



Dom Maklerski BDM S.A.

## RELPOL

### RAPORT ANALITYCZNY

Wyniki Relpolu za 1Q'23 były rekordowe i według nas były także jednym z większych pozytywnych zaskoczeń wśród spółek przemysłowych na GPW. Tak jak wskazywaliśmy w poprzednim raporcie analitycznym, po wymagającym 2022 roku, obecnie Relpol wszedł w okres odbudowy wyników. Spółce w ostatnich miesiącach udało się ustabilizować sytuację po stronie produkcyjnej, mniej odczuwalna stała się presja po stronie kosztowej. Spółka korzysta z dobrej koniunktury w obszarze OZE (głównie Niemcy) oraz udało się jej zniwelować lukę sprzedażową po rynku rosyjskim. Wyniki 1Q'23 są podstawą do podniesienia naszych założeń (prognoza EBITDA'23 z poprzednio raportu analitycznego po 1Q'23 była zrealizowana już w połowie). Baza wynikowa dla kolejnych kwartałów nie jest wymagająca, jednocześnie uważamy, że sam 1Q'23 będzie jednak trudny do powtórzenia ze względu na umocnienie PLN vs EUR, konkurencję cenową dostawców z Azji czy słabą koniunkturę w niemieckim przemyśle. Równocześnie podkreślamy, że w średnim terminie spółka dobrze pozycjonuje się w idei nearshoringu i transformacji energetycznej. Nasze prognozy implikują, że spółka jest handlowana na wskaźnikach EV/EBITDA'23=4,2x, P/E'23=6,2x. Po aktualizacji prognoz w modelu cenę docelową wyznaczamy obecnie na poziomie 10,48 PLN, co implikuje podtrzymanie zalecenia Kupuj.

W 1Q'23 Relpol podwoił r/r poziom EBITDA (9,0 mln PLN vs 4,7 mln PLN rok temu). Spółka pokazała mocny wzrost eksportu (Niemcy: +42% r/r), a rentowność brutto ze sprzedaży wróciła >20% po raz pierwszy od 2021 roku. Krytycznie możemy spojrzeć głównie na kapitał obrotowy (cash flow operacyjny: -6,9 mln PLN), aczkolwiek wskaźnik rotacji należności był lepszy niż po 1Q'22.

Spółka wskazała w raporcie kwartalnym, że portfel zamówień, na niektóre grupy wyrobów związane z transformacją energetyczną jest wypełniony na kilka miesięcy do przodu, a część klientów składa już zamówienia na 2024 rok. Zwracamy uwagę, że w 2022 roku spółka zwiększyła potencjał mocy produkcyjnych poprzez uruchomienie linii automatycznej do montażu tej grupy produktów. Zarząd wskazuje także na ustabilizowanie się kosztów surowców i materiałów.

Wyniki 1Q'23 skłaniają nas do podniesienia rocznych założeń. Obecnie zakładamy, że w 2023 roku spółka wypracuje 180 mln PLN przychodów, 25,5 mln PLN EBITDA oraz 13,7 mln PLN zysku netto (odpowiednio o 9%/43%/81% wyżej niż poprzednio). Spółka kontynuuje program inwestycyjny, główna inwestycja to linia do produkcji przekładników bistabilnych dla przemysłu, która powinna być oddana z końcem 2023. Zakładamy 15 mln PLN CAPEX (po dotacjach) w 2023.

Jednocześnie podkreślamy, że ryzykiem dla spółki jest ewentualne dalsze umocnienie PLN vs EUR (eksport stanowi ponad 2/3 przychodów, nadwyżka nad kosztami walutowymi to ok. 8 mln EUR). Dodatkowo osłabienie USD podnosi konkurencyjność dostaw z Chin. Wskaźniki nadal wskazują na dość słabą koniunkturę w niemieckim przemyśle (główny kierunek sprzedaży spółki), co może przekładać się na presję cenową ze strony dużych odbiorców.

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	121,0	133,6	151,0	180,3	189,8	199,1
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	23,8	27,7	24,2	38,8	38,7	40,6
Koszty SG&A [mln PLN]	16,9	18,2	17,2	20,1	21,4	22,5
Wynik na sprzedaży [mln PLN]	6,9	9,5	6,9	18,6	17,3	18,1
Saldo PPO/PKO [mln PLN]	2,4	-0,3	-1,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA [mln PLN]	16,2	15,9	12,7	25,5	25,7	26,9
EBIT [mln PLN]	9,2	9,2	6,0	18,6	17,3	18,1
Wynik brutto [mln PLN]	10,1	8,4	2,8	17,3	16,0	17,2
Wynik netto [mln PLN]	7,7	6,6	1,2	13,7	12,6	13,6
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-0,2	4,8	13,9	21,3	18,5	14,0
P/BV	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7
P/E	11,1	13,0	68,5	6,2	6,8	6,3
EV/EBITDA	5,3	5,7	7,8	4,2	4,1	3,7
EV/EBIT	5,3	5,7	7,8	4,2	4,1	3,7

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.

