



Dom Maklerski BDM S.A.

## RELPOL

### RAPORT ANALITYCZNY

Spółka zakończyła 2021 rok zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Niestety wybuch wojny na Ukrainie i konieczność reorganizacji produkcji w tamtejszym zakładzie zmusił nas do obniżenia tegorocznych założeń o ok. -20% na poziomie EBITDA. Z drugiej strony spółka kontynuuje swoje strategiczne inwestycje mające na celu wzrost zdolności i sprzedaży do ok. 180 mln PLN w perspektywie 2025/2026 roku, a popyt na przekaźniki elektromagnetyczne powinien stymulować masowy i szybki rozwój fotowoltaiki w Europie zgodnie z planem uniezależnienia się od rosyjskich surowców energetycznych. Biorąc jednak pod uwagę praktycznie dwukrotny wzrost stopy wolnej od ryzyka obniżamy cenę docelową do 11,1 PLN/akcję podtrzymując rekomendację KUPUJ.

**2021 rok zgodny z prognozami, ale...** Nasze prognozy na 2021 rok z 30.08.2021 zostały zrealizowane praktycznie „w punkt”. W obszarze sprzedaży lepiej wypadł rynek polski, gorzej niemiecki. Nieco wyższa marża brutto została obciążona wzrostem kosztów SG&A i ujemnym saldem na pozostałej działalności operacyjnej (odpisy na ukraiński zakład). Ostatecznie EBITDA wyniosła 15,9 mln PLN vs 16,2 mln PLN w prognozie, a zysk netto ukształtował się na poziomie 6,6 mln PLN vs 6,4 mln PLN w prognozie. Nieco gorzej wypadły przepływy pieniężne z uwagi na globalny problem dostępności komponentów.

**... wojna na Ukrainie spowodowała konieczność rewizji planów...** Zakładamy, że wojna na Ukrainie to tylko krótkoterminowe zachwianie sprzedaży/wyników (wzrost kosztów). Ukraińska fabryka w obwodzie żytomierskim nie została dotknięta działaniami wojennymi i obecnie prowadzi produkcję w ograniczonym zakresie (godzina policyjna). W takim scenariuszu największego wpływu na wyniki spółka powinna doświadczyć w 2Q'22, a całoroczne prognozy na ten rok obniżyliśmy o ok. -20%.

**... choć w krótkim terminie. W długim okresie wciąż sprzyjające perspektywy...** które po wybuchu wojny wzmocniła gospodarcza izolacja Rosji. Jak podaje zarząd w komentarzu, „(...) utrzymuje się wysoki popyt na wyroby spółki, któremu Relpol stara się sprostać”. Spółka kontynuuje strategiczne projekty, na które pozyskała finansowanie. Kluczowe w tym obszarze jest przyspieszenie trendów w transformacji elektroenergetyki i wykorzystanie rozbudowanych zdolności.

**Wyniki za 1Q'22 bez znaczącego wpływu Ukrainy, z rekordową sprzedażą.** Okres 1Q'22 był rekordowy pod względem sprzedaży dla spółki (40,6 mln PLN przychodów). Mimo zauważalnej presji na marże udało się poprawić ubiegłoroczną EBITDA. Spodziewamy się jednak, że w związku z wybuchem wojny na Ukrainie, reorganizacją tamtejszego zakładu i dalszą presją kosztową z utratą ważnego rynku rosyjskiego, był to najlepszy kwartał w tym roku.

**Beneficjent transformacji energetycznej i RePowerEU.** Kompetencje Relpol pozwalają oczekiwać, że spółka powinna być beneficjentem transformacji energetycznej w zakresie rozwoju fotowoltaiki (przekaźniki solarne stanowią ok. 20% sprzedaży spółki), automatyki przemysłowej i energetycznej (ok. 50% sprzedaży spółki). Opublikowany dn. 18.05.2022 europejski plan uniezależnienia się od rosyjskich surowców **RePowerEU** zakłada masowe i szybkie wdrażanie energii odnawialnej (gł. PV). W ramach **planu** strategia ta ma na celu uruchomienie ponad 320 GW mocy fotowoltaicznych do roku 2025 (ponad dwukrotny wzrost w porównaniu z rokiem 2020) oraz prawie 600 GW do roku 2030. Podkreślamy, że w 2020 roku Relpol ukończył automatyczną linię do przekaźników solarnych i może podwoić sprzedaż. W 2022 roku firma skorzysta już ze zwiększonych zdolności przekaźników miniaturowych do przemysłu. Efekty całego programu inwestycyjnego poznamy jednak po 2023 roku.

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	122,2	121,0	133,6	140,8	151,4	169,7
EBITDA adj. [mln PLN]	13,8	14,0	16,2	12,8	17,7	24,3
EBITDA [mln PLN]	13,1	16,2	15,9	13,0	17,7	24,3
EBIT [mln PLN]	6,7	9,2	9,2	6,0	8,3	14,3
Wynik netto [mln PLN]	4,9	7,7	6,6	3,9	5,5	10,4
P/BV	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
P/E	10,7	6,7	7,9	13,1	9,5	5,0
EV/EBITDA	4,4	3,2	3,6	5,0	3,9	2,7
EV/EBIT	8,7	5,6	6,2	10,8	8,4	4,6
DPS w okresie	0,42	0,00	0,00	0,00	0,25	0,30
DY	7,8%	0,0%	0,0%	0,0%	4,6%	5,6%

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

## KUPUJ

(POPZEDNIO: KUPUJ)

**WYCENA 11,1 PLN**

23 MAJA 2022, 20:30 CEST

Wycena końcowa [PLN]	11,1
Potencjał do wzrostu / spadku	106,2%
Koszt kapitału	11,50%
Cena rynkowa [PLN]	5,40
Kapitalizacja [mln PLN]	51,9
Ilość akcji [mln. szt.]	9,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	8,9
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	5,9
Stopa zwrotu za 3 mc	1,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	-7,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	19,5%
Akcjonariat (% głosów):	
Adam Ambroziak	33,0%
Piotr Osieński	7,2%
Pozostali	59,8%

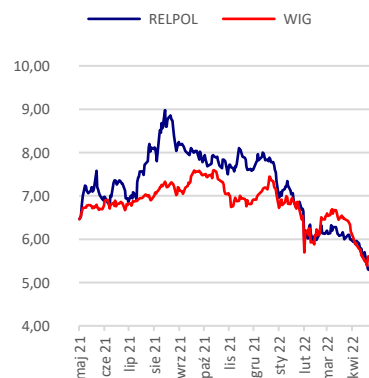
Krystian Brymora

brymora@bdm.com.pl

tel. (+48) 501 238 443

Dom Maklerski BDM S.A.

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



Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

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

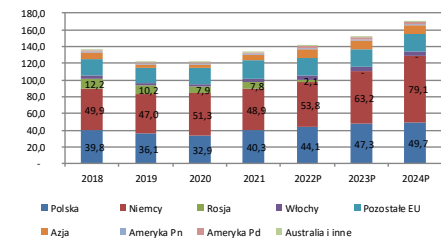
**SPIS TREŚCI:**

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE.....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE .....	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
WYNIKI ZA 1Q'22.....	8
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	9
PROGNOZA NA NAJBLIŻSZE KWARTAŁY .....	9
PERSPEKTYWA 2022+ .....	10
ZMIANY PROGNOZ VS POPRZEDNIA REKOMENDACJA* .....	11

