



## RELPOL

### RAPORT ANALITYCZNY

## TRZYMAJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: TRZYMAJ)

**WYCENA 6,25 PLN**

20 MAJ 2024, 14:00 CEST

Relpol miał świetny początek ubiegłego roku, koniunktura zaczęła jednak słabnąć od 2Q'23. Według wstępnych wyników w 1Q'24 spółka odnotowała stratę operacyjną. Zarząd podjął działania optymalizujące i sygnalizuje lekką poprawę koniunktury w postaci wzrostu liczby nowych zamówień. Horyzont portfela pozostaje jednak krótki. Obecnie przed spółką wyzwanie pozyskania nowych rynków i klientów, po tym jak zakończono kluczowy projekt inwestycyjny zwiększający moce produkcyjne. Słabe wyniki oraz przesunięcie się oczekiwań zarządu na poprawę koniunktury, skłaniają nas do zrewidowania w dół naszych prognoz. Po aktualizacji modelu cenę docelową wyznaczamy obecnie na poziomie 6,25 PLN, co implikuje pozostanie przy zaleceniu Trzymaj.

#### Wyniki za ostatnie okresy

W 2023 spółka osiągnęła 159,5 mld PLN przychodów (+6% r/r) oraz 8,6 mln PLN zysku netto (w tym 9,2 mln PLN w 1H'23). W samym 4Q'23 przychody wyniosły 27,8 mln PLN (-26% r/r) a zysk netto 1,5 mln PLN (przy czym za +1,8 mln na poziomie EBIT odpowiadało rozwiązanie części odpisu z 3Q'23 na prace B+R po uzyskaniu rozliczenia dotacji). Spółka podała już wstępne wyniki jednostkowe za 1Q'24 (pełny raport 22 maja, wyniki skonsolidowane nie powinny istotnie się różnić). Przychody spadły o 42% a na poziomie netto odnotowano -1,9 mln PLN straty (vs 4,9 mln PLN zysku w 1Q'23). Skalę spadku przychodów zarząd sygnalizował już w lutym, strata netto jest większa niż zakładaliśmy w ostatnich prognozach kwartalnych.

#### Pozycjonowanie segmentowe

Spółka jest producentem przełączników elektromagnetycznych (głównie dla przemysłu, energetyki, szeroko pojętego budownictwa oraz zastosowań wysokoprądowych w OZE/EV). Przełącznik to urządzenie, które otwiera i zamyka obwód elektryczny w celu oddziaływania na pracę innych urządzeń (zastosowania np. dla sprzętu sterowniczego, przełączników czasowych, kontroli temperatury). Biznes Relpolu opiera się w dużej mierze na eksporcie (głównie do odbiorców niemieckich). W średnim terminie spółka dobrze pozycjonuje się w idei nearshoringu i transformacji energetycznej.

#### Koniunktura

Bieżący rok stanowi dla spółki wyzwanie związane z okresem niższego portfela zamówień i utrzymującym się spowolnieniem gospodarczym. Spółka zwraca uwagę także na wzrost kosztów (m.in. wynagrodzeń, powiązanych ze wzrostem pensji minimalnej). Jednocześnie zarząd wskazuje, że od 2H'23 nasilała zaczęła się presja cenowa konkurencji a spółka odczuwa negatywnie tendencję umacniania się PLN. Zarząd podjął szereg działań w kierunku ograniczenia kosztów (m.in. negocjacje z dostawcami, ograniczenie zapasów, przeniesienie dalszych pracochłonnych procesów do fabryki w Ukrainie). Zarząd widzi przesłanki do poprawy sytuacji w kolejnych miesiącach. Jednocześnie horyzont portfela zamówień pozostaje krótki. Celem dla spółki na ten rok jest pozyskanie nowych klientów na dotychczasowych i nowych rynkach dla zbudowanego potencjału produkcyjnego. Zarząd wskazuje, że w ostatnim czasie udało się pozyskać nowe projekty z Bliskiego Wschodu (Arabia Saudyjska, ZEA). Spółka liczy na ożywienie gospodarcze w 2H'24 w Europie oraz wpływ środków z KPO na rynku polskim.

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 1Q'24 był kolejnym kwartałem spadku zamówień na rynku niemieckim (-9% r/r). Natomiast globalny napływ nowych zamówień był sezonowo wyższy q/q, ale obniżył się r/r.

#### Prognozy wyników, wskaźniki

Obecnie zakładamy, że w 2024 roku spółka wypracuje 133 mln PLN przychodów, 8,6 mln PLN EBITDA oraz 0,1 mln PLN zysku netto. W latach 2025 i 2026 roku oczekujemy poprawy otoczenia makro i zdecydowanego zwiększenia wykorzystania mocy produkcyjnych (obecnie szacujemy, że wykorzystane są w około połowie), co przekłada się na odpowiednio 152/ 15,8/ 6,2 mln PLN w 2025 oraz 178/ 20,0/ 9,9 mln PLN w 2026. Nasze prognozy implikują EV/EBITDA'24=8,4x, '25=4,5x. Obecna kapitalizacja to 60 mln PLN, co odpowiada CAPEX spółki za ostatnie 5 lat (dług netto po 4Q'23 = 24 mln PLN – oczekujemy spadku w 2024 w związku z optymalizacją kapitału obrotowego i brakiem większych nakładów inwestycyjnych).

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	133,6	151,0	159,5	133,0	151,6	178,2
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	27,7	24,2	32,4	21,0	29,0	34,5
Koszty SG&A [mln PLN]	18,2	17,2	19,5	19,2	20,1	21,3
Wynik na sprzedaży [mln PLN]	9,5	6,9	12,9	1,7	8,9	13,2
Saldo PPO/PKO [mln PLN]	-0,3	-1,0	-1,8	-0,1	0,0	-0,1
EBITDA [mln PLN]	15,9	12,7	17,2	8,6	15,8	20,0
EBIT [mln PLN]	9,2	6,0	11,1	1,7	8,9	13,1
Wynik brutto [mln PLN]	8,4	2,8	10,0	0,2	7,8	12,4
Wynik netto [mln PLN]	6,6	1,2	8,6	0,1	6,2	9,9
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	4,8	13,9	23,7	12,7	11,2	13,3
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
P/E	9,1	47,7	6,9	506,6	9,6	6,0
EV/EBITDA	4,0	5,8	4,8	8,4	4,5	3,7
EV/EBIT	7,0	12,3	7,5	43,0	8,0	5,5

Wycena DCF [PLN]	5,65
Wycena porównawcza [PLN]	8,62
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>6,25</b>
Potencjał do wzrostu / spadku	0,7%
Koszt kapitału	15,2%
Cena rynkowa [PLN]	6,20
Kapitalizacja [mln PLN]	59,6
Ilość akcji [mln. szt.]	9,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	7,42
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	6,06
Stopa zwrotu za 3 mc	-7,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	-12,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	-21,5%
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 .....	4
WYCENA DCF .....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA .....	6
WYNIKI ZA OSTATNIE OKRESY .....	7
PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY .....	10
DANE FINANSOWE .....	15

**WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE**

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
P/E	9,1	47,7	6,9	506,6	9,6	6,0	5,0
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	4,0	5,8	4,8	8,4	4,5	3,7	3,2
EV/EBIT	7,0	12,3	7,5	43,0	8,0	5,5	4,6
EV/S	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
BVPS	9,8	10,0	10,9	10,9	11,5	12,2	13,0
EPS	0,7	0,1	0,9	0,0	0,6	1,0	1,2
DPS (w danym roku)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,32	0,52
Payout ratio	0%	0%	0%	0%	33%	50%	50%

Wyniki roczne [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Przychody</b>	<b>133,6</b>	<b>151,0</b>	<b>159,5</b>	<b>133,0</b>	<b>151,6</b>	<b>178,2</b>	<b>193,9</b>
Polska	40,3	47,4	44,6	40,5	45,5	52,4	56,4
Niemcy	48,9	57,0	70,9	58,3	67,7	81,4	89,6
Rosja	7,8	5,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
inne Europa	27,3	28,1	27,4	17,3	19,4	22,2	23,8
pozostałe	9,3	13,3	16,6	16,8	19,0	22,2	24,1
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>27,7</b>	<b>24,2</b>	<b>32,4</b>	<b>21,0</b>	<b>29,0</b>	<b>34,5</b>	<b>38,3</b>
SG&A	18,2	17,2	19,5	19,2	20,1	21,3	22,7
PPO/PKO	-0,3	-1,0	-1,8	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
<b>EBITDA</b>	<b>15,9</b>	<b>12,7</b>	<b>17,2</b>	<b>8,6</b>	<b>15,8</b>	<b>20,0</b>	<b>22,2</b>
EBIT	9,2	6,0	11,1	1,7	8,9	13,1	15,5
Zysk brutto	8,4	2,8	10,0	0,2	7,8	12,4	14,8
<b>Zysk netto</b>	<b>6,6</b>	<b>1,2</b>	<b>8,6</b>	<b>0,1</b>	<b>6,2</b>	<b>9,9</b>	<b>11,9</b>
<b>Dług netto</b>	<b>4,8</b>	<b>13,9</b>	<b>23,7</b>	<b>12,7</b>	<b>11,2</b>	<b>13,3</b>	<b>11,8</b>

Wskaźniki	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	10%	13%	6%	-17%	14%	18%	9%
EBITDA zmiana r/r	-2%	-20%	35%	-50%	85%	26%	11%
Zysk netto zmiana r/r	-15%	-81%	587%	-99%	5181%	60%	20%
Marża brutto na sprzedaży	20,7%	16,0%	20,3%	15,8%	19,2%	19,4%	19,8%
Marża EBITDA	11,9%	8,4%	10,8%	6,4%	10,4%	11,2%	11,5%
Marża netto	4,9%	0,8%	5,4%	0,1%	4,1%	5,6%	6,1%
ROE	6,9%	1,3%	8,2%	0,1%	5,6%	8,4%	9,5%
ROA	5,2%	0,9%	5,9%	0,1%	4,1%	6,3%	7,2%

Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>50,9</b>	<b>58,3</b>	<b>70,2</b>	<b>68,3</b>	<b>67,9</b>	<b>66,6</b>	<b>66,0</b>
WNiP	5,5	9,4	18,2	18,1	18,5	18,2	18,1
Rzeczowe aktywa trwałe	45,4	48,6	51,9	50,1	49,3	48,3	47,8
Pozostałe aktywa trwałe	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>76,3</b>	<b>82,3</b>	<b>74,1</b>	<b>73,0</b>	<b>81,8</b>	<b>90,5</b>	<b>98,1</b>
Zapasy	39,6	45,1	44,7	37,2	42,4	49,9	54,3
Należności krótkoterminowe	31,9	34,7	28,0	24,7	28,2	33,1	36,0
Środki pieniężne	4,7	2,6	1,4	11,1	11,2	7,5	7,8
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Aktywa razem</b>	<b>127,2</b>	<b>140,6</b>	<b>144,3</b>	<b>141,3</b>	<b>149,7</b>	<b>157,1</b>	<b>164,2</b>

<b>Kapitał własny</b>	<b>94,6</b>	<b>96,5</b>	<b>104,5</b>	<b>104,6</b>	<b>110,8</b>	<b>117,6</b>	<b>124,5</b>
Udziały mniejszości	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>31,4</b>	<b>44,2</b>	<b>39,9</b>	<b>36,7</b>	<b>38,9</b>	<b>39,6</b>	<b>39,7</b>
Rezerwy na zobowiązania	4,3	4,3	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Oprocentowane zobowiązania	9,5	16,5	25,1	23,7	22,4	20,8	19,6
Zobowiązania pozostałe	17,5	23,4	10,8	9,0	12,6	14,8	16,2
<b>Pasywa razem</b>	<b>127,2</b>	<b>140,6</b>	<b>144,3</b>	<b>141,3</b>	<b>149,7</b>	<b>157,1</b>	<b>164,2</b>
<b>Dług netto</b>	<b>4,8</b>	<b>13,9</b>	<b>23,7</b>	<b>12,7</b>	<b>11,2</b>	<b>13,3</b>	<b>11,8</b>
Dług netto / Kapitał własny	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Dług netto / EBITDA	0,3	1,1	1,4	1,5	0,7	0,7	0,5

Rachunek przepływu [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
CFO	8,3	-1,8	0,0	16,7	8,7	7,2	13,2
CFI	-14,1	-12,2	-14,0	-5,0	-6,5	-5,5	-6,1
CFE	7,4	11,8	12,8	-2,1	-2,1	-5,4	-6,7
- w tym dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,1	-5,0
Przepływy pieniężne netto	1,6	-2,2	-1,1	9,6	0,2	-3,7	0,3
CAPEX / Amortyzacja	213%	178%	256%	73%	94%	81%	91%

**RELPOŁ**

<b>Rekomendacja</b>	<b>Trzymaj</b>	<b>www:</b>	<b><a href="http://www.relpol.pl">www.relpol.pl</a></b>
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>6,25</b>		
<b>Potencjał</b>	<b>1%</b>	<b>daty najbliższych raportów:</b>	
Cena rynkowa [PLN]	6,20	1Q'24:	22 maj
Ilość akcji [mln. szt.]	9,6	2Q'24:	5 wrz
Kapitalizacja [mln PLN]	59,6		

Podstawowe informacje o przekąźnikach:

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

Wyniki Q [mln PLN]	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24P
<b>Przychody</b>	<b>37,5</b>	<b>53,3</b>	<b>45,4</b>	<b>32,9</b>	<b>27,8</b>	<b>31,0</b>
Polska	14,5	14,6	11,7	9,4	8,8	9,4
Niemcy	12,9	23,0	21,1	14,5	12,4	14,0
Rosja	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
inne Europa	4,5	11,3	7,8	5,2	3,1	3,8
pozostałe	5,5	4,4	4,8	3,8	3,5	3,7
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>6,0</b>	<b>12,4</b>	<b>10,0</b>	<b>5,3</b>	<b>4,7</b>	<b>3,2</b>
SG&A	4,4	4,9	5,1	4,5	4,9	4,9
PPO/PKO	0,0	0,0	-0,2	-3,9	2,3	-0,1
<b>EBITDA</b>	<b>3,2</b>	<b>9,0</b>	<b>6,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>3,6</b>	<b>-0,1</b>
EBIT	1,6	7,4	4,7	-3,1	2,0	-1,8
Zysk brutto	1,3	7,1	4,2	-2,7	1,4	-2,3
<b>Zysk netto</b>	<b>0,5</b>	<b>5,7</b>	<b>3,5</b>	<b>-2,1</b>	<b>1,5</b>	<b>-1,9</b>
<b>Dług netto</b>	<b>13,9</b>	<b>20,7</b>	<b>14,9</b>	<b>18,8</b>	<b>23,7</b>	<b>26,8</b>

Wskaźniki	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24P
Przychody zmiana r/r	15%	32%	22%	-8%	-26%	-42%
EBITDA zmiana r/r	19%	92%	152%	---	11%	---
Zysk netto zmiana r/r	-79%	3335%	48%	---	111%	---
Marża brutto na sprzedaży	16,1%	23,2%	22,1%	16,2%	16,8%	10,5%
Marża EBITDA	8,6%	17,0%	13,5%	-4,7%	12,8%	-0,2%
Marża netto	1,4%	10,7%	7,7%	-6,4%	5,4%	-6,0%

Wskaźniki II	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
EPS, Adj+	0,68	0,13	0,89	0,01	0,65	1,03
Revenue	133,6	151,0	159,5	133,0	151,6	178,2
Gross Margin %	20,7%	16,0%	20,3%	15,8%	19,2%	19,4%
EBIT	9,2	6,0	11,1	1,7	8,9	13,1
EBITDA	15,9	12,7	17,2	8,6	15,8	20,0
Net Income Adj+	6,6	1,2	8,6	0,1	6,2	9,9
Net Debt	4,8	13,9	23,7	12,7	11,2	13,3
BPS	9,8	10,0	10,9	10,9	11,5	12,2
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3
Return on Equity %	6,9%	1,3%	8,2%	0,1%	5,6%	8,4%
Return on Assets %	5,2%	0,9%	5,9%	0,1%	4,1%	6,3%
Depreciation	5,6	5,6	5,5	5,8	5,8	5,7
Amortization	1,2	1,1	0,6	1,1	1,1	1,1
Free Cash Flow	-5,8	-14,0	-14,0	11,7	2,2	1,7
CAPEX	14,3	11,9	15,5	5,0	6,5	5,5

**Czynniki 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 przekąźników SSR.
- Ryzyko utraty głównych klientów - spółka ok. 25% 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 5,65 PLN. Wycena porównawcza oparta na prognozach wyników na lata 2024 – 2026 (waga 0% dla 2024 ze względu na mało miarodajny wskaźnik P/E przy poziomie prognozy wyniku w okolicy zera) dała wartość 1 akcji na poziomie 8,62 PLN. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 6,25 PLN.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	5,65
Wycena metodą porównawczą, w tym:	20%	8,62
<b>Wycena 1 akcji Relpol [PLN]</b>		<b>6,25</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 (5,65%), premii za ryzyko rynkowe (9,5%) oraz współczynnika beta = 1,0.

### Główne założenia modelu:

- W 2024 roku spodziewamy się skonsolidowanych przychodów grupy na poziomie 133 mln PLN (-17% r/r, w 1H'24 spółka będzie odczuwać szczególnie wysoką bazę z ubiegłego roku). W 2025 roku zakładamy wzrost do 152 mln PLN (szansa na nałożenie się odbicia w przemyśle, wzrostu wykorzystania nowych 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).
- Marża EBITDA w 2023 roku wzrosła do 10,8% (poprawa po cięższym 2022 roku, kiedy spółka odczuła inflację kosztów oraz negatywny aspekt przejściowego ograniczenia montażu w Ukrainie). Średnia ważona za ostatnie 5 lat wynosi 10,9%. W 2024 roku spadek przychodów, umocnienie PLN vs EUR, wzrost płac przełożą się na wyraźną erozję marży. W kolejnych latach zakładamy, że większe wykorzystanie moce czy efekty inwestycji w automatyzację produkcji przełożą się na odbudowanie rentowności. W kolejnych latach (od 2026 roku) zakładamy poziom ok 11-12%. Ryzykiem dla takiego scenariusza może być np. ewentualnie trwalsze umocnienie PLN vs EUR (spółka jest eksporterem netto).
- Zakładamy, że po ukończeniu w 1Q'24 (pozostały jeszcze do zrealizowania mniejsze inwestycje towarzyszące) inwestycji w linię do produkcji przekładników bistabilnych dla przemysłu (główny element programu inwestycyjnego w ostatnich latach) w najbliższych latach CAPEX może spaść nawet poniżej amortyzacji. Spółka ma 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 od 2025 roku na poziomach zbliżonych do poziomu średniego z lat 2022-23 (w 2024 roku przyjmujemy nieco wyższe wskaźniki rotacji należności na koniec roku vs 2023 ze względu na zakładaną odbudowę popytu w końcówce roku).
- Efektywną stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 20,0%.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1,0%.
- Dług netto przyjęto na poziomie z końca 2023 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 9,6 mln akcji a końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 20 maja 2024 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 54,3 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 5,65 PLN.

**Model DCF**

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	133,0	151,6	178,2	193,9	202,4	206,9	209,2	211,5	213,8	216,2
EBIT [mln PLN]	1,7	8,9	13,1	15,5	17,1	17,9	18,6	18,8	19,0	19,2
Stopa podatkowa	33%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Podatek od EBIT [mln PLN]	0,6	1,8	2,6	3,1	3,4	3,6	3,7	3,8	3,8	3,8
NOPLAT [mln PLN]	1,1	7,1	10,5	12,4	13,7	14,3	14,9	15,0	15,2	15,3
Amortyzacja [mln PLN]	6,9	6,9	6,8	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
CAPEX [mln PLN]	-5,0	-6,5	-5,5	-6,1	-6,4	-6,7	-6,7	-6,7	-6,7	-6,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	9,2	-5,3	-10,4	-6,2	-3,4	-1,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
FCF [mln PLN]	12,2	2,3	1,3	6,8	10,6	12,6	14,0	14,1	14,3	14,4
DFCF [mln PLN]	11,3	1,8	1,0	4,3	5,8	6,0	5,8	5,1	4,5	4,0
Suma DFCF [mln PLN]	49,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]	102,8									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	28,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	78,0									
Dług netto 2023 [mln PLN]	23,7									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>54,3</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	9,6									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>5,65</b>									