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

## KUPUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

**WYCENA 10,48 PLN**

09 CZERWIEC 2023, 10:50 CEST

Wycena DCF [PLN]	9,49
Wycena porównawcza [PLN]	14,42
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>10,48</b>
Potencjał do wzrostu / spadku	18%
Koszt kapitału	12,5%
Cena rynkowa [PLN]	8,90
Kapitalizacja [mln PLN]	85,5
Ilość akcji [mln. szt.]	9,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	8,90
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	5,60
Stopa zwrotu za 3 mc	32,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	55,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	56,7%
Struktura akcjonariatu:	
Adam Ambroziak	33,0%
Piotr Osiński	10,8%
Pozostali	56,2%

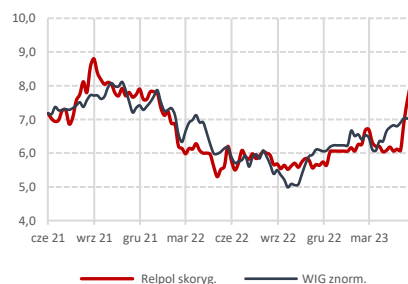
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



**SPIS TREŚCI:**

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

**WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE**

Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E	17,6	11,1	13,0	68,5	6,2	6,8	6,3
P/BV	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	7,0	5,3	5,7	7,8	4,2	4,1	3,7
EV/EBIT	13,7	9,2	9,8	16,6	5,7	6,0	5,5
EV/S	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5
BVPS	8,4	9,1	9,8	10,0	11,5	12,3	13,1
EPS	0,5	0,8	0,7	0,1	1,4	1,3	1,4
DPS (w danym roku)	0,44	0,00	0,00	0,00	0,00	0,47	0,66
Payout ratio	45%	0%	0%	0%	0%	33%	50%

Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody</b>	<b>122,2</b>	<b>121,0</b>	<b>133,6</b>	<b>151,0</b>	<b>180,3</b>	<b>189,8</b>	<b>199,1</b>
Polska	36,1	32,9	40,3	47,4	52,7	55,3	57,5
Niemcy	47,0	51,3	48,9	57,0	76,2	80,6	84,7
Rosja	10,2	7,9	7,8	5,1	0,0	0,0	0,0
inne Europa	20,7	22,5	27,3	28,1	35,1	35,7	38,0
pozostałe	8,2	6,5	9,3	13,3	16,4	18,1	19,0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>24,7</b>	<b>23,8</b>	<b>27,7</b>	<b>24,2</b>	<b>38,8</b>	<b>38,7</b>	<b>40,6</b>
SG&A	17,9	16,9	18,2	17,2	20,1	21,4	22,5
PPO/PKO	-0,1	2,4	-0,3	-1,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>13,1</b>	<b>16,2</b>	<b>15,9</b>	<b>12,7</b>	<b>25,5</b>	<b>25,7</b>	<b>26,9</b>
EBIT	6,7	9,2	9,2	6,0	18,6	17,3	18,1
Zysk brutto	6,4	10,1	8,4	2,8	17,3	16,0	17,2
<b>Zysk netto</b>	<b>4,9</b>	<b>7,7</b>	<b>6,6</b>	<b>1,2</b>	<b>13,7</b>	<b>12,6</b>	<b>13,6</b>
<b>Dług netto</b>	<b>5,9</b>	<b>-0,2</b>	<b>4,8</b>	<b>13,9</b>	<b>21,3</b>	<b>18,5</b>	<b>14,0</b>

Wskaźniki	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	-10%	-1%	10%	13%	19%	5%	5%
EBITDA zmiana r/r	-27%	24%	-2%	-20%	101%	0%	5%
Zysk netto zmiana r/r	-47%	59%	-15%	-81%	998%	-8%	8%
Marża brutto na sprzedaży	20,2%	19,7%	20,7%	16,0%	21,5%	20,4%	20,4%
Marża EBITDA	10,7%	13,4%	11,9%	8,4%	14,2%	13,5%	13,5%
Marża netto	4,0%	6,4%	4,9%	0,8%	7,6%	6,6%	6,8%
ROE	6,0%	8,8%	6,9%	1,3%	12,4%	10,7%	10,8%
ROA	4,5%	7,2%	5,2%	0,9%	8,6%	7,5%	7,8%