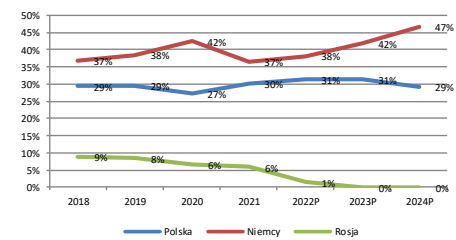
## WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Rachunek wyników [mln PLN]	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>135,8</b>	<b>122,2</b>	<b>121,0</b>	<b>133,6</b>	<b>140,8</b>	<b>151,4</b>	<b>169,7</b>
kraj	39,8	36,1	32,9	40,3	44,1	47,3	49,7
eksport	95,9	86,2	88,1	93,3	96,7	104,1	120,0
w tym Niemcy	49,9	47,0	51,3	48,9	53,8	63,2	79,1
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>32,5</b>	<b>24,7</b>	<b>23,9</b>	<b>27,7</b>	<b>23,8</b>	<b>26,6</b>	<b>33,1</b>
marża brutto na sprzedaży	23,9%	20,2%	19,8%	20,7%	16,9%	17,6%	19,5%
koszty SG&A	19,5	17,9	16,9	18,2	18,0	18,4	18,8
% sprzedaży	14,4%	14,7%	14,0%	13,6%	12,8%	12,1%	11,1%
PPO	0,9	1,1	3,9	1,0	0,3	-	-
PKO	1,9	1,2	1,7	1,3	0,1	-	-
<b>EBITDA</b>	<b>17,8</b>	<b>13,1</b>	<b>16,2</b>	<b>15,9</b>	<b>13,0</b>	<b>17,7</b>	<b>24,3</b>
marża EBITDA	13,1%	10,7%	13,4%	11,9%	9,2%	11,7%	14,3%
<b>EBITDA adj.</b>	<b>18,8</b>	<b>13,8</b>	<b>14,0</b>	<b>16,2</b>	<b>12,8</b>	<b>17,7</b>	<b>24,3</b>
marża EBITDA adj.	13,9%	11,3%	11,6%	12,2%	9,1%	11,7%	14,3%
<b>EBIT</b>	<b>11,9</b>	<b>6,7</b>	<b>9,2</b>	<b>9,2</b>	<b>6,0</b>	<b>8,3</b>	<b>14,3</b>
przychody finansowe	0,3	0,3	1,0	0,0	0,2	-	-
koszty finansowe	0,1	0,5	0,1	0,8	1,0	1,3	1,2
<b>Zysk brutto</b>	<b>12,1</b>	<b>6,4</b>	<b>10,1</b>	<b>8,4</b>	<b>5,1</b>	<b>6,9</b>	<b>13,1</b>
podatek	2,6	1,5	2,1	1,8	1,2	1,5	2,8
<b>Zysk netto</b>	<b>9,2</b>	<b>4,9</b>	<b>7,7</b>	<b>6,6</b>	<b>3,9</b>	<b>5,5</b>	<b>10,4</b>
marża zysku netto	6,8%	4,0%	6,4%	4,9%	2,8%	3,6%	6,1%
<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>40,2</b>	<b>44,1</b>	<b>43,9</b>	<b>50,9</b>	<b>60,1</b>	<b>69,1</b>	<b>66,3</b>
RAT	32,8	37,0	38,6	45,4	54,0	63,0	60,2
WNIPI i wartości firmy	6,9	6,5	5,0	5,5	5,8	5,8	5,8
Aktywa finansowe/inne	0,4	0,5	0,4	-	0,3	0,3	0,3
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>66,0</b>	<b>63,0</b>	<b>63,9</b>	<b>76,3</b>	<b>72,6</b>	<b>75,8</b>	<b>85,5</b>
Zapasy	31,5	32,7	31,3	39,6	42,0	39,1	43,8
Należności	30,4	25,8	29,5	31,9	29,3	31,5	35,3
Środki pieniężne i ekwiwalenty	1,4	1,8	3,1	4,7	1,3	5,2	6,4
Pozostałe	2,7	2,7	-	-	-	-	-
<b>Aktywa razem</b>	<b>106,2</b>	<b>107,1</b>	<b>107,9</b>	<b>127,2</b>	<b>132,7</b>	<b>144,9</b>	<b>151,8</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>79,9</b>	<b>80,5</b>	<b>87,7</b>	<b>94,6</b>	<b>98,1</b>	<b>101,2</b>	<b>108,7</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>3,8</b>	<b>6,1</b>	<b>5,3</b>	<b>4,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>
Oprocentowane	0,6	2,5	1,9	1,2	1,1	1,1	1,1
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>21,1</b>	<b>19,1</b>	<b>13,7</b>	<b>27,2</b>	<b>29,4</b>	<b>38,5</b>	<b>37,9</b>
Oprocentowane	3,6	5,3	1,0	8,3	13,3	21,3	18,8
Zobowiązania handlowe	9,6	7,1	11,4	17,4	14,6	15,7	17,6
Pozostałe rezerwy	7,8	6,6	1,2	1,5	1,5	1,5	1,5
<b>Pasywa razem</b>	<b>106,2</b>	<b>107,1</b>	<b>107,9</b>	<b>127,2</b>	<b>132,7</b>	<b>144,9</b>	<b>151,8</b>
<b>Cash Flow [mln PLN]</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>
<b>Przepływy z dział. operacyjnej</b>	<b>11,7</b>	<b>13,4</b>	<b>12,6</b>	<b>8,3</b>	<b>10,6</b>	<b>18,1</b>	<b>14,9</b>
Amortyzacja	5,9	6,5	7,0	6,7	7,0	9,5	10,0
Kapitał obrotowy	-4,9	1,9	0,1	-4,4	-3,3	1,8	-6,6
<b>Przepływy z dział. inwestycyjnej</b>	<b>-7,5</b>	<b>-9,3</b>	<b>-8,7</b>	<b>-14,1</b>	<b>-17,9</b>	<b>-18,5</b>	<b>-7,2</b>
CAPEX	-7,6	-10,1	-8,3	-14,3	-17,9	-18,5	-7,2
<b>Przepływy z dział. finansowej</b>	<b>-4,3</b>	<b>-3,7</b>	<b>-2,6</b>	<b>7,4</b>	<b>3,9</b>	<b>4,3</b>	<b>-6,5</b>
Zmiana zadłużenia	0,2	1,3	-4,1	7,5	4,9	8,0	-2,5
Dywidenda	-3,9	-4,2	0,0	-0,1	0,0	-2,4	-2,9
Odsetki/leasing	-0,6	-0,9	-1,2	-0,9	-1,1	-1,3	-1,2
<b>Zmiana środków pieniężnych</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>-3,4</b>	<b>3,9</b>	<b>1,1</b>
<b>Środki pieniężne</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>3,1</b>	<b>4,7</b>	<b>1,3</b>	<b>5,2</b>	<b>6,4</b>
<b>Dynamiki (%)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>
Przychody	10,0%	-10,0%	-1,0%	10,4%	5,4%	7,5%	12,1%
EBITDA	27,8%	-26,5%	23,7%	-2,0%	-18,2%	36,2%	36,9%
EBITDA adj.	27,3%	-26,9%	2,0%	15,8%	-21,0%	38,2%	36,9%
Zysk netto	60,4%	-47,2%	59,1%	-15,0%	-40,0%	38,9%	88,8%
<b>Wybrane dane i wskaźniki*</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>
Liczba akcji (mln)	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6
ROE	11,5%	6,0%	8,8%	6,9%	4,0%	5,4%	9,5%
ROA	8,7%	4,5%	7,2%	5,2%	3,0%	3,8%	6,8%
Dług netto [mln PLN]	2,8	6,0	-0,2	4,8	13,0	17,1	13,5
/EBITDA 12m	0,2	0,5	-0,0	0,3	1,0	1,0	0,6
Wskaźnik wypłaty dywidendy	63,6%	72,9%	0,0%	0,0%	0,0%	36,5%	73,1%
DPS w okresie (PLN)	0,40	0,42	0,00	0,00	0,00	0,25	0,30
Stopa dywidendy	7,4%	7,8%	0,0%	0,0%	0,0%	4,6%	5,6%
P/E (x)	5,6	10,7	6,7	7,9	13,1	9,5	5,0
P/BV (x)	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA (x)	3,1	4,4	3,2	3,6	5,0	3,9	2,7
EV/EBIT (x)	4,6	8,7	5,6	6,2	10,8	8,4	4,6

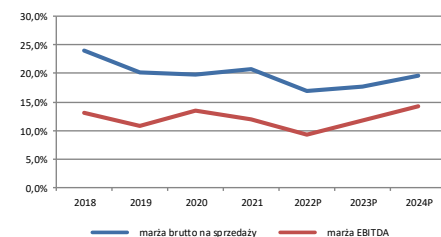
### Relpol- struktura segmentowa sprzedaży [mln PLN]



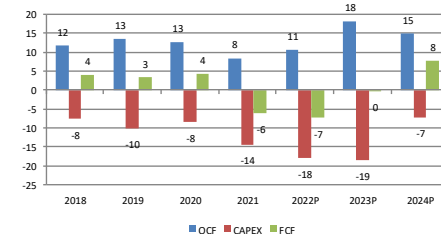
### Relpol- udział gł. rynków w sprzedaży [%]