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

Przychody zmiana r/r	-16,7%	14,0%	17,6%	8,8%	4,4%	2,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
EBIT zmiana r/r	-84,9%	429,1%	47,6%	18,2%	10,2%	4,8%	3,7%	1,0%	1,0%	1,0%
FCF zmiana r/r	---	-81,4%	-40,6%	407,7%	55,2%	18,4%	11,1%	1,0%	1,0%	1,0%
Marża EBITDA	6,4%	10,4%	11,2%	11,5%	11,8%	11,9%	12,1%	12,0%	12,0%	11,9%
Marża EBIT	1,3%	5,9%	7,4%	8,0%	8,5%	8,7%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%
Marża NOPLAT	0,8%	4,7%	5,9%	6,4%	6,8%	6,9%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
CAPEX / Przychody	3,8%	4,3%	3,1%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%	3,1%
CAPEX / Amortyzacja	72,6%	94,0%	81,2%	91,3%	95,7%	100,2%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	-6,9%	3,5%	5,9%	3,2%	1,7%	0,8%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	34,8%	28,3%	39,2%	39,2%	39,2%	39,2%	39,2%	39,2%	39,2%	39,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Kalkulacja WACC**

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
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	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%
Udział kapitału własnego	83,2%	85,0%	86,8%	88,0%	90,0%	92,0%	94,8%	97,1%	99,4%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,8%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Udział kapitału obcego	16,8%	15,0%	13,2%	12,0%	10,0%	8,0%	5,2%	2,9%	0,6%	0,0%
WACC	13,4%	13,7%	13,9%	14,0%	14,2%	14,4%	14,7%	14,9%	15,1%	15,2%

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	6,72	7,05	7,44	7,5%	6,79	7,13	7,54	7,5%	7,83	7,13	6,52		
	0,9	6,03	6,30	6,61	8,5%	6,06	6,33	6,65	8,5%	7,01	6,33	5,75		
	1,0	5,43	5,65	5,91	Premia za ryzyko	9,5%	5,43	5,65	5,91	Premia za ryzyko	9,5%	6,30	5,65	5,09
	1,1	4,91	5,09	5,30	10,5%	4,88	5,06	5,27	10,5%	5,68	5,06	4,53		
	1,2	4,45	4,60	4,77	11,5%	4,40	4,55	4,72	11,5%	5,15	4,55	4,04		

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 0% dla 2024 roku, ze względu na niemiernodajny odczyt wskaźnika P/E, po 50% dla każdego kolejnego roku). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 8,62 PLN/akcję.

### Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Wycena
<b>Wycena metodą porównawczą, w tym:</b>		<b>8,62</b>
- wycena do krajowych producentów elektrotechniki	70%	6,93
- wycena do zagranicznych producentów przekładników	30%	12,57

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Wycena porównawcza do krajowych spółek

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Apator	9,7	7,8	8,6	4,9	4,3	4,5
Aplisens	9,0	7,6	7,3	5,0	4,1	3,8
Sonel	9,7	7,8	8,6	5,0	4,3	4,5
<b>Mediana</b>	<b>9,7</b>	<b>7,8</b>	<b>8,6</b>	<b>5,0</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>
Relpol	506,6	9,6	6,0	8,4	4,5	3,7
Premia/dyskonto	5138,5%	23,4%	-30,1%	68,8%	5,0%	-19,0%
Wycena wg wskaźnika	0,12	5,03	8,87	3,13	5,85	7,97
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>6,95</b>			<b>6,91</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>		<b>6,93</b>				

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. Bloomberg oraz 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	19,4	16,7	14,6	8,9	7,7	6,9
<b>Mediana</b>	<b>19,4</b>	<b>16,7</b>	<b>14,6</b>	<b>8,9</b>	<b>7,7</b>	<b>6,9</b>
Relpol	506,6	9,6	6,0	8,4	4,5	3,7
Premia/dyskonto	2512,4%	-42,5%	-58,8%	-4,8%	-42,2%	-46,8%
Wycena wg wskaźnika	0,24	10,79	15,07	6,58	11,57	12,86
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>12,93</b>			<b>12,22</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>		<b>12,57</b>				

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

**WYNIKI ZA OSTATNIE OKRESY**
**Wyniki za 4Q'2023 [mln PLN]**

	4Q'22	4Q'23	zmiana r/r	2022	2023	zmiana r/r
Przychody	37,5	27,8	-25,7%	151,0	159,5	5,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	6,0	4,7	-22,8%	24,2	32,4	34,0%
Zysk na sprzedaży	1,6	-0,3	-117,3%	6,9	12,9	85,9%
EBITDA	3,2	3,6	11,4%	12,7	17,2	35,1%
EBIT	1,6	2,0	28,9%	6,0	11,1	85,8%
Zysk brutto	1,3	1,4	12,3%	2,8	10,0	259,5%
Zysk netto	0,5	1,5	181,0%	1,2	8,6	586,5%
Marża brutto ze sprzedaży	16,1%	16,8%		16,0%	20,3%	
Marża EBITDA	8,6%	12,8%		8,4%	10,8%	
Marża EBIT	4,2%	7,3%		4,0%	7,0%	
Marża zysku netto	1,4%	5,4%		0,8%	5,4%	

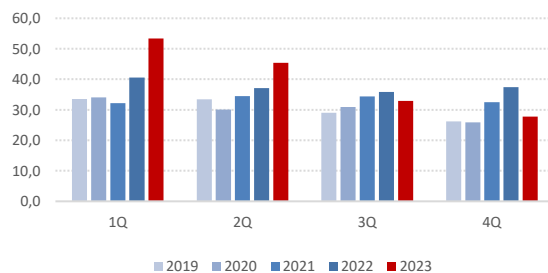
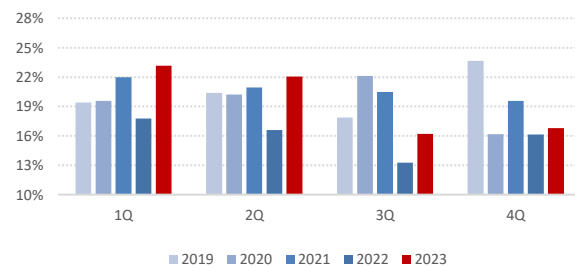
Źródło: BDM S.A., spółka

**Jednostkowe wyniki za 2023 vs wyniki wstępne [mln PLN]**

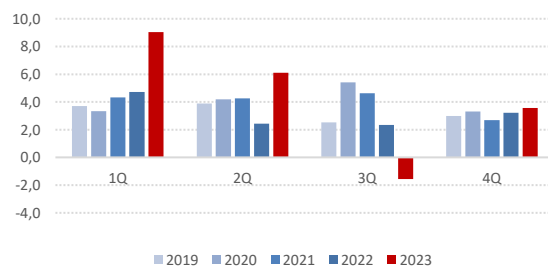
	2022J	2023J	zmiana r/r	2023J W	odchyl.
Przychody ze sprzedaży	146,5	159,5	8,9%	159,5	0,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	22,3	30,4	36,0%	30,6	-0,7%
EBITDA	12,5	15,7	25,2%	13,2	18,5%
EBIT	5,9	9,7	63,1%	7,2	33,9%
Zysk netto	4,4	7,2	64,8%	---	---
Marża zysku brutto ze sprzedaży	15,2%	19,0%		19,2%	
Marża EBITDA	8,5%	9,8%		8,3%	
Marża EBIT	4,0%	6,1%		4,5%	
Marża zysku netto	3,0%	4,5%		---	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Spółka podała najpierw w połowie lutego'24 wstępne jednostkowe wyniki za 2023. Finalne jednostkowe wyniki były wyższe ze względu na końcowe rozliczenie dotacji z NCBiR (w 3Q'23 spółka odpisała koszty projektu B+R na poziomie 3,9 mln PLN, w 4Q'23 zaksięgowano dotację na poziomie 1,8 mln PLN, co nie było ujęte w wynikach wstępnych).
- Poniżej komentarz do finalnych wyników skonsolidowanych.
- W 4Q'23 na poziomie przychodów Relpol miał 27,8 mln PLN (-26% r/r). Sprzedaż na rynku polskim spadła o 39% r/r. Sprzedaż eksportowa spadła o -17% r/r (w tym w Niemczech o -4% r/r).
- Rentowność brutto ze sprzedaży była trochę wyższa r/r (17% vs 16% 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 mógł ograniczać marżowość eksportu.
- Rentowność produkcji w 4Q'23 wyniosła tylko 4% a sprzedaż towarów miała 66% (marże wskazują na duże odchylenie od standardowych wartości, zakładamy, że niska rentowność produkcji mogła wynikać z ograniczonego wykorzystania mocy w końcówce roku oraz/lub ewentualnego rozliczenia bonusów sprzedażowych z 1H'23).
- EBITDA wyniosła 3,6 mln PLN (vs 3,2 mln PLN rok temu). Wynik był wsparty przez +2,3 mln PLN salda pozostałej działalności operacyjnej (w tym 1,8 mln PLN dotacja).
- Wynik netto wyniósł 1,5 mln PLN (vs +0,5 mln PLN w 4Q'22).
- Cash flow operacyjny: +0,4 mln PLN (vs +1,1 mln PLN rok temu).
- CAPEX: 8,8 mln PLN w 4Q'23 (15,5 mln PLN w całym 2023 roku).
- Dług netto po 4Q'23: 23,7 mln PLN (vs 13,9 mln PLN rok temu).

