	100%	100%	100%	100%
Zmiana KO / Przychody	2%	4%	-4%	5%	4%	3%	2%	1%	1%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	14%	45%	34%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%
P/E*	54,6	9,6	10,7	6,2	5,6	5,2	5,0	4,8	4,7	4,6	4,6	4,6
P/BV*	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA*	6,5	5,6	4,4	3,3	3,0	2,8	2,6	2,4	2,1	2,0	1,8	1,9
EV/EBIT*	13,7	9,2	8,0	5,1	4,6	4,1	3,7	3,4	3,0	2,8	2,6	2,6
EV/S*	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,22	0,57	0,63	0,68	0,71	0,74	1,13	1,15	1,55
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	33,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	75,0%	75,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 7,10 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału
tel. (032) 208 14 12
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

Krzysztof Tkocz

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

Anna Tobiasz

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

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

Piotr Dedecjus

tel. (022) 62-20-100
e-mail: piotr.dedecjus@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

Tomasz Grzeszczyk

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Trzymaj	7,42	Trzymaj	8,62	05.02.2024*	14:30 CET	7,10	80 119
Trzymaj	8,62	Kupuj	10,48	26.09.2023*	12:20 CET	8,52	65 687
Kupuj	10,48	Kupuj	8,03	09.06.2023*	10:50 CET	8,90	66 513
Kupuj	8,03	Trzymaj	5,62	16.05.2023*	08:55 CET	6,14	63 691
Trzymaj	5,62	Akumuluj	6,32	16.12.2022*	11:40 CET	5,60	55 851
Akumuluj	6,32	Kupuj	11,1	11.10.2022*	16:20 CEST	5,68	46 403
Kupuj	11,1	Kupuj	16,5	23.05.2022*	20:30 CEST	5,40	57 168
Kupuj	16,5	---	---	30.08.2021*	07:00 CEST	7,80	69 775

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

- autorem raportów nt. Relpolu pomiędzy 2021 r., a 05.2022 r. był Krystian Brymora

- autorem raportów nt. Relpolu pomiędzy 10.2022., a 12.2022 r. był Kajetan Sroczyński

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'24*:

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

	liczba	%	liczba	%
Kupuj	6	46%	0	0%
Akumuluj	3	23%	0	0%
Trzymaj	2	15%	0	0%
Redukuj	2	15%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwadzieścia miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

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

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

Data sporządzenia materiału: 2024-02-05

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-02-05 (14:30 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-02-05 (14:30 CEST).

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

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

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

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

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

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

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. Tym samym w opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Na dzień 2024-02-05:

- BDM oświadcza i zapewnia, że jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM 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 zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.