### Relpol- marża brutto i marża EBITDA [%]



### Relpol- OCF, CAPEX i FCF [mln PLN]



### Czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji

1) eskalacja wojny na Ukrainie (spółka wróciła do montażu na Ukrainie w ograniczonym zakresie. Eskalacja wojny mogłaby zmusić spółkę do całkowitego wstrzymania produkcji); 2) wysokie ceny surowców strategicznych: miedzi i srebra oraz problemy z dostępnością komponentów (w okresach wysokiej dynamiki wzrostu surowców w 2010 czy w 2017 marża brutto spółki spadała o ok. 2-3% p.p.); 3) spadek kursu EUR/PLN (spółka >70% produktów eksportuje. Oceniamy, że utrata konkurencyjności może nastąpić przy kursie <4,0 EUR/PLN); 4) wzrost kosztów pracy (koszty pracy to 29% kosztów ogółem spółki, a spółkę charakteryzuje relatywnie niski poziom płac w przemyśle); 5) ryzyko technologiczne: wypieranie przez konkurentów elektromagnetycznych przez półprzewodnikowe (jedne i drugie mają swoje zalety/wady, ale są substytutami); 6) wysoka koncentracja odbiorców (3 gł. klientów spółki może odpowiadać za 30-40% sprzedaży); 7) wysoki program inwestycyjny w latach 2021-2023 (w latach 2021-2023 spółka planuje wydać ok. 40 mln PLN na swoje strategiczne inwestycje, które mogą nie dać zakładanego zwrotu); 8) długi cykl operacyjny (130-150 dni) i wysokie zapotrzebowanie na kapitał obrotowy (spółka zarządza magazynem gł. klienta ABB, relatywnie długi cykl operacyjny zapasów i należności przekraczający 3 miesiące); 9) ryzyko konkurencyjne (spółka jest jednym z większych producentów przekładników w Europie, ale z relatywnie niskim udziałem rynkowym);

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*obliczone przy cenie rynkowej 5,40 PLN/akcje.

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2022-2031 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 8,8 PLN. Natomiast wycena porównawcza do spółek elektrotechnicznych i producentów przekładników, oparta na prognozach wyników na lata 2022 – 2024 dała wartość 1 akcji na poziomie 13,5 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 50% dla wyceny porównawczej. **W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 11,1 PLN, czyli 106 % powyżej obecnej ceny rynkowej.**

### Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN/akcję	Potencjał
A	Wycena DCF	84,1	8,8	62,1%
B	Wycena porównawcza	129,8	13,5	150,2%
<b>C = (50%*A + 50%*B)</b>		<b>107,0</b>	<b>11,1</b>	<b>106,2%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (6,5%, poprzednio 3,0%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,0.

### Główne zmiany założeń w modelu:

- Przychody, waluty**  
 Utrzymaliśmy przychody ze sprzedaży na niezmiennym poziomie vs poprzednia rekomendacja z uwagi na wyższy wzrost cen przekładników i korzystniejszy EUR/PLN (+2% w 2022P i +9% w 2023P) pomimo spadku sprzedaży na rynkach wschodnich w związku z wojną na Ukrainie (całkowita ekspozycja to 7,8% przychodów z 2021 roku). Podtrzymujemy realizację 180 mln PLN celu przychodowego po zakończeniu programu inwestycyjnego w 2025/2026 roku;
- Koszty surowców i pracy**  
 Koszty surowców pozostają względnie stabilne mimo zmienności wywołanej po wybuchu wojny na Ukrainie (podtrzymujemy w modelu 10 tys. USD/t na cenach miedzi i 22 USD/oz na srebrze). Negatywny wpływ na wyższe koszty niewątpliwie ma duży wzrost kursu USD/PLN. Największy wpływ na koszty i obniżenie marż ma jednak efekt wzrostu zatrudnienia w Polsce w związku z reorganizacją produkcji fabryki na Ukrainie i presja inflacyjna. Wpływ kosztów pracy na wyniki 2022 roku podnieśliśmy o ok. 2 mln PLN (+4,7 mln PLN r/r). Coraz większy wpływ na wyniki mają rosnące ceny energii elektrycznej i gazu. Ich udział w całkowitym koszcie nie jest duży, ale dynamika wzrostu będzie skutkować ok. 2,3 mln PLN wzrostem kosztów;
- CAPEX, dotacje**  
 Nie zmieniliśmy istotnie programu inwestycyjnego. Spółka w okresie 2021-2023 roku realizuje program inwestycyjny o wartości 48,3 mln PLN, na który pozyskała dotacje z NCBiR w wysokości 16,3 mln PLN. W raporcie uwzględniamy więc 32 mln PLN nakładów finansowych netto + bieżące inwestycje odtworzeniowe w wysokości 6,5-7,0 mln PLN rocznie, co daje konserwatywnie ok. 50 mln PLN wartości inwestycji w tym okresie (2021-2023). W 2021 roku CAPEX wyniósł 14 mln PLN. Do wydania w latach 2022-2023 zostało 36 mln PLN.
- Kapitał obrotowy**  
 Spółkę charakteryzuje długa rotacja kapitału obrotowego w szczególności zapasów i należności. W 2021 roku szczególnie w wydłużeniu uległa rotacja zapasów (107 dni vs 93 dni w '20) w związku z ograniczoną dostępnością komponentów. Przyjmujemy, że sytuacja powinna się stabilizować najwcześniej pod koniec 2022 roku.
- Dywidenda**  
 Zgodnie z poprzednią rekomendacją oczekujemy, że spółka wróci do praktyki wypłaty dywidendy dopiero najwcześniej w 2023 roku, a więc po zakończeniu programu inwestycyjnego. Po wynikach za 2021 rok zarząd rekomenduje przeznaczenie całego zysku na kapitał zapasowy. Ostatni raz wypłata dywidendy miała miejsce w 2019 roku (0,4 PLN/akcję).

### Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w najbliższych latach przyjęliśmy na poziomie ok. 21% (historyczna mediana);
- Do obliczeń przyjęliśmy 9 609,193 tys. akcji;
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy konserwatywnie na poziomie +1% (bez zmian);
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 23 maja 2022 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 84 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 8,8 PLN.

**Model DCF**

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	133,6	140,8	151,4	169,7	180,1	184,4	188,9	193,6	198,5	203,6	208,8
EBIT [mln PLN]	9,2	6,0	8,3	14,3	16,6	16,9	17,3	17,8	18,4	18,9	19,5
Stopa podatkowa	21,7%	22,6%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	2,0	1,4	1,7	3,0	3,5	3,5	3,6	3,7	3,9	4,0	4,1
NOPLAT [mln PLN]	7,2	4,7	6,5	11,3	13,1	13,3	13,7	14,1	14,5	14,9	15,4
Amortyzacja [mln PLN]	6,7	7,0	9,5	10,0	9,6	9,3	9,0	8,9	8,8	8,7	8,7
CAPEX [mln PLN]	-14,3	-17,9	-18,5	-7,2	-7,4	-7,6	-7,8	-8,0	-8,2	-8,4	-8,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-4,4	-3,3	1,8	-6,6	-3,8	-1,6	-1,6	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9
FCF [mln PLN]	-4,8	-9,6	-0,6	7,4	11,6	13,4	13,3	13,3	13,3	13,4	13,6
DFCF [mln PLN]	-	-9,0	-0,5	5,7	8,0	8,3	7,4	6,7	6,0	5,4	4,9
Suma DFCF [mln PLN]		42,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]		130,1									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		47,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]		90,1									
Dług netto [mln PLN]		4,8									
Udziały mniejszości [mln PLN]		1,2									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>		<b>84,1</b>									
Ilość akcji [mln szt.]		9,6									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>		<b>8,8</b>									

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

Przychody zmiana r/r	5,4%	7,5%	12,1%	6,1%	2,4%	2,4%	2,5%	2,5%	2,5%	2,6%
EBIT zmiana r/r	-34,5%	37,4%	73,2%	16,4%	1,3%	2,8%	2,9%	3,0%	3,1%	3,2%
FCF zmiana r/r	-	-	-	55,4%	16,0%	-0,9%	-0,3%	0,3%	0,8%	1,3%
Marża EBITDA	9,2%	11,7%	14,3%	14,6%	14,2%	14,0%	13,8%	13,7%	13,6%	13,5%
Marża EBIT	4,3%	5,5%	8,4%	9,2%	9,1%	9,2%	9,2%	9,2%	9,3%	9,4%
Marża NOPLAT	3,3%	4,3%	6,7%	7,3%	7,2%	7,2%	7,3%	7,3%	7,3%	7,4%
CAPEX / Przychody	12,7%	12,2%	4,2%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
CAPEX / Amortyzacja	255,8%	195,1%	72,1%	77,2%	82,0%	86,3%	90,2%	93,7%	96,7%	99,4%
Zmiana KO / Przychody	2,4%	-1,2%	3,9%	2,1%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	46,1%	-17,5%	36,2%	36,2%	36,2%	36,2%	36,2%	36,2%	36,2%	36,2%

Źródło: BDM S.A.