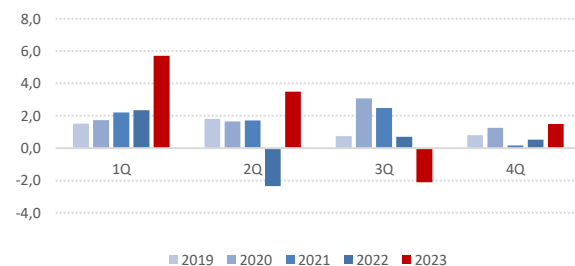
**Przychody [mln PLN]**

**Marża brutto ze sprzedaży**


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

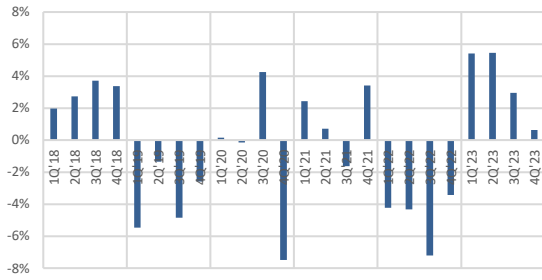
**EBITDA [mln PLN]**


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

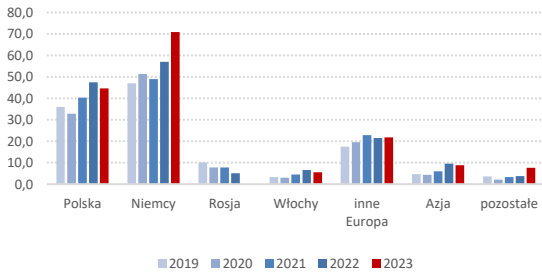
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Zysk netto [mln PLN]**


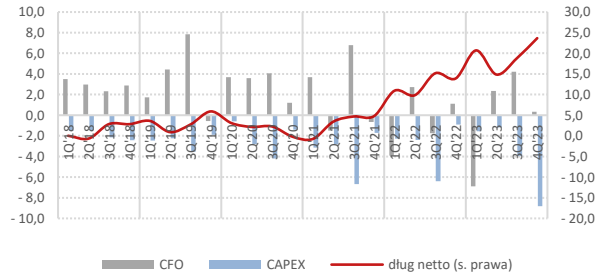
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Zmiana marży brutto ze sprzedaży r/r**


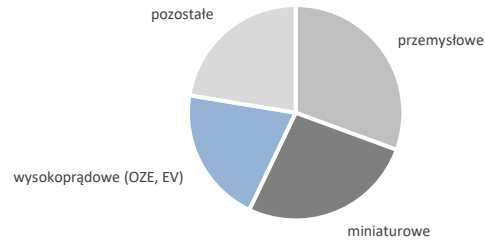
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**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 skonsolidowane 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	4Q'23
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>34,0</b>	<b>30,1</b>	<b>31,0</b>	<b>25,8</b>	<b>32,2</b>	<b>34,5</b>	<b>34,4</b>	<b>32,5</b>	<b>40,6</b>	<b>37,1</b>	<b>35,8</b>	<b>37,5</b>	<b>53,3</b>	<b>45,4</b>	<b>32,9</b>	<b>27,8</b>
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	8,8
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	12,4
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	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	3,1
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	1,8
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	1,7
Komponenty automatyki	---	---	---	---	26,9	28,8	27,7	26,4	33,5	28,0	31,2	32,0	46,9	40,9	29,5	24,2
Towary	---	---	---	---	4,4	4,1	6,2	4,1	6,0	7,4	3,5	4,0	4,5	3,1	2,3	2,9
Pozostałe	---	---	---	---	0,9	1,5	0,6	1,9	1,0	1,7	1,2	1,4	2,0	1,4	1,2	0,8
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>6,7</b>	<b>6,1</b>	<b>6,8</b>	<b>4,2</b>	<b>7,1</b>	<b>7,2</b>	<b>7,0</b>	<b>6,4</b>	<b>7,2</b>	<b>6,2</b>	<b>4,8</b>	<b>6,0</b>	<b>12,4</b>	<b>10,0</b>	<b>5,3</b>	<b>4,7</b>
Komponenty automatyki	---	---	---	---	5,6	4,4	4,1	5,1	4,9	2,9	3,3	3,7	9,9	9,2	4,4	0,8
Towary	---	---	---	---	1,3	2,5	2,6	-1,1	2,1	2,9	1,3	1,6	1,8	0,8	0,7	1,9
Pozostałe	---	---	---	---	0,2	0,3	0,3	2,3	0,2	0,4	0,2	0,8	0,7	0,0	0,2	1,9
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	4,9
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	2,3
<b>EBITDA</b>	<b>3,3</b>	<b>4,2</b>	<b>5,4</b>	<b>3,3</b>	<b>4,3</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>	<b>2,7</b>	<b>4,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>3,2</b>	<b>9,0</b>	<b>6,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>3,6</b>
<b>EBIT</b>	<b>1,6</b>	<b>2,4</b>	<b>3,7</b>	<b>1,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>1,0</b>	<b>3,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>1,6</b>	<b>7,4</b>	<b>4,7</b>	<b>-3,1</b>	<b>2,0</b>
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	-0,6
Zysk brutto	2,8	2,2	3,2	0,3	3,1	-2,2	0,6	1,3	7,1	4,2	-2,7	1,4	0,6	2,5	1,5	0,6
<b>Zysk netto</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>3,1</b>	<b>1,3</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>2,5</b>	<b>0,2</b>	<b>2,3</b>	<b>-2,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>5,7</b>	<b>3,5</b>	<b>-2,1</b>	<b>1,5</b>
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	0,4
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	8,8
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	23,7
<b>Przychody zmiana r/r</b>	<b>1,5%</b>	<b>-10,0%</b>	<b>6,6%</b>	<b>-1,3%</b>	<b>-5,4%</b>	<b>14,5%</b>	<b>11,2%</b>	<b>25,6%</b>	<b>26,0%</b>	<b>7,6%</b>	<b>4,1%</b>	<b>15,4%</b>	<b>31,5%</b>	<b>22,3%</b>	<b>-8,1%</b>	<b>-25,7%</b>
Polska	0%	-18%	6%	-21%	7%	39%	5%	47%	28%	18%	-15%	37%	15%	-5%	20%	-39%
Niemcy	15%	2%	656%	-46%	-23%	-2%	0%	14%	26%	6%	24%	10%	52%	54%	-5%	-4%
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%	-31%
Azja	22%	-75%	21%	1%	-12%	322%	54%	38%	62%	4%	19%	129%	-6%	181%	-20%	-56%
inne	-61%	-64%	66%	-49%	-21%	112%	36%	118%	215%	-41%	-31%	42%	95%	215%	219%	19%
<b>Marża zysku brutto ze sprzedaży</b>	<b>19,6%</b>	<b>20,2%</b>	<b>22,1%</b>	<b>16,2%</b>	<b>22,0%</b>	<b>20,9%</b>	<b>20,5%</b>	<b>19,6%</b>	<b>17,8%</b>	<b>16,6%</b>	<b>13,3%</b>	<b>16,1%</b>	<b>23,2%</b>	<b>22,1%</b>	<b>16,2%</b>	<b>16,8%</b>
Komponenty automatyki	---	---	---	---	20,9%	15,2%	14,9%	19,4%	14,5%	10,3%	10,5%	11,5%	21,1%	22,5%	15,0%	3,5%
Towary	---	---	---	---	28,5%	60,8%	42,0%	-26,4%	35,7%	39,6%	36,6%	39,1%	39,8%	25,9%	32,2%	66,4%
Pozostałe	---	---	---	---	22,8%	21,4%	59,7%	120%	20,1%	20,4%	18,6%	56,6%	35,0%	2,6%	14,3%	246,4%
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%	17,8%
<b>Marża EBITDA</b>	<b>9,8%</b>	<b>13,9%</b>	<b>17,5%</b>	<b>12,8%</b>	<b>13,4%</b>	<b>12,3%</b>	<b>13,5%</b>	<b>8,3%</b>	<b>11,6%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,5%</b>	<b>8,6%</b>	<b>17,0%</b>	<b>13,5%</b>	<b>-4,7%</b>	<b>12,8%</b>
<b>Marża EBIT</b>	<b>4,6%</b>	<b>7,9%</b>	<b>12,0%</b>	<b>6,1%</b>	<b>8,4%</b>	<b>7,3%</b>	<b>8,5%</b>	<b>3,2%</b>	<b>7,6%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,7%</b>	<b>4,2%</b>	<b>13,9%</b>	<b>10,4%</b>	<b>-9,3%</b>	<b>7,3%</b>
<b>Marża zysku netto</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,5%</b>	<b>10,0%</b>	<b>4,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>5,0%</b>	<b>7,2%</b>	<b>0,5%</b>	<b>5,8%</b>	<b>-6,3%</b>	<b>2,0%</b>	<b>1,4%</b>	<b>10,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>-6,4%</b>	<b>5,4%</b>

Źródło: BDM S.A., spółka



**Wstępne jednostkowe wyniki za 1Q'24 vs prognozy BDM\* [mln PLN]**

	jednostkowe wstępne			skonsolidowane prognoza BDM z 29/04/2024		
	1Q'23J	1Q'24J W	zmiana r/r		1Q'23	1Q'24P BDM
Przychody ze sprzedaży	53,1	31,0	-41,5%	Przychody ze sprzedaży	53,3	31,9
Zysk brutto ze sprzedaży	11,8	3,2	-72,6%	Zysk brutto ze sprzedaży	12,4	4,6
EBITDA	---	---	---	EBITDA	9,0	1,4
EBIT	6,6	-1,8	---	EBIT	7,4	-0,3
Zysk netto	4,9	-1,9	---	Zysk netto	5,7	-0,5
Marża zysku brutto ze sprzedaży	22,3%	10,4%		Marża zysku brutto ze sprzedaży	23,2%	14,5%
Marża EBITDA	---	---		Marża EBITDA	17,0%	4,5%
Marża EBIT	12,4%	-5,6%		Marża EBIT	13,9%	-0,8%
Marża zysku netto	9,1%	-6,0%		Marża zysku netto	10,7%	-1,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, \*prognoza wyników skonsolidowanych z 29/04/2024 ([link](#))

- Spółka podała w połowie maja wstępne jednostkowe wyniki za 1Q'24 (pełny raport skonsolidowany będzie opublikowany 22 maja). Spółka opublikowała dane jednostkowe, jednak wyniki skonsolidowane nie powinny wykazać większych odchyleń od nich (konsolidacji podlega spółka ukraińska, która zajmuje się podwykonawstwem dla spółki-matki oraz jeszcze jednak mała spółka krajowa w likwidacji).
- Przy porównaniu r/r należy pamiętać, że 1Q'23 był szczytem koniunktury dla spółki i wyniki były wtedy rekordowe w historii.
- Spółka wskazywała już w raporcie rocznym, że w 1Q'24 przychody mogą być o ok. 40% niższe r/r, co się zmaterializowało (spadek o 41,5% r/r). Przychody istotnie spadły zarówno w Polsce jak i eksporcie (dekoniunktura w przemyśle).
- Strata EBIT na poziomie -1,8 mln PLN (spodziewaliśmy się na poziomie skonsolidowanym -0,3 mln PLN straty).
- Na poziomie netto spółka miała -1,9 mln PLN straty (vs 4,9 mln PLN zysku rok temu).
- Spółka zwraca uwagę na wzrost kosztów usług obcych, wynagrodzeń czy koszty niewykorzystanych mocy produkcyjnych.
- Zarząd podjął szereg działań w kierunku minimalizacji strat i ograniczenie kosztów.
- Spółka w raporcie bieżącym zwróciła uwagę na przesłanki do poprawy sytuacji w kolejnych miesiącach (rosnąca liczba nowych zamówień). Jednocześnie horyzont portfela zamówień pozostaje krótki, co utrudnia ocenę trwałości tendencji rynkowych.
- Wyniki jednostkowe za 1Q'24 potwierdziły negatywne tendencje, na które zarząd wskazywał w ostatnich raportach. Wyniki są jeszcze nieco poniżej naszych prognoz, które przedstawialiśmy na poziomie skonsolidowanym (różnica pomiędzy wynikami skonsolidowanymi, a jednostkowymi nie powinna być znacząca). Spółka odnotowała większy od spodziewanego spadek marży.