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>44,1</b>	<b>43,9</b>	<b>50,9</b>	<b>58,3</b>	<b>66,4</b>	<b>68,0</b>	<b>67,2</b>
WNiP	6,5	5,0	5,5	9,4	9,6	9,7	9,9
Rzeczowe aktywa trwałe	37,0	38,6	45,4	48,6	56,5	58,0	56,9
Pozostałe aktywa trwałe	0,5	0,4	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>63,0</b>	<b>63,9</b>	<b>76,3</b>	<b>82,3</b>	<b>93,7</b>	<b>100,1</b>	<b>107,8</b>
Zapasy	32,7	31,3	39,6	45,1	50,1	52,7	55,3
Należności krótkoterminowe	28,1	29,5	31,9	34,7	42,6	44,8	47,0
Środki pieniężne	1,8	3,1	4,7	2,6	1,1	2,6	5,4
Pozostałe aktywa obrotowe	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Aktywa razem</b>	<b>107,1</b>	<b>107,9</b>	<b>127,2</b>	<b>140,6</b>	<b>160,1</b>	<b>168,1</b>	<b>175,0</b>

<b>Kapitał własny</b>	<b>80,5</b>	<b>87,7</b>	<b>94,6</b>	<b>96,5</b>	<b>110,2</b>	<b>118,3</b>	<b>125,6</b>
Udziały mniejszości	1,4	1,2	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>25,2</b>	<b>18,9</b>	<b>31,4</b>	<b>44,2</b>	<b>49,9</b>	<b>49,8</b>	<b>49,4</b>
Rezerwy na zobowiązania	4,7	4,2	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Oprocentowane zobowiązania	7,7	2,9	9,5	16,5	22,4	21,0	19,4
Zobowiązania pozostałe	12,7	11,8	17,5	23,4	23,3	24,5	25,7
<b>Pasywa razem</b>	<b>107,1</b>	<b>107,9</b>	<b>127,2</b>	<b>140,6</b>	<b>160,1</b>	<b>168,1</b>	<b>175,0</b>
<b>Dług netto</b>	<b>5,9</b>	<b>-0,2</b>	<b>4,8</b>	<b>13,9</b>	<b>21,3</b>	<b>18,5</b>	<b>14,0</b>
Dług netto / Kapitał własny	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1
Dług netto / EBITDA	0,5	0,0	0,3	1,1	0,8	0,7	0,5

Rachunek przepływu [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
CFO	13,4	12,6	8,3	-1,8	8,2	18,0	19,4
CFI	-9,3	-8,7	-14,1	-12,2	-15,0	-10,0	-8,0
CFF	-3,7	-2,6	7,4	11,8	5,3	-6,5	-8,3
- w tym dywidenda	-4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-4,5	-6,3
Przepływy pieniężne netto	0,4	1,3	1,6	-2,2	-1,5	1,5	3,1
CAPEX / Amortyzacja	157%	128%	213%	178%	217%	119%	91%

**RELPOL**

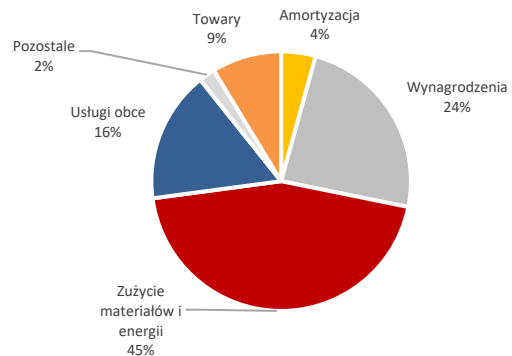
<b>Rekomendacja</b>	<b>Kupuj</b>	<b>www:</b>	<a href="http://www.repol.pl">www.repol.pl</a>
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>10,48</b>		
<b>Potencjał</b>	<b>18%</b>	<b>daty najbliższych raportów:</b>	
Cena rynkowa [PLN]	8,90	2Q'23:	14 wrz
Ilość akcji [mln. szt.]	9,6	3Q'23:	20 lis
Kapitalizacja [mln PLN]	85,5		

Podstawowe informacje o przekąźnikach:

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

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

Wskaźniki	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23
Przychody zmiana r/r	26%	26%	8%	4%	15%	32%
EBITDA zmiana r/r	-19%	9%	-43%	-49%	19%	92%
Zysk netto zmiana r/r	-95%	86%	---	-59%	-79%	3335%
Marża brutto na sprzedaży	19,6%	17,8%	16,6%	13,3%	16,1%	23,2%
Marża EBITDA	8,3%	11,6%	6,5%	6,5%	8,6%	17,0%
Marża netto	0,5%	5,8%	-6,3%	2,0%	1,4%	10,7%

**Struktura kosztów za 2022 rok**

**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. 30% sprzedaży 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 2023-2032 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 9,49 PLN. Wycena porównawcza oparta na prognozach wyników na lata 2023 – 2025 dała wartość 1 akcji na poziomie 14,42 PLN. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 10,48 PLN.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	9,49
Wycena metodą porównawczą, w tym:	20%	14,42
<b>Wycena 1 akcji Relpol [PLN]</b>		<b>10,48</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 (6,0%), premii za ryzyko rynkowe (6,5%) oraz współczynnika beta = 1,0.

### Główne założenia modelu:

- W 2023 roku spodziewamy się skonsolidowanych przychodów grupy na poziomie 180 mln PLN (+19% r/r). W średnim terminie zakładamy wzrost do >200 mln PLN (w 2021 roku zarząd spółki informował, że zgodnie ze strategią do 2026 roku przychody spółki dzięki inwestycjom mają wzrosnąć do ponad 180 mln PLN. Biorąc, pod uwagę inflację uważamy, że spółka powinna celować obecnie w wyższe poziomy).
- Marża EBITDA w 2022 roku spadła do 8,4%. Natomiast średnia za poprzednie 5 lat wynosiła 12,1%. W 2022 roku spółka poniosła istotne koszty związane z zapewnieniem ciągłości produkcji (czasowe przeniesienie montażu przełączników przemysłowych z Ukrainy do Polski, co mogło kosztować spółkę kilka mln PLN), odczuła także wzrost bazy kosztowej. Obecnie ustabilizowanie strony produkcyjnej (powrót do 100% mocy w Ukrainie, przetestowane alternatywne procedury, ale też większa automatyzacja produkcji w Polsce) oraz kosztowej (przy pełnym efekcie podwyżek cen produktów) powinno sprzyjać wyraźnej odbudowie marży (w 1Q'23 było to aż 17%). Zakładamy 14,2% marży EBITDA w całym 2023 roku i 13,5% w 2024 roku. W kolejnych latach zakładamy poziom ok 13% (poprzednio 11-12%). Ryzykiem dla takiego scenariusza może być ewentualnie trwalsze umocnienie PLN vs EUR (spółka jest eksporterem netto).
- Zakładamy 15 mln PLN CAPEX netto (po dotacjach) w 2023. Spółka kontynuuje program inwestycyjny, główna inwestycja to linia do produkcji przełączników bistabilnych dla przemysłu, która powinna być oddana z końcem 2023. 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. W długim terminie zakładamy CAPEX zbliżony do amortyzacji.
- Na przestrzeni lat 2012-2020 systematycznie wydłużał się cykl konwersji gotówki spółki (z <100 dni do 146 dni). W 2021 nastąpiła stabilizacja, w 2022 udało się go obniżyć do 134 dni. Obecnie zakładamy, że w 2023 roku nie uda się go zredukować (dynamiczny wzrost sprzedaży).
- Efektywną stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 21,0%.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1,0%.
- Dług netto przyjęto na poziomie z końca 2022 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 9,6 mln akcji a końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 9 czerwca 2023 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 91,2 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 9,49 PLN.

**Model DCF**

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	180,3	189,8	199,1	206,6	212,6	217,3	220,9	223,8	226,0	227,7
EBIT [mln PLN]	18,6	17,3	18,1	18,7	19,2	19,7	20,1	20,4	20,7	20,9
Stopa podatkowa	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
Podatek od EBIT [mln PLN]	3,8	3,6	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	4,3	4,4
NOPLAT [mln PLN]	14,8	13,6	14,3	14,7	15,2	15,5	15,9	16,1	16,3	16,5
Amortyzacja [mln PLN]	6,9	8,4	8,8	8,7	8,5	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4
CAPEX [mln PLN]	-15,0	-10,0	-8,0	-7,1	-7,8	-8,1	-8,4	-8,4	-8,4	-8,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-13,3	-3,7	-3,7	-3,0	-2,3	-1,8	-1,4	-1,1	-0,9	-0,7
FCF [mln PLN]	-6,6	8,3	11,4	13,4	13,5	14,1	14,4	15,0	15,5	15,8
DFCF [mln PLN]	-6,2	7,0	8,6	9,0	8,1	7,5	6,9	6,4	5,8	5,3
Suma DFCF [mln PLN]	58,4									
Wartość rezydualna [mln PLN]	139,1	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	46,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	105,1									
Dług netto 2022 [mln PLN]	13,9									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>91,2</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	9,6									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>9,49</b>									