**Kalkulacja WACC**

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Premia za ryzyko	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	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
Udział kapitału własnego	89,2%	84,6%	86,9%	89,1%	91,6%	93,4%	94,8%	96,2%	97,7%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,2%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Udział kapitału obcego	10,8%	15,4%	13,1%	10,9%	8,4%	6,6%	5,2%	3,8%	2,3%	0,0%
WACC	10,9%	10,7%	10,8%	10,9%	11,1%	11,2%	11,2%	11,3%	11,4%	11,5%

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
beta	0,7	8,5	8,9	9,4	10,0	10,7	11,6	12,7	14,2	16,4
	0,8	8,1	8,4	8,9	9,4	10,0	10,7	11,7	13,0	14,7
	0,9	7,7	8,0	8,4	8,8	9,3	10,0	10,8	11,9	13,3
	1,0	7,3	7,5	7,9	8,3	8,8	9,3	10,0	10,9	12,1
	1,1	6,9	7,2	7,5	7,8	8,2	8,7	9,3	10,1	11,1
	1,2	6,5	6,8	7,1	7,4	7,7	8,2	8,7	9,4	10,2
	1,3	6,2	6,4	6,7	7,0	7,3	7,7	8,1	8,7	9,4

Źródło: BDM S.A.

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

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

Źródło: BDM S.A.

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

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

Źródło: BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2022-2024 do wybranych zagranicznych (producentów przełączników) i polskich firm elektrotechnicznych. Udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie to 50%. Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT przypisując im równą wagę. Obliczenia bazują na kursach z 23 maja 2022 roku.

Porównując wyniki Relpol ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 130 mln PLN, co odpowiada 13,5 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 5,4 PLN (bieżąca cena rynkowa) Relpol handlowany jest z wyraźnym dyskontem do zagranicznych konkurentów i krajowych spółek notowanych na GPW.

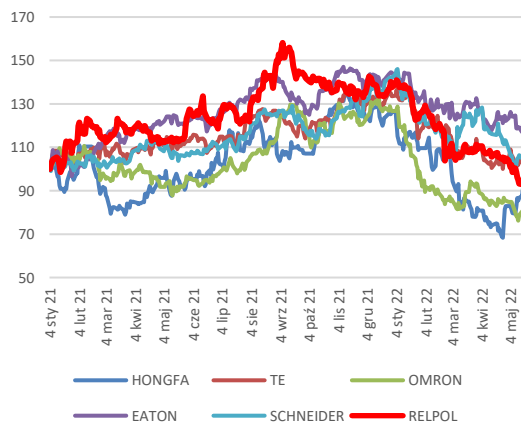
### Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
<b>Firmy elektrotechnika PL</b>									
Sonel SA	11,8	10,4	-	5,8	5,0	-	8,9	7,3	-
ELEKTROTIM SA*	3,6	13,5	10,8	2,5	4,1	3,7	3,0	6,9	6,0
TIM SA	8,2	7,6	-	5,7	5,2	-	6,8	6,2	-
GRODNO SA	7,3	7,5	7,2	6,3	6,2	5,8	7,3	7,3	6,7
<b>Producenci przełączników</b>									
HONGFA TECHNOLOGY CO LTD-A	27,6	22,0	18,2	14,0	11,3	9,8	17,8	14,1	12,0
TE CONNECTIVITY LTD**	16,9	15,7	14,2	11,4	10,6	10,2	14,5	13,2	12,7
ABB LTD-REG	20,1	17,5	16,0	12,9	10,8	9,7	15,9	13,1	11,7
OMRON CORP	24,5	23,0	21,0	11,9	11,3	10,3	15,1	14,6	13,2
EATON CORP PLC	17,8	16,4	15,1	14,4	12,9	12,2	18,5	15,7	15,1
SCHNEIDER ELECTRIC SE	18,5	16,8	15,2	12,2	10,9	9,8	14,6	12,8	11,4
<b>Mediana</b>	<b>17,3</b>	<b>16,0</b>	<b>15,2</b>	<b>11,7</b>	<b>10,7</b>	<b>9,8</b>	<b>14,6</b>	<b>13,0</b>	<b>11,8</b>
<b>RELPOL</b>									
Premia/dyskonto grupa	-23%	-40%	-66%	-57%	-63%	-72%	-25%	-35%	-61%
<b>Wycena wg wskaźnika</b>	<b>7,1</b>	<b>9,2</b>	<b>16,4</b>	<b>14,4</b>	<b>18,0</b>	<b>23,2</b>	<b>7,7</b>	<b>9,4</b>	<b>16,2</b>
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena wg wskaźników</b>		<b>10,9</b>			<b>18,5</b>			<b>11,1</b>	
Waga wskaźnika		33%			33%			33%	
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>13,5</b>								

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 23.05.2022. \*- własne prognozy. \*\*- Tyco Electronics przed zmianą nazwy

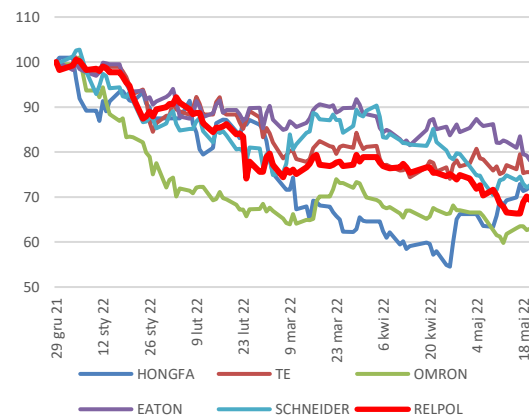
W 2021 roku obserwowana była relatywna siła akcji Relpol w relacji do innych producentów przełączników, po trudnym 2020 roku. Lepsze zachowanie kursu akcji wynikało z ograniczenia podaży przez jeden z funduszy inwestycyjnych. Od września obserwowana jest zmiana tendencji wskutek obaw o wzrost kosztów surowcowych i dostępność komponentów elektronicznych. Jest to trend, który dotyczy wszystkich producentów przełączników. W 2022 YTD akcje Relpol straciły już ponad 30%.

Zachowanie kursów akcji producentów przełączników 2021-2022\*



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., Bloomberg. \*- znormalizowane do 100 (31.12.2020=100)

Zachowanie kursów akcji producentów przełączników w 2022 YTD\*



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., Bloomberg. \*- znormalizowane do 100 (31.12.2021=100)

## WYNIKI ZA 1Q'22

W 1Q'22 sprzedaż przekroczyła rekordowe 40 mln PLN kwartalnie (+26% r/r) notując podobny wzrost na gł. rynkach w Polsce i Niemczech. Mimo wstrzymania sprzedaży do Rosji przychody wzrosły z tego rynku o 16% r/r do 2 mln PLN. Zarząd ocenia, że w 2022 roku sprzedaż spadnie tam o -85% r/r (7,8 mln PLN w 2021). W przypadku rynku ukraińskiego (2,4 mln PLN sprzedaży w 2021 roku) spadek sprzedaży może wynieść -50% r/r. Spółka odczuwa coraz większy wpływ wyższych kosztów produkcji, które podbija reorganizacja i przeniesienie części montażu do Polski po wybuchu wojny na Ukrainie. W 1Q'22 marża brutto spadła do 17,8% vs 19,3% oczek. EBITDA została podbita pozytywnym saldem na pozostałej działalności operacyjnej (0,2 mln PLN) w wyniku rozliczenia dotacji. **Ostatecznie raportowana EBITDA wyniosła 4,7 mln PLN i była wyższa o 29% od naszych oczekiwań.**

Jak podaje zarząd w komentarzu, „(...) utrzymuje się wysoki popyt na wyroby spółki, któremu Relpol stara się sprostać. W związku z rosnącymi kosztami spółka zmuszona jest podnosić ceny swoich wyrobów. Biorąc pod uwagę aktualną sytuację polityczną i rynkową oraz bardzo dobre wyniki uzyskane przez grupę kapitałową w 1Q'22 trudno jest przewidzieć, jak będą wyglądały kolejne miesiące. Można się spodziewać, że w dalszym ciągu będziemy mieć do czynienia z rosnącymi cenami i trudnościami na rynku surowcowym”.