## 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 2023 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 25% kosztów a usług obcych to ok. 16% kosztów. Zatrudnienie na koniec 2023 roku wynosiło 631 osób (-83 osoby r/r; w tym 377 osób w Polsce, a reszta zagranicą – spółka posiada zakład montażowy w Ukrainie, gdzie montowane są elementy przekaźników przemysłowych, które później trafiają głównie na eksport do krajów Europy Zachodniej (proces pracochłonny, spółka korzysta z różnicy płac pomiędzy Polską a Ukrainą). Spółka jest wrażliwa na zmiany płacy minimalnej w Polsce. Duża podwyżka płacy w 2024 roku będzie negatywnie odbijać się na poziomie budżetu płacowego spółki, odpowiedzią spółki są inwestycje, które zwiększają automatyzację (możliwość redukcji zatrudnienia).

W 2023 otoczenie surowcowe dla spółki wyglądało korzystniej niż w 2022 roku z tendencją spadkową (spółka kupuje już przetworzone materiały np. z miedzi, srebra, których ceny są także pod wpływem kosztów przetworzenia np. energii czy płac, co powoduje, że ceny surowców nie przekładają się 1:1 na ceny zakupów spółki). Początek 2024 przynosi jednak kolejne podwyżki cen podstawowych surowców (miedź, srebro, tworzywa), tylko w części rekompensowany przez umocnienie PLN.

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. Jesienią 2023 i wiosną 2024 (maj) spółka przeprowadziła kolejne korekty cen, ale zmiany były kosmetyczne.

### Ekspozycja walutowa

Negatywnie na wyniki spółki po stronie przychodowej wpływa w ostatnich miesiącach umocnienie PLN vs EUR (w 2023 roku ponad 60% przychodów spółki uzyskiwanych było w EUR, a ok 9% w USD). W tym samym czasie PLN umacniało się vs USD – co pozytywnie wpływa na koszty „dolarowych” surowców. Spółka szacuje, że przeciętnie w skali roku nadwyżka wpływów nad wydatkami walutowymi wynosi ok. 6,0 mln EUR. W 2022 i 2023 roku spółka nie zawierała transakcji zabezpieczających. Warto także dodać w kontekście walut, że osłabienie CNY na przestrzeni 2023 roku zwiększało atrakcyjność cenową konkurencji z Chin (Hongfa) - trend ten wyhamował od 2H'23.

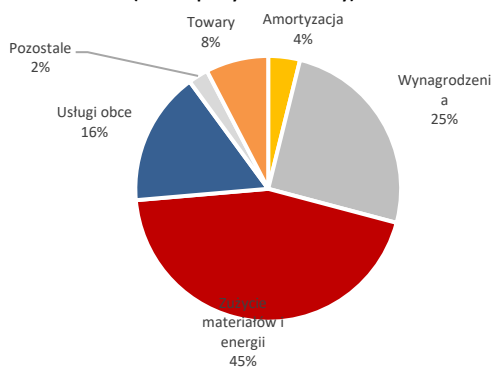
### Koniunktura rynkowa

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 (początkowe miesiące roku są słabszy niż 2H'23).

Niedawno zaprezentowane wyniki ABB (jeden z głównych odbiorców spółki) wykazały, że 1Q'24 był kolejnym kwartałem spadku zamówień na rynku niemieckim (-9% r/r, przy także -9% na całym rynku europejskim). Natomiast globalny napływ nowych zamówień był sezonowo wyższy q/q, ale obniżył się r/r.

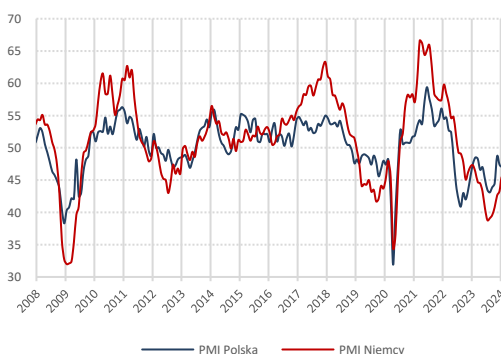
Zwracamy jednocześnie uwagę, że w średnim terminie atrakcyjność Relpolu vs Chin dla kontrahentów z Europy Zachodniej wzrosła ze względu na bliską lokalizację i rozbudowę mocy produkcyjnych. Dodatkowo istotna część produktów Relpolu (ok. 20%) znajduje zastosowanie w systemach solarnych, gdzie koniunktura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

Struktura kosztów (ostatni pełny rok obrotowy)



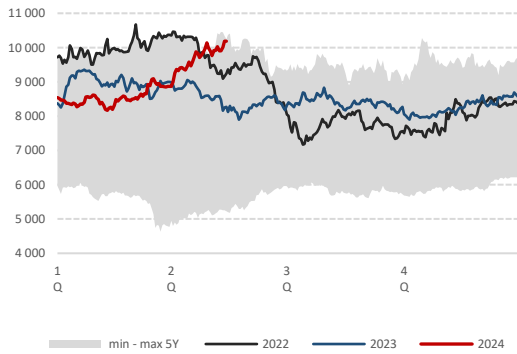
Źródło: BDM S.A., spółka, w zużycie energii elektrycznej wyniosło 4,1 tys MWh, ciepłej 6,2 tys GJ a gazu ziemnego 2,3 tys MWh

PMI dla przemysłu w Polsce i w Niemczech

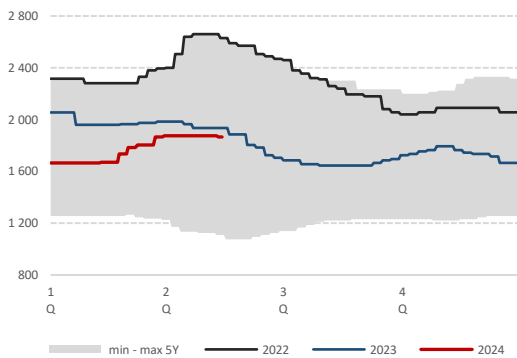


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

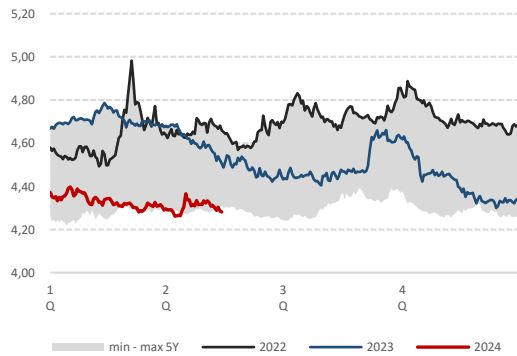
Cena miedzi [USD/t]



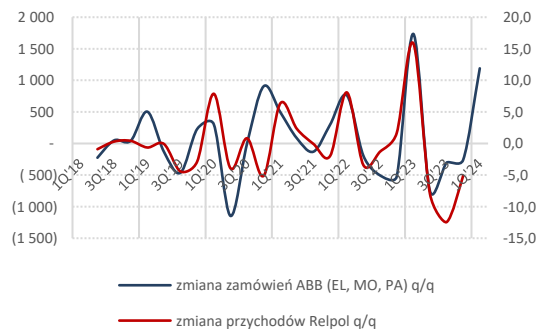
Źródło: BDM S.A., Bloomberg  
Cena polietylenu [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg  
EUR/PLN

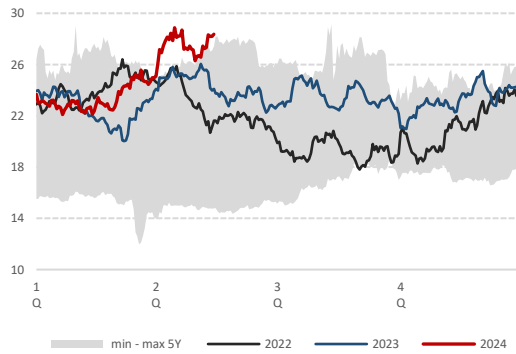


Źródło: BDM S.A., Bloomberg  
Zmiana zamówień ABB\* q/q [mln USD] vs zmiana przychodów Relpol q/q [mln PLN]

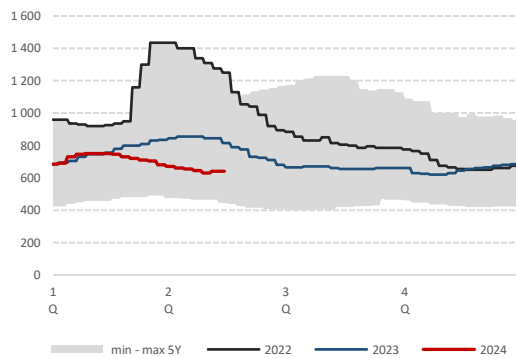


Źródło: BDM S.A., ABB, \*suma segmentów: Electrification, Motion, Process Automation

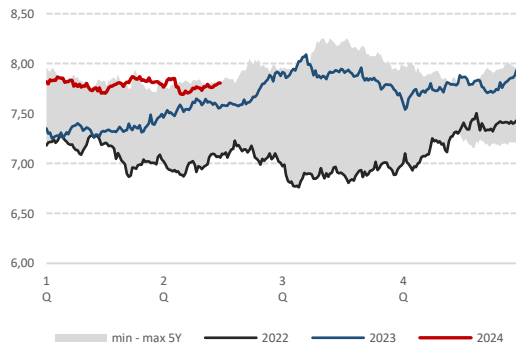
Cena srebra [USD/oz]



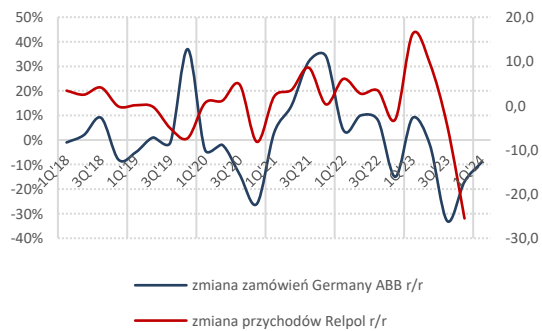
Źródło: BDM S.A., Bloomberg  
Cena stali [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg  
EUR/CNY