Przychody zmiana r/r	19,4%	5,2%	4,9%	3,8%	2,9%	2,2%	1,7%	1,3%	1,0%	0,8%
EBIT zmiana r/r	211,8%	-7,3%	4,7%	3,2%	3,0%	2,4%	1,9%	1,6%	1,3%	1,1%
FCF zmiana r/r	451,2%	-7,7%	4,7%	3,2%	3,0%	2,4%	1,9%	1,6%	1,3%	1,1%
Marża EBITDA	33,2%	-225,5%	37,2%	17,3%	1,2%	3,8%	2,4%	4,2%	3,1%	2,5%
Marża EBIT	-1,65	14,95	3,09	1,97	0,16	0,51	0,33	0,60	0,47	0,01
Marża NOPLAT	14,2%	13,5%	13,5%	13,2%	13,0%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%
CAPEX / Przychody	10,3%	9,1%	9,1%	9,0%	9,0%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,2%
CAPEX / Amortyzacja	8,2%	7,2%	7,2%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,3%
Zmiana KO / Przychody	8,3%	5,3%	4,0%	3,4%	3,7%	3,7%	3,8%	3,8%	3,7%	3,7%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	217,4%	119,2%	90,7%	81,5%	91,6%	95,8%	100,3%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Kalkulacja WACC**

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Premia za ryzyko	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
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	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Udział kapitału własnego	86,0%	87,5%	88,9%	90,6%	92,3%	94,1%	96,3%	98,4%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,0%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Udział kapitału obcego	14,0%	12,5%	11,1%	9,4%	7,7%	5,9%	3,7%	1,6%	0,0%	0,0%
WACC	11,6%	11,7%	11,8%	11,9%	12,0%	12,1%	12,3%	12,4%	12,5%	12,5%

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	10,50	11,10	11,83	5,5%	10,14	10,69	11,37	5,5%	11,46	10,69	10,01		
	0,9	9,74	10,25	10,86	6,0%	9,58	10,07	10,65	6,0%	10,83	10,07	9,39		
	1,0	9,06	9,49	10,01	Premia za ryzyko	6,5%	9,06	9,49	10,01	Premia za ryzyko	6,5%	10,25	9,49	8,82
	1,1	8,45	8,82	9,26	7,0%	8,59	8,97	9,43	7,0%	9,72	8,97	8,31		
	1,2	7,90	8,22	8,59	7,5%	8,14	8,49	8,89	7,5%	9,23	8,49	7,83		

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza została dokonana w oparciu o prognozy na lata 2023-2025 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 (po 33% dla każdego okresu). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie czyli 14,42 PLN/akcję.

### Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Wycena
<b>Wycena metodą porównawczą, w tym:</b>		<b>14,42</b>
- wycena do krajowych producentów elektrotechniki	70%	11,75
- wycena do zagranicznych producentów przekładników	30%	20,67

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Wycena porównawcza do krajowych spółek

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Apator	12,9	8,4	7,0	6,0	4,8	4,2
Aplisens	10,6	8,6	7,5	5,9	4,8	4,1
Sonel	10,6	8,5	7,0	5,9	4,8	4,1
<b>Mediana</b>	<b>10,6</b>	<b>8,5</b>	<b>7,0</b>	<b>5,9</b>	<b>4,8</b>	<b>4,1</b>
Relpol	6,2	6,8	6,3	4,2	4,1	3,7
Premia/dyskonto	-41,0%	-20,5%	-10,2%	-29,0%	-15,1%	-9,7%
Wycena wg wskaźnika	15,09	11,20	9,91	13,44	10,83	10,02
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>12,07</b>			<b>11,43</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>		<b>11,75</b>				