**Wpływ wojny na Ukrainie (update):** „Wybuch wojny w Ukrainie zwiększył ryzyko utraty przychodów i konieczność przeprowadzenia rewizji planów dotyczących działalności bieżącej i inwestycyjnej, w tym dostosowania działalności operacyjnej do nowej rzeczywistości. Sytuacja w Ukrainie ustabilizowała się w stosunku do końca lutego czy marca br. jednak wciąż jest nieprzewidywalna. Dlatego też skala wpływu tego konfliktu zbrojnego pozostaje trudna do oszacowania. DP Relpol Altera, po 2,5 tygodnia wznowiła swoją działalność, jednakże sytuacja w kraju nie jest stabilna. Po zniesieniu wstępujących tam ograniczeń, planowany jest powrót do pełnych zdolności produkcyjnych tego zakładu”. **Wskazujemy, że łączna ekspozycja spółki na rynki Rosji, Ukrainy i Białorusi to 7,8% sprzedaży GK Relpol.** „Odbudowa potencjału wytwórczego w Ukrainie oraz alokacja części produkcji w Relpol S.A. pozwoli na przywrócenie dostępności wszystkich produktów do poziomu popytu. **Zarząd Relpol szacuje, że z powodu opisanych powyżej sytuacji, przychody ze sprzedaży Relpol S.A. mogą być niższe o ok. 4,5 %.**”.

Zarząd rekomenduje przeznaczenie zysku na kapitał zapasowy w związku z programem inwestycyjnym. **Rekomendacja jest zgodna z naszymi oczekiwaniami. Powrotu do polityki dywidendowej spodziewamy się w 2023 roku po 3 latach przerwy.**

**Zwracamy uwagę i podtrzymujemy, że zakład na Ukrainie odpowiadał za ok. 10% EBITDA GK Relpol, niemniej przeniesienie montażu do Polski z pewnością przyczyni się do wzrostu kosztów osobowych,** który na ten moment jest trudny do oszacowania. Podkreślamy jednocześnie, że zakład wznowił prace po przerwie w ograniczonym zakresie. W ostatnim raporcie analitycznym z sierpnia 2021 roku [Relpol Kupuj 16,5 PLN/akcje](#) spodziewaliśmy się porównywalnej EBITDA w 2022 roku r/r (ok. 16 mln PLN). Obecnie liczymy się z jej obniżeniem o ok. -20%.

## Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	IQ'20	IIQ'20	IIIQ'20	IVQ'20	IQ'21	IIQ'21	IIIQ'21	IVQ'21	IQ'22	r/r	IQ'22P BDM	różnica	2018	2019	2020	2021
Przychody	34,0	30,1	31,0	25,8	32,2	34,5	34,4	32,5	40,6	26%	33,3	21,7%	130,2	122,2	121,0	133,6
jednostkowe	33,0	28,1	29,5	27,4	30,8	33,3	33,1	31,4	39,3	28%			121,6	115,4	117,9	128,6
kraj	9,3	7,6	8,8	7,2	9,9	10,5	9,3	10,6	12,7	28%	10,9	16,6%	36,9	36,1	32,9	40,3
eksport	24,8	22,6	22,2	18,6	22,3	24,0	24,0	21,9	27,9	25%	22,4	24,2%	93,3	86,2	88,1	92,2
Wynik brutto na sprzedaży	6,7	6,1	6,8	4,3	7,1	7,2	7,0	6,4	7,2	2%	6,4	12,3%	28,0	25,2	23,9	27,7
EBITDA	3,3	4,2	5,4	3,3	4,3	4,3	4,6	2,7	4,7	9%	3,7	28,7%	14,8	13,1	16,2	15,9
jednostkowa	3,6	3,5	5,1	2,4	3,7	3,9	4,3	2,6	4,9	32%			15,4	12,7	14,6	14,5
EBITDA (bez PDO)	3,8	3,2	4,0	3,1	4,3	4,2	4,6	3,1	4,5	5%	3,7	23,8%	15,8	13,8	14,0	16,2
EBIT	1,6	2,4	3,7	1,6	2,7	2,5	2,9	1,0	3,1	14%	1,9	61,9%	8,6	6,7	9,2	9,2
Zysk brutto	2,2	2,1	3,9	1,9	2,8	2,2	3,2	0,3	3,1	12%	1,5	104,2%	8,7	6,4	10,1	8,4
Zysk netto	1,7	1,7	3,1	1,3	2,2	1,7	2,5	0,2	2,3	6%	1,2	94,7%	6,5	4,9	7,7	6,6
jednostkowy	2,0	1,2	2,8	1,1	1,8	1,8	2,4	0,1	2,5	41%			6,7	5,1	7,1	6,0
Marża zysku brutto	19,6%	20,2%	22,1%	16,8%	22,0%	20,9%	20,5%	19,6%	17,8%		19,3%		21,5%	20,7%	19,8%	20,7%
Marża EBITDA	9,8%	13,9%	17,5%	12,8%	13,4%	12,3%	13,4%	8,3%	11,6%		11,0%		11,4%	10,7%	13,4%	11,9%
jednostkowa	10,8%	12,5%	17,4%	8,8%	12,1%	11,6%	13,0%	8,3%	12,5%				12,7%	11,0%	12,4%	11,3%
Marża netto	5,1%	5,5%	10,0%	4,9%	6,9%	5,0%	7,2%	0,5%	5,8%		3,6%		5,0%	4,0%	6,4%	4,9%
Dynamika r/r																
Przychodów	2%	-10%	7%	-1%	-5%	15%	11%	26%	26%				10%	-10%	-1%	10%
kraj	0%	-18%	6%	-21%	7%	39%	5%	47%	28%				11%	-9%	-9%	22%
eksport	2%	-7%	7%	10%	-10%	6%	8%	17%	25%				10%	-10%	2%	6%
EBITDA	-10%	7%	114%	11%	30%	2%	-15%	-18%	9%				28%	-27%	24%	-2%
jednostkowa	4%	-3%	65%	-5%	4%	10%	-16%	8%	32%				21%	-18%	15%	-1%
EBITDA adj.	2%	-28%	54%	2%	15%	32%	16%	0%	5%				27%	-27%	2%	16%
KON	50,3	51,0	53,1	49,4	51,1	55,8	53,9	54,2	60,7		54,4	11,5%	52,3	51,3	49,4	51,1
FCF	3,1	0,8	-0,1	0,4	1,4	-4,1	-1,2	-2,0	-6,2		-1,4		4,1	3,3	4,2	-6,0
FCF 12m/kapitalizacja	14%	12%	3%	8%	5%	-5%	-7%	-11%	-26%				7,8%	6,3%	8,0%	-11,4%
Dług netto	3,1	2,2	2,3	-0,2	-0,7	3,4	4,7	4,8	10,9		6,6	66,0%	2,8	6,0	-0,2	4,8
P/E 12m								8,0	7,8						6,8	8,0
EV/EBITDA 12m								3,6	3,9						3,2	3,6

Źródło: BDM, spółka.



## PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

### Prognoza na najbliższe kwartały

Okres 1Q'22 był rekordowy pod względem sprzedaży dla spółki. Mimo zauważalnej presji na marże udało się poprawić ubiegłoroczną EBITDA. Spodziewamy się jednak, że w związku z wybuchem wojny na Ukrainie, reorganizacją tamtejszego zakładu i dalszą presją kosztową z utratą ważnego rynku rosyjskiego, był to najlepszy kwartał w tym roku, a całoroczną prognozę na ten okres obniżaliśmy o ok. -20% na poziomie EBITDA. Również ostrożnie podchodzimy do 3Q'22, kiedy spodziewamy się większego spowolnienia sprzedaży patrząc na wskaźniki koniunktury. Jeśli nie będzie dalszej eskalacji konfliktu na Ukrainie to spółka może wrócić tam z pełną produkcją, co odciąży koszty. W takim scenariuszu czujemy się konserwatywnie z naszymi prognozami.