Źródło: BDM S.A., Bloomberg  
Zmiana zamówień ABB z rynku niemieckiego r/r [%] vs zmiana przychodów Relpol r/r [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., ABB

**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 do 1Q'24 była największa inwestycja za 32 mln PLN (w tym 13 mln PLN dofinansowania z NCBiR) – stworzenie automatycznej linii do produkcji przełącznika bistabilnego. Linia posiada możliwość produkcji przemysłowych przełączników monostabilnych, co w pierwszym okresie użytkowania nowej linii może mieć większe znaczenie. W roku 2023 poniesiono również dodatkowe koszty inwestycyjne jako uzupełniające, dla zwiększenia potencjału wytwórczego w tej grupie przełączników docelowo łącznie o 80%.
- Przełącznik bistabilny jest nową konstrukcją spółki, ma dawać odbiorcy oszczędności na poziomie zużycia energii oraz kosztów elementów wykonawczych w automatyce. Przełącznik bistabilny jest przełącznikiem, który zmienia stan pod wpływem wielkości zasilającej i pozostaje trwale w tym stanie po zaniku tej wielkości (co przekłada się na mniejsze koszty energii). Natomiast standardowy przełącznik monostabilny wraca do stanu poprzedniego, gdy zasilanie zaniknie albo odpowiednio zmieni się jej wartość. Najprostsze zastosowanie przełącznika bistabilnego to np. sterowanie oświetleniem z różnych miejsc pomieszczenia.
- 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 3,9 mln PLN odpisu nakładów na prace rozwojowe, po czym w 4Q'23 zaksięgowano rozliczenie dotacji, co pozwoliło zmniejszyć odpis o ok 1,8 mln PLN.

**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'23	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>32,2</b>	<b>34,5</b>	<b>34,4</b>	<b>32,5</b>	<b>40,6</b>	<b>37,1</b>	<b>35,8</b>	<b>37,5</b>	<b>53,3</b>	<b>45,4</b>	<b>32,9</b>	<b>27,8</b>	<b>31,0</b>	<b>33,5</b>	<b>34,3</b>	<b>34,1</b>
Polska	9,9	10,5	9,3	10,6	12,7	12,4	7,9	14,5	14,6	11,7	9,4	8,8	9,4	10,0	10,5	10,6
Niemcy	12,0	12,9	12,3	11,7	15,1	13,7	15,3	12,9	23,0	21,1	14,5	12,4	14,0	14,7	15,0	14,5
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	3,1	3,8	4,3	4,5	4,6
Azja	1,7	1,1	1,5	1,8	2,7	1,1	1,8	4,0	2,5	3,2	1,4	1,8	2,3	3,3	3,0	2,5
inne	0,3	0,9	1,1	1,0	1,0	0,5	0,8	1,5	1,9	1,7	2,4	1,7	1,4	1,2	1,3	1,9
Komponenty automatyki	26,9	28,8	27,7	26,4	33,5	28,0	31,2	32,0	46,9	40,9	29,5	24,2	27,0	29,4	30,7	30,2
Towary	4,4	4,1	6,2	4,1	6,0	7,4	3,5	4,0	4,5	3,1	2,3	2,9	3,0	2,8	2,4	3,1
Pozostałe	0,9	1,5	0,6	1,9	1,0	1,7	1,2	1,4	2,0	1,4	1,2	0,8	1,1	1,3	1,2	0,8
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>7,1</b>	<b>7,2</b>	<b>7,0</b>	<b>6,4</b>	<b>7,2</b>	<b>6,2</b>	<b>4,8</b>	<b>6,0</b>	<b>12,4</b>	<b>10,0</b>	<b>5,3</b>	<b>4,7</b>	<b>3,2</b>	<b>5,1</b>	<b>6,0</b>	<b>6,7</b>
Komponenty automatyki	5,6	4,4	4,1	5,1	4,9	2,9	3,3	3,7	9,9	9,2	4,4	0,8	2,2	3,8	4,9	5,4
Towary	1,3	2,5	2,6	-1,1	2,1	2,9	1,3	1,6	1,8	0,8	0,7	1,9	0,9	1,0	0,8	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	1,9	0,2	0,3	0,2	0,2
SG&A	4,4	4,7	4,2	4,9	4,3	4,6	3,9	4,4	4,9	5,1	4,5	4,9	4,9	4,8	4,5	5,0
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	2,3	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>4,3</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>	<b>2,7</b>	<b>4,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>3,2</b>	<b>9,0</b>	<b>6,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>3,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>2,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>
<b>EBIT</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>1,0</b>	<b>3,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>1,6</b>	<b>7,4</b>	<b>4,7</b>	<b>-3,1</b>	<b>2,0</b>	<b>-1,8</b>	<b>0,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>
Saldo finansowe	0,1	-0,3	0,2	-0,8	0,0	-2,9	0,0	-0,3	-0,3	-0,6	0,3	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,2
Zysk brutto	3,1	-2,2	0,6	1,3	7,1	4,2	-2,7	1,4	-2,3	-0,1	1,1	1,5	1,4	2,4	2,1	1,8
<b>Zysk netto</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>2,5</b>	<b>0,2</b>	<b>2,3</b>	<b>-2,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>5,7</b>	<b>3,5</b>	<b>-2,1</b>	<b>1,5</b>	<b>-1,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>
CFO	3,7	-1,5	6,8	-0,6	-3,9	2,7	-1,7	1,1	-6,9	2,3	4,2	0,4	-0,1	2,0	3,3	11,5
CAPEX	3,1	2,8	6,7	1,7	2,3	2,4	6,4	0,9	1,5	1,2	4,0	8,8	2,5	1,8	1,5	-0,8
Dług netto	-0,7	3,4	4,7	4,8	10,9	9,9	15,2	13,9	20,7	14,9	18,8	23,7	26,8	26,9	25,5	12,7
<b>Przychody zmiana r/r</b>	<b>-5,4%</b>	<b>14,5%</b>	<b>11,2%</b>	<b>25,6%</b>	<b>26,0%</b>	<b>7,6%</b>	<b>4,1%</b>	<b>15,4%</b>	<b>31,5%</b>	<b>22,3%</b>	<b>-8,1%</b>	<b>-25,7%</b>	<b>-41,8%</b>	<b>-26,2%</b>	<b>4,0%</b>	<b>22,7%</b>
Polska	7%	39%	5%	47%	28%	18%	-15%	37%	15%	-5%	20%	-39%	-36%	-15%	11%	20%
Niemcy	-23%	-2%	0%	14%	26%	6%	24%	10%	52%	54%	-5%	-4%	-39%	-30%	3%	17%
Rosja	-10%	-45%	74%	72%	16%	55%	-100%	-100%	-100%	-100%	---	---	---	---	---	---
Europa pozostałe	33%	38%	20%	-3%	6%	-11%	21%	-13%	61%	21%	-49%	-31%	-66%	-44%	-14%	49%
Azja	-12%	322%	54%	38%	62%	4%	19%	129%	-6%	181%	-20%	-56%	-10%	2%	112%	40%
inne	-21%	112%	36%	118%	215%	-41%	-31%	42%	95%	215%	219%	19%	-25%	-28%	-47%	10%
<b>Marża zysku brutto ze sprzedaży</b>	<b>22,0%</b>	<b>20,9%</b>	<b>20,5%</b>	<b>19,6%</b>	<b>17,8%</b>	<b>16,6%</b>	<b>13,3%</b>	<b>16,1%</b>	<b>23,2%</b>	<b>22,1%</b>	<b>16,2%</b>	<b>16,8%</b>	<b>10,5%</b>	<b>15,1%</b>	<b>17,4%</b>	<b>19,6%</b>
Komponenty automatyki	20,9%	15,2%	14,9%	19,4%	14,5%	10,3%	10,5%	11,5%	21,1%	22,5%	15,0%	3,5%	8,1%	13,0%	16,0%	18,0%
Towary	28,5%	60,8%	42,0%	-26,4%	35,7%	39,6%	36,6%	39,1%	39,8%	25,9%	32,2%	66,4%	30,0%	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%	246,4%	15,0%	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%	17,8%	15,9%	14,3%	13,0%	14,8%
<b>Marża EBITDA</b>	<b>13,4%</b>	<b>12,3%</b>	<b>13,5%</b>	<b>8,3%</b>	<b>11,6%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,5%</b>	<b>8,6%</b>	<b>17,0%</b>	<b>13,5%</b>	<b>-4,7%</b>	<b>12,8%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>6,1%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,8%</b>
<b>Marża EBIT</b>	<b>8,4%</b>	<b>7,3%</b>	<b>8,5%</b>	<b>3,2%</b>	<b>7,6%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,7%</b>	<b>4,2%</b>	<b>13,9%</b>	<b>10,4%</b>	<b>-9,3%</b>	<b>7,3%</b>	<b>-5,6%</b>	<b>0,8%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,8%</b>
<b>Marża zysku netto</b>	<b>6,9%</b>	<b>5,0%</b>	<b>7,2%</b>	<b>0,5%</b>	<b>5,8%</b>	<b>-6,3%</b>	<b>2,0%</b>	<b>1,4%</b>	<b>10,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>-6,4%</b>	<b>5,4%</b>	<b>-6,0%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,5%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- Wyniki jednostkowe za 1Q'24 potwierdziły negatywne tendencje, na które zarząd wskazywał w ostatnich raportach. Wynik były nieco poniżej naszych prognoz, które przedstawialiśmy na poziomie skonsolidowanym (różnica pomiędzy wynikami skonsolidowanymi, a jednostkowymi nie powinna być znacząca). Spółka odnotowała większy od spodziewanego spadek marży.