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

### Wycena porównawcza do zagranicznych spółek (Hongfa)

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Hongfa	18,9	15,3	12,7	9,6	7,7	6,6
<b>Mediana</b>	<b>18,9</b>	<b>15,3</b>	<b>12,7</b>	<b>9,6</b>	<b>7,7</b>	<b>6,6</b>
Relpol	6,2	6,8	6,3	4,2	4,1	3,7
Premia/dyskonto	-67,1%	-55,7%	-50,2%	-56,3%	-47,6%	-43,9%
Wycena wg wskaźnika	27,04	20,10	17,88	23,23	18,74	17,01
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>21,67</b>			<b>19,66</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>		<b>20,67</b>				

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## WYNIKI ZA OSTATNIE OKRESY

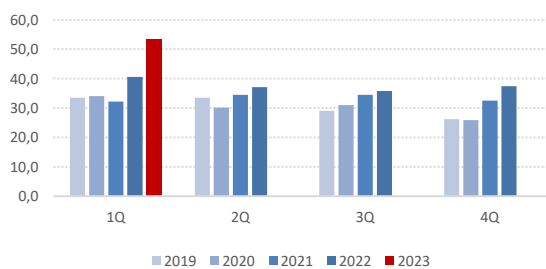
### Wyniki za 1Q'2023 [mln PLN]

	1Q'22	1Q'23	zmiana r/r	1Q'23P BDM	odchyl.
Przychody	40,6	53,3	31,5%	43,7	22,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	7,2	12,4	71,6%	7,6	61,8%
Zysk na sprzedaży	2,9	7,4	155,1%	3,1	139,1%
EBITDA	4,7	9,0	91,5%	4,8	88,4%
EBIT	3,1	7,4	140,0%	3,1	139,0%
Zysk brutto	3,1	7,1	129,0%	2,9	146,3%
Zysk netto	2,3	5,7	142,7%	2,3	149,0%
Marża brutto ze sprzedaży	17,8%	23,2%		17,5%	
Marża EBITDA	7,2%	13,9%		7,1%	
Marża EBIT	7,6%	13,9%		7,1%	
Marża zysku netto	5,8%	10,7%		5,2%	

Źródło: BDM S.A., spółka

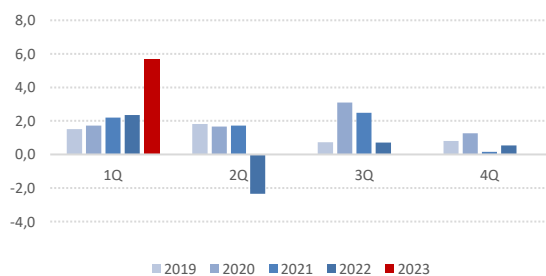
- W 1Q'23 przychody wyniosły 53,3 mln PLN (+32% r/r). Sprzedaż na rynku polskim wzrosła o 15% r/r. Sprzedaż eksportowa wzrosła o 39% r/r (w tym w Niemczech o 52% r/r, gdzie bardzo dobrą sprzedaż notowały przekładniki do inwerterów solarnych).
- Zdecydowanej poprawie uległa rentowność brutto ze sprzedaży (23% w 1Q'23 vs 18% rok temu i 16% w 4Q'22). Zwracamy uwagę na stabilizację kosztów materiałów, efekty wzrostu automatyzacji i wysoki popyt w obszarze OZE. Obecnie zakład ukraiński pracuje w pełnym zakresie.
- Rentowność produkcji wyniosła 21% (sprzedaż towarów i pozostałych ma wyższą rentowność, ale ich udział jest nieznaczny w sprzedaży).
- EBITDA wyniosła 9,0 mln PLN (vs 4,7 mln PLN rok temu). Spodziewaliśmy się 4,8 mln PLN. Generalnie ostrożnie podchodziliśmy do prognoz 1Q'23, baza nie była niska. Jednocześnie w ostatnim raporcie analitycznym wskazywaliśmy już na pozytywne trendy, które powinny materializować się w wynikach 2023 roku.
- Wynik netto wyniósł 5,7 mln PLN (vs 2,3 mln PLN w 1Q'22).
- Cash flow operacyjny: -6,9 mln PLN (vs -3,9 mln PLN rok temu). Za wzrostem sprzedaży poszedł także wzrost należności (aczkolwiek wskaźnik rotacji liczony na bazie kwartału jest korzystniejszy niż rok temu). Spadek w ujęciu kwartalnym odnotowały zapasy i zobowiązania handlowe.
- CAPEX: 1,5 mln PLN.
- Dług netto po 1Q'23: 20,7 mln PLN (vs 13,9 mln PLN po 4Q'22).
- Spółka wskazała, że portfel zamówień, na niektóre grupy wyrobów związane z transformacją energetyczną rośnie od 3/4Q'22 i jest wypełniony na kilka miesięcy do przodu, a część klientów składa już zamówienia na 2024 rok. Zarząd wskazuje także na ustabilizowanie się kosztów surowców i materiałów.