### Perspektywy kolejnych kwartałów [mln PLN]

	IQ'19	IIQ'19	IIIQ'19	IVQ'19	IQ'20	IIQ'20	IIIQ'20	IVQ'20	IQ'21	IIQ'21	IIIQ'21	IVQ'21	IQ'22	IIQ'22P	IIIQ'22P	IVQ'22P
Przychody	33,5	33,5	29,0	26,2	34,0	30,1	31,0	25,8	32,2	34,5	34,4	32,5	40,6	34,3	33,0	32,9
kraj	9,3	9,3	8,3	9,2	9,3	7,6	8,8	7,2	9,9	10,5	9,3	10,6	12,7	11,0	9,3	11,1
eksport	24,3	24,2	20,7	17,0	24,8	22,6	22,2	18,6	22,3	24,0	25,2	21,9	27,9	23,3	23,7	21,8
w tym Niemcy	21,7	22,0	19,4	14,8	22,5	21,9	20,4	16,9	20,3	22,0	22,6	19,1	24,2	19,6	20,0	18,1
Zysk brutto na sprzedaży	6,5	7,4	5,2	6,2	6,7	6,1	6,8	4,3	7,1	7,2	7,0	6,4	7,2	5,8	5,8	5,0
koszty sprzedaży	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
koszty zarządu	-4,0	-4,3	-4,1	-4,5	-4,4	-4,4	-4,3	-2,9	-4,1	-4,4	-3,8	-4,6	-4,1	-4,5	-3,9	-4,7
Pozostałe przychody operacyjne	0,3	0,2	0,2	-0,1	0,1	1,1	1,7	1,0	0,1	0,1	0,3	0,4	0,3	0,0	0,0	0,0
Pozostałe koszty operacyjne	-0,3	-0,8	-0,3	0,1	-0,6	-0,1	-0,3	-0,7	-0,1	-0,1	-0,3	-0,8	-0,1	0,0	0,0	0,0
EBITDA	3,7	3,9	2,5	3,0	3,3	4,2	5,4	3,3	4,3	4,3	4,6	2,7	4,7	2,8	3,5	2,0
<b>EBITDA adj.</b>	<b>3,7</b>	<b>4,4</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>	<b>3,8</b>	<b>3,2</b>	<b>4,0</b>	<b>3,1</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>4,6</b>	<b>3,1</b>	<b>4,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,5</b>	<b>2,0</b>
EBIT	2,2	2,3	0,9	1,3	1,6	2,4	3,7	1,6	2,7	2,5	2,9	1,0	3,1	1,1	1,7	0,1
przychody finansowe	0,0	0,3	0,4	-0,3	0,7	-0,2	0,2	0,3	0,1	-0,1	0,2	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
koszty finansowe	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	-0,6	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3
Zysk brutto ze sprzedaży	2,0	2,3	1,2	1,0	2,2	2,1	3,9	1,9	2,8	2,2	3,2	0,3	3,1	0,8	1,4	-0,2
podatek	-0,5	-0,5	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,8	-0,4	-0,6	-0,5	-0,7	-0,1	-0,7	-0,2	-0,3	0,1
udziały 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	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	1,5	1,8	0,7	0,8	1,7	1,7	3,1	1,3	2,2	1,7	2,5	0,2	2,3	0,7	1,1	-0,2
<i>Dynamika przychodów</i>	<i>-2,4%</i>	<i>0,0%</i>	<i>-14,0%</i>	<i>-23,4%</i>	<i>1,5%</i>	<i>-10,0%</i>	<i>6,6%</i>	<i>-1,3%</i>	<i>-5,4%</i>	<i>14,5%</i>	<i>11,2%</i>	<i>25,6%</i>	<i>26,0%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>-4,1%</i>	<i>1,4%</i>
<i>kraj</i>	<i>-13,6%</i>	<i>2,8%</i>	<i>-17,1%</i>	<i>-8,3%</i>	<i>0,1%</i>	<i>-18,1%</i>	<i>5,8%</i>	<i>-21,4%</i>	<i>6,7%</i>	<i>38,5%</i>	<i>5,2%</i>	<i>46,5%</i>	<i>28,3%</i>	<i>5,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>5,0%</i>
<i>eksport</i>	<i>2,7%</i>	<i>-1,0%</i>	<i>-12,7%</i>	<i>-29,7%</i>	<i>2,1%</i>	<i>-6,9%</i>	<i>7,0%</i>	<i>-10,0%</i>	<i>6,5%</i>	<i>13,5%</i>	<i>17,5%</i>	<i>24,9%</i>	<i>-2,9%</i>	<i>-2,9%</i>	<i>-5,7%</i>	<i>-0,3%</i>
<i>w tym Niemcy</i>	<i>1,7%</i>	<i>7,4%</i>	<i>-87,1%</i>	<i>59,1%</i>	<i>14,8%</i>	<i>2,5%</i>	<i>655,5%</i>	<i>-46,1%</i>	<i>-23,1%</i>	<i>-1,7%</i>	<i>-0,3%</i>	<i>14,3%</i>	<i>26,4%</i>	<i>3,7%</i>	<i>6,6%</i>	<i>3,6%</i>
<i>Dynamika EBITDA adj.</i>	<i>-29,2%</i>	<i>9,5%</i>	<i>-42,6%</i>	<i>-39,8%</i>	<i>1,5%</i>	<i>-27,7%</i>	<i>54,4%</i>	<i>1,6%</i>	<i>14,9%</i>	<i>31,7%</i>	<i>15,9%</i>	<i>0,2%</i>	<i>4,7%</i>	<i>-33,9%</i>	<i>-23,6%</i>	<i>-35,4%</i>
<i>Marża zysku brutto</i>	<i>19,4%</i>	<i>22,0%</i>	<i>17,9%</i>	<i>23,6%</i>	<i>19,6%</i>	<i>20,2%</i>	<i>22,1%</i>	<i>16,8%</i>	<i>22,0%</i>	<i>20,9%</i>	<i>20,5%</i>	<i>19,6%</i>	<i>17,8%</i>	<i>17,0%</i>	<i>17,5%</i>	<i>15,1%</i>
<i>Marża EBITDA</i>	<i>11,0%</i>	<i>11,6%</i>	<i>8,7%</i>	<i>11,4%</i>	<i>9,8%</i>	<i>13,9%</i>	<i>17,5%</i>	<i>12,8%</i>	<i>13,4%</i>	<i>12,3%</i>	<i>13,4%</i>	<i>8,3%</i>	<i>11,6%</i>	<i>8,1%</i>	<i>10,6%</i>	<i>6,1%</i>
<i>Marża EBITDA adj.</i>	<i>11,1%</i>	<i>13,3%</i>	<i>8,8%</i>	<i>11,6%</i>	<i>11,1%</i>	<i>10,7%</i>	<i>12,8%</i>	<i>11,9%</i>	<i>13,5%</i>	<i>12,3%</i>	<i>13,3%</i>	<i>9,5%</i>	<i>11,2%</i>	<i>8,1%</i>	<i>10,6%</i>	<i>6,1%</i>
<i>Marża EBIT</i>	<i>6,6%</i>	<i>6,9%</i>	<i>3,0%</i>	<i>4,9%</i>	<i>4,6%</i>	<i>7,9%</i>	<i>12,0%</i>	<i>6,1%</i>	<i>8,4%</i>	<i>7,3%</i>	<i>8,5%</i>	<i>3,2%</i>	<i>7,6%</i>	<i>3,3%</i>	<i>5,2%</i>	<i>0,2%</i>
<i>Marża netto</i>	<i>4,5%</i>	<i>5,4%</i>	<i>2,5%</i>	<i>3,1%</i>	<i>5,1%</i>	<i>5,5%</i>	<i>10,0%</i>	<i>4,9%</i>	<i>6,9%</i>	<i>5,0%</i>	<i>7,2%</i>	<i>0,5%</i>	<i>5,8%</i>	<i>1,9%</i>	<i>3,4%</i>	<i>-0,6%</i>
OCF	1,7	4,4	7,8	-0,6	3,7	3,6	4,1	1,2	3,7	-1,5	5,3	0,9	-3,9	11,7	3,5	-0,7
w tym zmiany KON	-1,1	0,3	5,4	-2,7	-0,5	0,3	-0,9	1,1	-0,1	-4,4	0,6	-0,5	-7,4	6,5	0,3	-2,8
CAPEX	-2,5	-2,2	-3,1	-1,9	-0,6	-2,8	-4,2	-0,8	-2,3	-2,6	-6,5	-2,9	-2,3	-5,2	-5,2	-5,2
FCF	-0,7	2,2	4,7	-2,5	3,1	0,8	-0,1	0,4	1,4	-4,1	-1,2	-2,0	-6,2	6,5	-1,7	-6,0
%kapitalizacji (12m)	2,7%	4,0%	12,4%	7,2%	14,6%	11,9%	2,6%	8,1%	4,8%	-4,6%	-6,8%	-11,5%	-26,0%	-5,6%	-6,6%	-14,1%
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DY	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zadłużenie netto	3,6	1,5	2,8	6,0	3,1	2,2	2,3	-0,2	-0,7	3,4	4,7	4,8	10,9	4,7	6,7	13,0
/EBITDA	1,0	0,4	1,1	2,0	0,9	0,5	0,4	-0,1	-0,2	0,8	1,0	1,8	2,3	1,7	1,9	6,5
Kurs EUR/PLN	4,30	4,28	4,32	4,28	4,32	4,51	4,44	4,50	4,55	4,53	4,57	4,62	4,62	4,65	4,74	4,82
Kurs USD/PLN	3,79	3,81	3,89	3,87	3,92	4,09	3,79	3,78	3,77	3,76	3,88	4,04	4,11	4,40	4,46	4,52
Cena miedzi -1Q [PLN/t]	23 236	23 551	23 286	22 553	22 759	22 083	21 959	24 798	27 104	32 097	36 599	36 145	39 194	41 201	42 872	45 165
Cena srebra -1Q [PLN/t]	54,8	59,0	56,7	66,0	67,0	65,7	68,2	93,3	93,0	98,8	101,3	93,6	94,4	99,6	102,1	100,0

**Perspektywa 2022+**

Zakładamy, że wojna na Ukrainie to tylko krótkoterminowe zachwianie sprzedaży/wyników (wzrost kosztów). Ukraińska fabryka w obwodzie żytomierskim nie została dotknięta konfliktem i obecnie prowadzi produkcję w ograniczonym zakresie (godzina policyjna). W takim scenariuszu największego wpływu na wyniki spółka powinna doświadczyć w 2Q'22, a całoroczne prognozy na ten rok obniżyliśmy o ok. -20%. Nie zmienialiśmy istotnie założeń po 2023 roku. Wskazujemy, że izolacja gospodarcza Rosji, kryzys energetyczny i przyspieszenie rozwoju OZE w Europie (**RePowerEU**) to niewątpliwie szansa dla spółki, szczególnie, że jest ona w trakcie rozwoju zdolności produkcyjnych w tym obszarze (przełączniki do inwerterów solarnych).