- Zarząd podjął szereg działań w kierunku minimalizacji strat i ograniczenie kosztów. Spółka w raporcie bieżącym zwróciła uwagę na przesłanki do poprawy sytuacji w kolejnych miesiącach (rosnąca liczba nowych zamówień). Jednocześnie horyzont portfela zamówień pozostaje krótki, co utrudnia ocenę trwałości tendencji rynkowych.
- Według zarządu cały bieżący rok będzie stanowił dla spółki wyzwanie związane przede wszystkim z okresem niższego portfela zamówień i utrzymującym się spowolnieniem gospodarczym.
- Najważniejszym zadaniem przed spółką w 2024 roku będzie pozyskanie nowych klientów i projektów na dotychczasowych rynkach oraz rozszerzenie zasięgu sprzedaży o nowe rynki dla zbudowanego potencjału produkcyjnego. Zarząd wskazuje, że w ostatnim czasie udało się pozyskać nowe projekty z obszaru Bliskiego Wschodu (Arabia Saudyjska, ZEA). Spółka liczy na ożywienie gospodarcze w 2H'24 w Europie oraz wpływ środków z KPO na rynku polskim. Jednocześnie zarząd wskazuje, że od 2H'23 nasilać zaczęła się presja cenowa konkurencji.
- Zarząd wskazał także, że według raportu Relays Global Market Report 2024 ze stycznia 2024 globalny rynek przekaźników wzrośnie z 6,86 mld USD w 2023 do 7,05 mld USD w roku 2024, a w 2028 roku oczekuje się poziomu 8,65 mld USD. Źródłem wzrostu mają być inwestycje w projekty pozyskiwania energii słonecznej oraz rosnąca liczba pojazdów elektrycznych.
- Słaby wynik 1Q'24 oraz ostrożny outlook zarządu skłania nas do obniżenia naszych prognoz na lata 2024-25 (wcześniej oczekiwaliśmy m.in. wyraźniejszego odbicia od 2Q'24).
- Zakładamy, że w 2024 roku spółka wypracuje 133 mln PLN przychodów (-17%, zwracamy uwagę na wysoką bazę z 1H'23, a początek roku jest sezonowo bardzo ważny dla spółki), 8,6 mln PLN EBITDA oraz 0,1 mln PLN zysku netto (oznacza to zmianę wyników względem poprzedniej rekomendacji o odpowiednio: -10%/-50%/-98%).
- W 2025 roku zakładamy wzrost przychodów do 152 mln PLN i poprawę rentowności (wyższe wykorzystanie mocy, zwiększenie udziału produkcji zautomatyzowanej).
- 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 2023 roku wzrosła do 10,8% (poprawa po cięższym 2022 roku, kiedy spółka odczuła inflację kosztów oraz negatywny aspekt przejściowego ograniczenia montażu w Ukrainie). Średnia ważona za ostatnie 5 lat wynosi 10,9%. W 2024 roku spadek przychodów, umocnienie PLN vs EUR, wzrost płac przełożą się na wyraźną erozję marży. W kolejnych latach zakładamy, że większe wykorzystanie mocy czy efekty inwestycji w automatyzację produkcji przełożą się na odbudowie marży. W kolejnych latach (od 2026 roku) zakładamy poziom ok 11-12%. Ryzykiem dla takiego scenariusza może być np. ewentualnie trwalsze umocnienie PLN vs EUR (spółka jest eksporterem netto).
- Po zakończeniu na początku tego roku inwestycji w linię do produkcji przekaźników 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. Jednocześnie będą prowadzone jeszcze inwestycje uzupełniające. Donwestowania może wymagać także obszar IT.

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

	2023P	2023	zmiana	2024P	2024P	zmiana	2025P	2025P	zmiana
	poprzednio*	raport		poprzednio*	aktualnie		poprzednio*	aktualnie	
Przychody	164,1	159,5	-2,8%	148,4	133,0	-10,4%	169,0	151,6	-10,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	33,1	32,4	-2,2%	27,0	21,0	-22,3%	34,6	29,0	-16,1%
EBITDA	15,6	17,2	10,1%	17,1	8,6	-49,9%	22,3	15,8	-29,1%
EBIT	9,5	11,1	16,9%	9,5	1,7	-82,3%	14,3	8,9	-37,8%
Zysk (strata) netto	7,1	8,6	20,8%	6,4	0,1	-98,2%	11,0	6,2	-43,5%
Dług (gotówka) netto	19,3	23,7	22,6%	7,2	12,7	76,3%	4,7	11,2	137,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	20,2%	20,3%		18,2%	15,8%		20,5%	19,2%	
Marża EBITDA	9,5%	10,8%		11,5%	6,4%		13,2%	10,4%	
Marża EBIT	5,8%	7,0%		6,4%	1,3%		8,5%	5,9%	
Marża zysku netto	4,3%	5,4%		4,3%	0,1%		6,5%	4,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \*poprzednio: rekomendacja z 05.02.2024 (prognozy wyników zakładały ujęcie uzyskania rozliczenia 1,7-1,8 mln PLN dotacji z NCBiR w 2024 – finalnie spółka ujęła to zdarzenie w 4Q'23 w pozostałych przychodach operacyjnych).