#### Przychody [mln PLN]



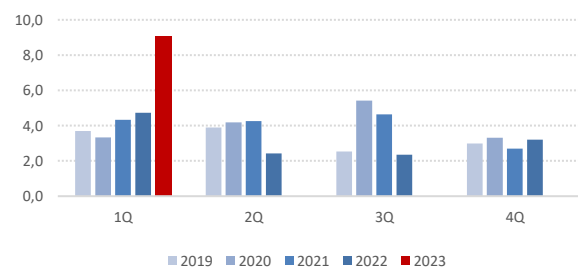
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### EBITDA [mln PLN]



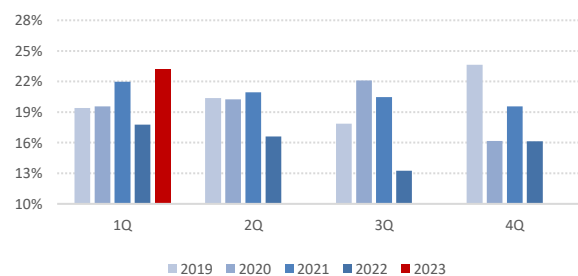
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### Marża brutto ze sprzedaży



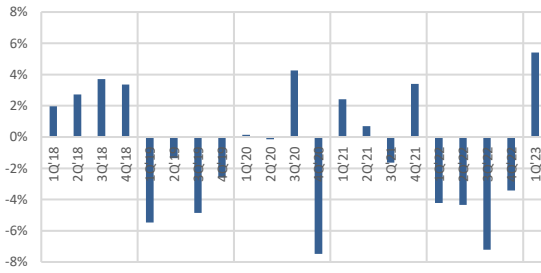
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### Zysk netto [mln PLN]



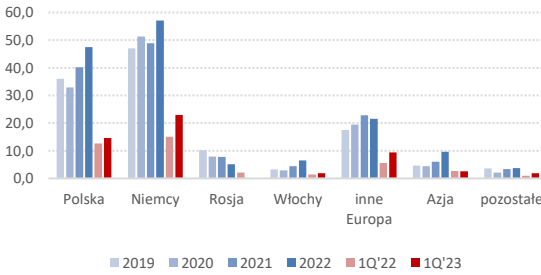
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## Zmiana marży brutto ze sprzedaży r/r



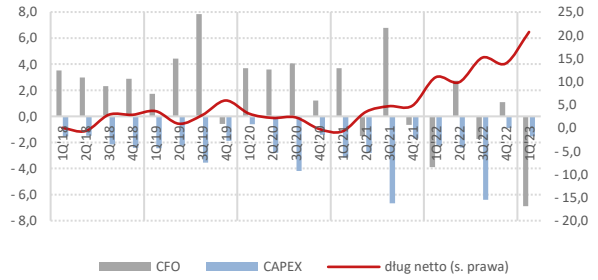
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## Struktura przychodów geograficznie [mln PLN]



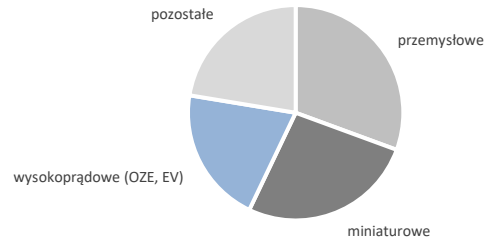
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## 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 wg segmentów [mln PLN]