Przyjmujemy, że do 2023 roku motorem wzrostu sprzedaży powinien być rynek krajowy i niemiecki z uwagi na niską bazę oraz dobre perspektywy w obszarze inwestycji firm w automatykę przemysłową/energetyczną i fotowoltaikę (szczególnie w Polsce). Po 2023 roku oczekujemy wzrostu sprzedaży w eksporcie po oddaniu do użytku nowej inwestycji w przełączniki bistabilne.

Przyjmujemy, że obecnie prowadzone inwestycje będą miały wpływ nie tylko na przychody ale i na marżę, co powinno przełożyć się na wzrost rentowności brutto szczególnie po 2023 roku. Do tego czasu wpływ na marżę mogą mieć wysokie koszty surowcowe. Podkreślamy, że spółka ma dość wysoką dźwignię operacyjną (koszty pracy i świadczeń stanowią ok. 29% ogółu), a nowe inwestycje nie będą generować istotnego wzrostu zapotrzebowania na pracowników. Z uwagi na relatywnie niskie płace w spółce oczekujemy ich corocznego wzrostu o ok. 5% r/r do 2026 roku (po 10% wzroście w 2022 roku). Przyjmujemy że docelowo spółka powinna osiągnąć ok. 14% marży EBITDA, co nie jest wymagającym poziomem biorąc pod uwagę średnią historyczną (>13%) i prognozowane marże konkurencyjnych firm (ok. 20% EBITDA do 2024 roku). Zakładamy, że swój cel sprzedaży 180 mln PLN spółka osiągnie w 2025/2026 roku (bez zmian).

**Perspektywa ogólna na lata 2021-2030P [mln PLN]**

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody	122,2	121,0	133,6	140,8	151,4	169,7	180,1	184,4	188,9	193,6	198,5	203,6	208,8
kraj	36,1	32,9	40,3	44,1	47,3	49,7	52,1	54,8	57,5	60,4	63,4	66,6	69,9
eksport	86,2	88,1	93,3	96,7	104,1	120,0	127,9	129,7	131,5	133,3	135,1	137,0	138,9
w tym Niemcy	77,9	81,6	84,0	82,0	89,3	105,3	113,2	114,9	116,7	118,5	120,4	122,3	124,2
Zysk brutto na sprzedaży	24,7	23,9	27,7	23,8	26,6	33,1	35,9	36,5	37,4	38,3	39,2	40,2	41,2
koszty sprzedaży	-1,0	-1,0	-1,3	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2
koszty zarządu	-16,9	-15,9	-16,9	-17,1	-17,5	-17,8	-18,2	-18,6	-18,9	-19,3	-19,7	-20,1	-20,5
Pozostałe przychody operacyjne	1,1	3,9	1,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe koszty operacyjne	-1,2	-1,7	-1,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	13,1	16,2	15,9	13,0	17,7	24,3	26,2	26,1	26,4	26,7	27,1	27,6	28,2
<b>EBITDA adj.</b>	<b>13,8</b>	<b>14,0</b>	<b>16,2</b>	<b>12,8</b>	<b>17,7</b>	<b>24,3</b>	<b>26,2</b>	<b>26,1</b>	<b>26,4</b>	<b>26,7</b>	<b>27,1</b>	<b>27,6</b>	<b>28,2</b>
EBIT	6,7	9,2	9,2	6,0	8,3	14,3	16,6	16,9	17,3	17,8	18,4	18,9	19,5
przychody finansowe	0,3	1,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
koszty finansowe	-0,5	-0,1	-0,8	-1,0	-1,3	-1,2	-1,1	-0,9	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4	-0,2
Zysk brutto ze sprzedaży	6,4	10,1	8,4	5,1	6,9	13,1	15,6	16,0	16,6	17,2	17,9	18,6	19,4
podatek	-1,5	-2,1	-1,8	-1,2	-1,5	-2,8	-3,3	-3,4	-3,5	-3,6	-3,8	-3,9	-4,1
udziały mniejszości	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	4,9	7,7	6,6	3,9	5,5	10,4	12,3	12,7	13,1	13,6	14,1	14,7	15,3
<i>Dynamika przychodów</i>													
kraj	-10,0%	-1,0%	10,4%	5,4%	7,5%	12,1%	6,1%	2,4%	2,4%	2,5%	2,5%	2,5%	2,6%
eksport	-9,4%	-8,8%	22,4%	9,6%	7,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
w tym Niemcy	-10,2%	2,2%	5,9%	3,6%	7,6%	15,3%	6,6%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
w tym Niemcy	-5,8%	9,1%	-4,7%	10,0%	17,5%	25,3%	10,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<i>Dynamika EBITDA adj.</i>													
	-26,9%	2,0%	15,8%	-21,0%	38,2%	36,9%	8,0%	-0,3%	0,9%	1,2%	1,6%	1,8%	2,1%
<i>Marża zysku brutto</i>													
	20,2%	19,8%	20,7%	16,9%	17,6%	19,5%	19,9%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,7%
<i>Marża EBITDA</i>													
	10,7%	13,4%	11,9%	9,2%	11,7%	14,3%	14,6%	14,2%	14,0%	13,8%	13,7%	13,6%	13,5%
<i>Marża EBITDA adj.</i>													
	11,3%	11,6%	12,2%	9,1%	11,7%	14,3%	14,6%	14,2%	14,0%	13,8%	13,7%	13,6%	13,5%
<i>Marża EBIT</i>													
	5,4%	7,6%	6,9%	4,3%	5,5%	8,4%	9,2%	9,1%	9,2%	9,2%	9,3%	9,3%	9,4%
<i>Marża netto</i>													
	4,0%	6,4%	4,9%	2,8%	3,6%	6,1%	6,8%	6,9%	6,9%	7,0%	7,1%	7,2%	7,3%
OCF	13,4	12,6	8,3	10,6	18,1	14,9	19,2	21,2	21,2	21,4	21,6	21,9	22,2
w tym zmiany KON	1,9	0,1	-4,4	-3,3	1,8	-6,6	-3,8	-1,6	-1,6	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9
CAPEX	-10,1	-8,3	-14,3	-17,9	-18,5	-7,2	-7,4	-7,6	-7,8	-8,0	-8,2	-8,4	-8,6
FCF	3,3	4,2	-6,0	-7,3	-0,4	7,7	11,8	13,6	13,4	13,4	13,4	13,5	13,6
%kapitalizacji (12m)	6,4%	8,1%	-11,5%	-14,1%	-0,7%	14,8%	22,7%	26,2%	25,9%	25,8%	25,8%	26,0%	26,2%
Dywidenda	4,0	0,0	0,0	0,0	2,4	2,9	3,4	3,8	4,3	12,7	13,1	13,6	14,1
DPS	0,42	0,00	0,00	0,00	0,25	0,30	0,35	0,40	0,45	1,32	1,37	1,42	1,47
DY	7,8%	0,0%	0,0%	0,0%	4,6%	5,6%	6,5%	7,4%	8,3%	24,4%	25,3%	26,2%	27,2%
Zadłużenie netto	6,0	-0,2	4,8	13,0	17,1	13,5	6,1	-2,8	-11,2	-11,3	-11,1	-10,6	-9,9
/EBITDA	0,5	0,0	0,3	1,0	1,0	0,6	0,2	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Kurs EUR/PLN	4,30	4,44	4,56	4,71	5,03	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
Kurs USD/PLN	3,84	3,90	3,86	4,37	4,64	4,75	4,65	4,59	4,59	4,59	4,59	4,59	4,59
Cena miedzi -1Q [PLN/t]	23 157	22 899	32 987	42 108	46 361	47 493	46 539	45 875	45 875	45 875	45 875	45 875	45 875
Cena srebra -1Q [PLN/t]	59,1	73,5	96,7	99,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

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

**Zmiany prognoz vs poprzednia rekomendacja\***

Nasze prognozy na 2021 rok z 30.08.2021 zostały zrealizowane praktycznie „w punkt”. W obszarze sprzedaży lepiej wypadł rynek polski, gorzej niemiecki. Nieco wyższa marża brutto została obciążona wzrostem kosztów SG&A i ujemnym saldem na pozostałej działalności operacyjnej (odpisy na ukraiński zakład). **Ostatecznie EBITDA wyniosła 15,9 mln PLN vs 16,2 mln PN w prognozie, a zysk netto ukształtował się na poziomie 6,6 mln PLN vs 6,4 mln PLN w prognozie.** Gorzej wypadły przepływy operacyjne (-4 mln PLN vs oczek.) w skutek większego zaangażowania w kapitał obrotowy (efekt problemów z dostępnością komponentów). O ok. 0,5 mln PLN wyższy okazał się CAPEX. W rezultacie dług netto wyniósł 4,8 mln PLN (3 mln PLN w prognozie).