**Prognozy wyników rocznych [mln PLN]**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>122,2</b>	<b>121,0</b>	<b>133,6</b>	<b>151,0</b>	<b>159,5</b>	<b>133,0</b>	<b>151,6</b>	<b>178,2</b>	<b>193,9</b>	<b>202,4</b>	<b>206,9</b>	<b>209,2</b>	<b>211,5</b>	<b>213,8</b>	<b>216,2</b>
Polska	36,1	32,9	40,3	47,4	44,6	40,5	45,5	52,4	56,4	58,5	59,6	60,2	60,8	61,3	61,9
Niemcy	47,0	51,3	48,9	57,0	70,9	58,3	67,7	81,4	89,6	94,1	96,5	97,7	98,9	100,2	101,4
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	27,4	17,3	19,4	22,2	23,8	24,7	25,2	25,4	25,6	25,9	26,1
Azja	4,6	4,4	6,0	9,6	8,9	11,0	12,7	15,1	16,5	17,2	17,6	17,8	18,1	18,3	18,5
inne	3,6	2,1	3,3	3,7	7,7	5,8	6,4	7,2	7,6	7,9	8,0	8,0	8,1	8,2	8,2
Komponenty automatyki	---	100,6	109,8	124,8	141,4	117,3	135,1	160,8	176,0	184,3	188,6	190,8	193,1	195,3	197,6
Towary	---	17,3	18,9	20,9	12,8	11,3	11,8	12,5	12,9	13,1	13,2	13,2	13,3	13,3	13,4
Pozostałe	---	3,1	4,9	5,3	5,3	4,4	4,6	4,9	5,0	5,1	5,1	5,1	5,2	5,2	5,2
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>24,7</b>	<b>23,8</b>	<b>27,7</b>	<b>24,2</b>	<b>32,4</b>	<b>21,0</b>	<b>29,0</b>	<b>34,5</b>	<b>38,3</b>	<b>40,4</b>	<b>41,8</b>	<b>42,7</b>	<b>43,1</b>	<b>43,6</b>	<b>44,1</b>
Komponenty automatyki	---	17,5	19,2	14,7	24,3	16,4	24,0	29,2	32,8	34,8	36,1	37,0	37,5	37,9	38,3
Towary	---	5,8	5,3	7,9	5,3	3,8	4,1	4,4	4,5	4,6	4,6	4,6	4,6	4,7	4,7
Pozostałe	---	0,7	3,2	1,6	2,8	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
SG&A	17,9	16,9	18,2	17,2	19,5	19,2	20,1	21,3	22,7	23,2	23,7	24,0	24,2	24,5	24,8
Saldo PPO/PKO	-0,1	2,4	-0,3	-1,0	-1,8	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>EBITDA</b>	<b>13,1</b>	<b>16,2</b>	<b>15,9</b>	<b>12,7</b>	<b>17,2</b>	<b>8,6</b>	<b>15,8</b>	<b>20,0</b>	<b>22,2</b>	<b>23,8</b>	<b>24,6</b>	<b>25,3</b>	<b>25,4</b>	<b>25,6</b>	<b>25,8</b>
<b>EBIT</b>	<b>6,7</b>	<b>9,2</b>	<b>9,2</b>	<b>6,0</b>	<b>11,1</b>	<b>1,7</b>	<b>8,9</b>	<b>13,1</b>	<b>15,5</b>	<b>17,1</b>	<b>17,9</b>	<b>18,6</b>	<b>18,8</b>	<b>19,0</b>	<b>19,2</b>
Saldo finansowe	-0,2	0,8	-0,8	-3,2	-1,1	-1,5	-1,1	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5	-0,3	-0,2	-0,1
Zysk brutto	6,4	10,1	8,4	2,8	10,0	0,2	7,8	12,4	14,8	16,5	17,4	18,1	18,5	18,8	19,0
<b>Zysk netto</b>	<b>4,9</b>	<b>7,7</b>	<b>6,6</b>	<b>1,2</b>	<b>8,6</b>	<b>0,1</b>	<b>6,2</b>	<b>9,9</b>	<b>11,9</b>	<b>13,2</b>	<b>13,9</b>	<b>14,5</b>	<b>14,8</b>	<b>15,0</b>	<b>15,2</b>
CFO	13,4	12,6	8,3	-1,8	0,0	16,7	8,7	7,2	13,2	17,1	19,3	20,6	20,8	20,9	21,0
CAPEX	10,1	9,0	14,3	11,9	15,5	5,0	6,5	5,5	6,1	6,4	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
Dług netto	5,9	-0,2	4,8	13,9	23,7	12,7	11,2	13,3	11,8	7,5	1,9	-4,8	-7,8	-10,8	-10,1
<b>Przychody zmiana r/r</b>	<b>-10,0%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>10,4%</b>	<b>13,0%</b>	<b>5,6%</b>	<b>-16,7%</b>	<b>14,0%</b>	<b>17,6%</b>	<b>8,8%</b>	<b>4,4%</b>	<b>2,2%</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,1%</b>
Polska	-9,4%	-8,8%	22,4%	17,9%	-6,0%	-9,1%	12,2%	15,2%	7,6%	3,8%	1,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Niemcy	-5,8%	9,1%	-4,7%	16,7%	24,3%	-17,8%	16,2%	20,2%	10,1%	5,0%	2,5%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Rosja	-16,2%	-22,9%	-0,9%	-35,0%	-100,0%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Europa pozostałe	-12,1%	8,4%	21,6%	2,7%	-2,4%	-36,8%	11,7%	14,7%	7,3%	3,7%	1,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Azja	-35,9%	-5,3%	36,6%	60,6%	-7,6%	23,9%	15,0%	18,8%	9,4%	4,7%	2,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
<b>Marża zysku brutto ze sprzedaży</b>	<b>20,2%</b>	<b>19,7%</b>	<b>20,7%</b>	<b>16,0%</b>	<b>20,3%</b>	<b>15,8%</b>	<b>19,2%</b>	<b>19,4%</b>	<b>19,8%</b>	<b>20,0%</b>	<b>20,2%</b>	<b>20,4%</b>	<b>20,4%</b>	<b>20,4%</b>	<b>20,4%</b>
Komponenty automatyki	---	17,4%	17,5%	11,8%	17,2%	13,9%	17,7%	18,2%	18,7%	18,9%	19,2%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%
Towary	---	33,3%	28,0%	37,9%	41,0%	33,7%	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%	52,6%	18,8%	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%	12,2%	14,5%	13,3%	12,0%	11,7%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
<b>Marża EBITDA</b>	<b>10,7%</b>	<b>13,4%</b>	<b>11,9%</b>	<b>8,4%</b>	<b>10,8%</b>	<b>6,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,9%</b>	<b>12,1%</b>	<b>12,0%</b>	<b>12,0%</b>	<b>11,9%</b>
<b>Marża EBIT</b>	<b>5,4%</b>	<b>7,6%</b>	<b>6,9%</b>	<b>4,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>1,3%</b>	<b>5,9%</b>	<b>7,4%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>
<b>Marża zysku netto</b>	<b>4,0%</b>	<b>6,4%</b>	<b>4,9%</b>	<b>0,8%</b>	<b>5,4%</b>	<b>0,1%</b>	<b>4,1%</b>	<b>5,6%</b>	<b>6,1%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,9%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>58,3</b>	<b>70,2</b>	<b>68,3</b>	<b>67,9</b>	<b>66,6</b>	<b>66,0</b>	<b>65,7</b>	<b>65,8</b>	<b>65,8</b>	<b>65,8</b>	<b>65,8</b>	<b>65,8</b>
Wartości niematerialne i prawne	9,4	18,2	18,1	18,5	18,2	18,1	18,1	18,1	18,1	18,1	18,1	18,1
Rzeczowe aktywa trwałe	48,6	51,9	50,1	49,3	48,3	47,8	47,6	47,6	47,6	47,6	47,6	47,6
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	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>82,3</b>	<b>74,1</b>	<b>73,0</b>	<b>81,8</b>	<b>90,5</b>	<b>98,1</b>	<b>103,8</b>	<b>108,4</b>	<b>111,4</b>	<b>111,4</b>	<b>111,5</b>	<b>110,8</b>
Zapasy	45,1	44,7	37,2	42,4	49,9	54,3	56,7	57,9	58,6	59,2	59,9	60,5
Należności krótkoterminowe	34,7	28,0	24,7	28,2	33,1	36,0	37,6	38,4	38,9	39,3	39,7	40,2
Inwestycje krótkoterminowe	2,6	1,4	11,1	11,2	7,5	7,8	9,5	12,0	14,0	12,9	11,9	10,1
- w tym środki pieniężne	2,6	1,4	11,1	11,2	7,5	7,8	9,5	12,0	14,0	12,9	11,9	10,1
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
<b>Aktywa razem</b>	<b>140,6</b>	<b>144,3</b>	<b>141,3</b>	<b>149,7</b>	<b>157,1</b>	<b>164,2</b>	<b>169,5</b>	<b>174,1</b>	<b>177,2</b>	<b>177,1</b>	<b>177,3</b>	<b>176,6</b>
<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>96,5</b>	<b>104,5</b>	<b>104,6</b>	<b>110,8</b>	<b>117,6</b>	<b>124,5</b>	<b>131,7</b>	<b>139,0</b>	<b>146,6</b>	<b>150,5</b>	<b>154,4</b>	<b>154,6</b>
<b>Kapitał mniejszości</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>44,2</b>	<b>39,9</b>	<b>36,7</b>	<b>38,9</b>	<b>39,6</b>	<b>39,7</b>	<b>37,8</b>	<b>35,1</b>	<b>30,6</b>	<b>26,6</b>	<b>22,8</b>	<b>21,9</b>
Rezerwy na zobowiązania	4,3	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Zobowiązania długoterminowe	5,1	15,2	13,9	12,7	11,2	10,1	7,6	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	5,1	15,2	13,9	12,7	11,2	10,1	7,6	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	34,8	20,8	18,9	22,4	24,5	25,7	26,3	26,6	26,7	22,7	18,9	18,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	11,4	9,9	9,8	9,7	9,6	9,5	9,4	9,3	9,2	5,1	1,1	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
<b>Pasywa razem</b>	<b>140,6</b>	<b>144,3</b>	<b>141,3</b>	<b>149,7</b>	<b>157,1</b>	<b>164,2</b>	<b>169,5</b>	<b>174,1</b>	<b>177,2</b>	<b>177,1</b>	<b>177,3</b>	<b>176,6</b>
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>	<b>2033P</b>
Przychody netto ze sprzedaży	151,0	159,5	133,0	151,6	178,2	193,9	202,4	206,9	209,2	211,5	213,8	216,2
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	24,2	32,4	21,0	29,0	34,5	38,3	40,4	41,8	42,7	43,1	43,6	44,1
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	17,2	19,5	19,2	20,1	21,3	22,7	23,2	23,7	24,0	24,2	24,5	24,8
Zysk (strata) na sprzedaży	6,9	12,9	1,7	8,9	13,2	15,6	17,2	18,0	18,7	18,9	19,1	19,3
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-1,0	-1,8	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
EBITDA	12,7	17,2	8,6	15,8	20,0	22,2	23,8	24,6	25,3	25,4	25,6	25,8
EBIT	6,0	11,1	1,7	8,9	13,1	15,5	17,1	17,9	18,6	18,8	19,0	19,2
Saldo działalności finansowej	-3,2	-1,1	-1,5	-1,1	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5	-0,3	-0,2	-0,1
Zysk (strata) brutto	2,8	10,0	0,2	7,8	12,4	14,8	16,5	17,4	18,1	18,5	18,8	19,0
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	8,6	0,1	6,2	9,9	11,9	13,2	13,9	14,5	14,8	15,0	15,2
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
<b>CF [mln PLN]</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>	<b>2033P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	-1,8	0,0	16,7	8,7	7,2	13,2	17,1	19,3	20,6	20,8	20,9	21,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-12,2	-14,0	-5,0	-6,5	-5,5	-6,1	-6,4	-6,7	-6,7	-6,7	-6,7	-6,7
Przepływy z działalności finansowej	11,8	12,8	-2,1	-2,1	-5,4	-6,7	-9,1	-10,2	-12,0	-15,2	-15,2	-16,1
Przepływy pieniężne netto	-2,2	-1,1	9,6	0,2	-3,7	0,3	1,7	2,5	2,0	-1,1	-1,0	-1,8
Środki pieniężne na początek okresu	4,7	2,6	1,4	11,1	11,2	7,5	7,8	9,5	12,0	14,0	12,9	11,9
Środki pieniężne na koniec okresu	2,6	1,4	11,1	11,2	7,5	7,8	9,5	12,0	14,0	12,9	11,9	10,1
<b>Wskaźniki</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>	<b>2033P</b>
Przychody zmiana r/r	13%	6%	-17%	14%	18%	9%	4%	2%	1%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	-20%	35%	-50%	85%	26%	11%	7%	3%	3%	1%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	-81%	587%	-99%	5181%	60%	20%	11%	5%	4%	2%	2%	1%
Marża brutto na sprzedaży	16,0%	20,3%	15,8%	19,2%	19,4%	19,8%	20,0%	20,2%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%
Marża EBITDA	8,4%	10,8%	6,4%	10,4%	11,2%	11,5%	11,8%	11,9%	12,1%	12,0%	12,0%	11,9%
Marża EBIT	4,0%	7,0%	1,3%	5,9%	7,4%	8,0%	8,5%	8,7%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%
Marża netto	0,8%	5,4%	0,1%	4,1%	5,6%	6,1%	6,5%	6,7%	6,9%	7,0%	7,0%	7,0%
SG&A / przychody	11,4%	12,2%	14,5%	13,3%	12,0%	11,7%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
ROE	1,3%	8,2%	0,1%	5,6%	8,4%	9,5%	10,0%	10,0%	9,9%	9,8%	9,7%	9,9%
ROA	0,9%	5,9%	0,1%	4,1%	6,3%	7,2%	7,8%	8,0%	8,2%	8,3%	8,5%	8,6%
Dług	16,5	25,1	23,7	22,4	20,8	19,6	17,0	13,9	9,2	5,1	1,1	0,0
D / (D+E)	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
D / E	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Dług / kapitał własny	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Dług netto	13,9	23,7	12,7	11,2	13,3	11,8	7,5	1,9	-4,8	-7,8	-10,8	-10,1
Dług netto / kapitał własny	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Dług netto / EBITDA	1,1	1,4	1,5	0,7	0,7	0,5	0,3	0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4
EV	73,5	83,2	72,3	70,8	72,8	71,4	67,1	61,5	54,8	51,8	48,8	49,5
Dług / EV	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0
CAPEX / Przychody	8%	10%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
CAPEX / Amortyzacja	178%	256%	73%	94%	81%	91%	96%	100%	100%	100%	100%	100%
Zmiana KO / Przychody	2%	4%	-7%	3%	6%	3%	2%	1%	0%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	14%	71%	35%	28%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%
P/E*	47,7	6,9	506,6	9,6	6,0	5,0	4,5	4,3	4,1	4,0	4,0	3,9
P/BV*	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA*	5,8	4,8	8,4	4,5	3,7	3,2	2,8	2,5	2,2	2,0	1,9	1,9
EV/EBIT*	12,3	7,5	43,0	8,0	5,5	4,6	3,9	3,4	2,9	2,8	2,6	2,6
EV/S*	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,32	0,52	0,62	0,69	0,72	1,13	1,15	1,56
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 6,20 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](mailto: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	6,25	Trzymaj	7,42	20.05.2024*	14:00 CEST	6,20	89 376
Trzymaj	7,42	Trzymaj	8,62	05.02.2024*	14:30 CEST	7,10	80 119
Trzymaj	8,62	Kupuj	10,48	26.09.2023*	12:20 CEST	8,52	65 687
Kupuj	10,48	Kupuj	8,03	09.06.2023*	10:50 CEST	8,90	66 513
Kupuj	8,03	Trzymaj	5,62	16.05.2023*	08:55 CEST	6,14	63 691
Trzymaj	5,62	Akumuluj	6,32	16.12.2022*	11:40 CEST	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 2Q'24\*:**
**, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:**

	liczba	%	liczba	%
Kupuj	6	43%	0	0%
Akumuluj	3	21%	0	0%
Trzymaj	3	21%	0	0%
Redukuj	2	14%	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: 2024-05-20**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-05-20 (14:00 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-05-20 (14:00 CEST).**

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

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

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

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

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy 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 WPŁYWAĆ 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 2024-05-20:**

- 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.