Na 2022 rok zakładaliśmy wówczas poprawę sprzedaży z presją na marże wskutek wyższych kosztów surowcowych i energii. Miało to zaowocować porównywalną EBITDA r/r. Niestety wybuch wojny na Ukrainie negatywnie wpłynął na te plany. Spółka informowała w ESPI 23.02.2022 o reorganizacji produkcji (przeniesienie montażu przekładników z Ukrainy do Żar w perspektywie 4 miesięcy), by 2 dni później po wybuchu wojny wstrzymać montaż. Sytuację na bieżąco komentowaliśmy w biuletynach porannych z 24.02.2022 ([link](#)) i 28.02.2022 ([link](#)). Jak informował zarząd w komunikacie po szacunkowych danych za 4Q'21 (17.03.22, [link](#)), po 2,5 tygodnia postoju zakład wznowił działalność w ograniczonym zakresie, w jakim jest to bezpieczne dla pracowników tamtej spółki. Niemniej sytuacja na Ukrainie wciąż jest niepewna i może mieć wpływ na nasze prognozy. Mimo dobrych wyników za 1Q'22 ([link](#)) **dostrzegliśmy ryzyko obniżenia EBITDA o ok. -20% w efekcie wyższych kosztów produkcji.** Popyt wciąż jest dobry, czego obrazem była rekordowa sprzedaż w 1Q'22. Niemniej łączna ekspozycja Relpol na rynki Rosji, Białorusi i Ukrainy wyniosła w 2021 roku ok. 7,8% przychodów. Spółka wstrzymała sprzedaż do Rosji. Tym samym obniżyliśmy prognozy sprzedaży, choć wyższe ceny w następstwie większej presji kosztowej neutralizują ten efekt. **Na 2023 rok prognozy nie uległy większym zmianom.** Wyższe koszty surowcowe i mediów ofsetuje nieco korzystniejszy EUR/PLN poprawiający konkurencyjność.

**Zmiana prognoz vs poprzednia rekomendacja\* na lata 2021-2023P [mln PLN]**

	2021P			2022P			2023P		
	poprzednio*	faktyczne	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	132,4	133,6	1%	139,7	140,8	1%	149,2	151,4	1%
kraj	37,2	40,3	8%	40,1	44,1	10%	43,0	47,3	10%
eksport	95,2	93,3	-2%	99,6	96,7	-3%	106,2	104,1	-2%
w tym Niemcy	88,4	84,0	-5%	91,7	82,0	-11%	98,3	89,3	-9%
Zysk brutto na sprzedaży	26,2	27,7	6%	25,7	23,8	-7%	26,4	26,6	1%
koszty sprzedaży	-1,2	-1,3	10%	-1,2	-0,8	-33%	-1,3	-0,9	-33%
koszty zarządu	-15,8	-16,9	7%	-16,1	-17,1	6%	-16,4	-17,5	6%
Pozostałe przychody operacyjne	0,2	1,0		0,0	0,3		0,0	0,0	
Pozostałe koszty operacyjne	-0,2	-1,3		0,0	-0,1		0,0	0,0	
<b>EBITDA</b>	<b>16,2</b>	<b>15,9</b>	<b>-1%</b>	<b>16,7</b>	<b>13,0</b>	<b>-22%</b>	<b>18,5</b>	<b>17,7</b>	<b>-4%</b>
<b>EBITDA adj.</b>	<b>16,1</b>	<b>16,2</b>	<b>1%</b>	<b>16,7</b>	<b>12,8</b>	<b>-23%</b>	<b>18,5</b>	<b>17,7</b>	<b>-4%</b>
EBIT	9,3	9,2	-1%	8,3	6,0	-28%	8,6	8,3	-4%
przychody finansowe	0,0	0,0		0,0	0,2		0,0	0,0	
koszty finansowe	-1,2	-0,8		-2,0	-1,0		-1,1	-1,3	
Zysk brutto ze sprzedaży	8,1	8,4	3%	6,3	5,1	-19%	7,6	6,9	-8%
podatek	-1,7	-1,8		-1,3	-1,2		-1,6	-1,5	
udziały mniejszości	0,0	0,0		0,0	0,0		0,0	0,0	
<b>Zysk netto</b>	<b>6,4</b>	<b>6,6</b>	<b>2%</b>	<b>5,0</b>	<b>3,9</b>	<b>-21%</b>	<b>6,0</b>	<b>5,5</b>	<b>-8%</b>
Dynamika przychodów	9,4%	10,4%		5,5%	5,4%		6,8%	7,5%	
kraj	13,2%	22,4%		7,7%	9,6%		7,3%	7,3%	
eksport	8,0%	5,9%		4,7%	3,6%		6,6%	7,6%	
w tym Niemcy	12,6%	-4,7%		9,1%	10,0%		10,4%	17,5%	
Dynamika EBITDA adj.	15,0%	15,8%		3,3%	-21,0%		10,8%	38,2%	
Marża zysku brutto	19,8%	20,7%		18,4%	16,9%		17,7%	17,6%	
Marża EBITDA	12,2%	11,9%		11,9%	9,2%		12,4%	11,7%	
Marża EBITDA adj.	12,2%	12,2%		11,9%	9,1%		12,4%	11,7%	
Marża EBIT	7,0%	6,9%		5,9%	4,3%		5,8%	5,5%	
Marża netto	4,9%	4,9%		3,6%	2,8%		4,0%	3,6%	
OCF	12,2	8,3		18,2	10,6		13,5	18,1	
w tym zmiany KON	-1,4	-4,4		2,9	-3,3		-3,4	1,8	
CAPEX	-13,7	-14,3		-17,9	-17,9		-18,5	-18,5	
FCF	-1,4	-6,0		0,3	-7,3		-5,0	-0,4	
%kapitalizacji (12m)	0,0	-0,1		0,0	-0,1		-0,1	0,0	
Dywidenda	0,0	0,0		0,0	0,0		3,8	2,4	
DPS	0,0	0,0		0,0	0,0		0,4	0,3	
DY	0,0	0,0		0,0	0,0		0,1	0,0	
Zadłużenie netto	3,0	4,8	59%	4,7	13,0	176%	14,6	17,1	17%
/EBITDA	0,2	0,3		0,3	1,0		0,8	1,0	
Kurs EUR/PLN	4,6	4,6	0%	4,6	4,7	2%	4,6	5,0	9%
Kurs USD/PLN	3,8	3,9	1%	3,9	4,4	12%	3,8	4,6	20%
Cena miedzi -1Q [PLN/t]	33 039,7	32 986,6	0%	38 923,8	42 108,1	8%	38 476,1	46 361,0	20%
Cena srebra -1Q [PLN/t]	97,4	96,7	-1%	100,0	99,0	-1%	100,0	100,0	0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, szacunki własne. \*- prognozy z dnia 30.08.2021.

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**

**Krzysztof Tkocz**

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

**Krzysztof Tkocz**

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

**Anna Madziar**

Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (+48) 666 073 972  
e-mail: anna.madziar@bdm.pl

**Kajetan Sroczyński**

Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (+48) 668 516 977  
e-mail: kajetan.sroczyński@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
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 2Q'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	60%	2	100%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	2	40%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

**Nota prawna:**

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

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

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM.

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

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Opracowanie ma charakter informacyjny i 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 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 portfelow inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelow 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 23.05.2022 roku (20:30 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 wyceniane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

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

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

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

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

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 23.05.2022 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 zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.