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	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
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>33,5</b>	<b>33,5</b>	<b>29,0</b>	<b>26,2</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>14,5</b>	<b>53,3</b>
Polska	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	12,4	7,9	14,5	14,6
Niemcy	13,5	12,8	1,6	19,0	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
Rosja	2,7	2,9	2,4	2,2	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
Europa pozostałe	5,4	6,4	15,4	-6,5	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
Azja	1,5	1,0	0,8	1,3	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
inne	1,0	1,2	0,5	0,9	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
<b>Komponenty automatyki</b>	---	---	---	---	---	---	---	---	26,9	28,8	27,7	26,4	33,5	28,0	31,2	32,0	46,9
Towary	---	---	---	---	---	---	---	---	4,4	4,1	6,2	4,1	6,0	7,4	3,5	4,0	4,5
Pozostałe	---	---	---	---	---	---	---	---	0,9	1,5	0,6	1,9	1,0	1,7	1,2	1,4	2,0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>6,5</b>	<b>6,8</b>	<b>5,2</b>	<b>6,2</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>Komponenty automatyki</b>	---	---	---	---	---	---	---	---	5,6	4,4	4,1	5,1	4,9	2,9	3,3	3,7	9,9
Towary	---	---	---	---	---	---	---	---	1,3	2,5	2,6	-1,1	2,1	2,9	1,3	1,6	1,8
Pozostałe	---	---	---	---	---	---	---	---	0,2	0,3	0,3	2,3	0,2	0,4	0,2	0,8	0,7
SG&A	4,3	4,5	4,3	4,9	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
Saldo PPO/PKO	0,0	0,0	0,0	-0,1	-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
<b>EBITDA</b>	<b>3,7</b>	<b>3,9</b>	<b>2,5</b>	<b>3,0</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>EBIT</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,3</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>
Saldo finansowe	-0,2	0,0	0,3	-0,3	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
Zysk brutto	2,2	2,1	3,9	1,9	2,8	2,2	3,2	0,3	3,1	-2,2	0,6	1,3	7,1	2,4	2,5	1,6	3,1
<b>Zysk netto</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</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>
CFO	1,7	4,4	7,8	-0,6	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
CAPEX	2,5	2,2	3,6	1,9	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
Dług netto	3,6	0,9	2,8	5,9	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
<b>Przychody zmiana r/r</b>	<b>-2,4%</b>	<b>0,0%</b>	<b>-14,0%</b>	<b>-23,4%</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>
Polska	-14%	3%	-17%	-8%	0%	-18%	6%	-21%	7%	39%	5%	47%	28%	18%	-15%	37%	15%
Niemcy	2%	7%	-87%	59%	15%	2%	656%	-46%	-23%	-2%	0%	14%	26%	6%	24%	10%	52%
Rosja	39%	-27%	-19%	-33%	-27%	24%	-54%	-43%	-10%	-45%	74%	72%	16%	55%	-100%	-	-
Europa pozostałe	-4%	2%	151%	-217%	-9%	-18%	-55%	-183%	33%	38%	20%	-3%	6%	-11%	21%	-13%	61%
Azja	-16%	-50%	-41%	-37%	22%	-75%	21%	1%	-12%	322%	54%	38%	62%	4%	19%	129%	-6%
inne	26%	239%	-16%	-30%	-61%	-64%	66%	-49%	-21%	112%	36%	118%	215%	-41%	-31%	42%	95%
<b>Marża zysku brutto ze sprzedaży</b>	<b>19,4%</b>	<b>20,4%</b>	<b>17,9%</b>	<b>23,6%</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>Komponenty automatyki</b>	---	---	---	---	---	---	---	---	20,9%	15,2%	14,9%	19,4%	14,5%	10,3%	10,5%	11,5%	21,1%
Towary	---	---	---	---	---	---	---	---	28,5%	60,8%	42,0%	-26,4%	35,7%	39,6%	36,6%	39,1%	39,8%
Pozostałe	---	---	---	---	---	---	---	---	22,8%	21,4%	59,7%	120%	20,1%	20,4%	18,6%	56,6%	35,0%
S&GA/przychody	12,8%	13,5%	14,7%	18,5%	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%
<b>Marża EBITDA</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,6%</b>	<b>8,7%</b>	<b>11,4%</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>Marża EBIT</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,9%</b>	<b>3,0%</b>	<b>4,9%</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>Marża zysku netto</b>	<b>4,5%</b>	<b>5,4%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,1%</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>

Źródło: BDM S.A., spółka



## PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

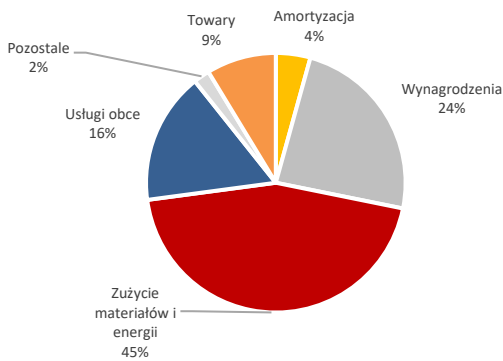
### Aktualna sytuacja na rynku surowców

Największą pozycję w strukturze kosztów spółki stanowią koszty zużycia materiałów i energii (blisko 70 mln PLN za 2022 rok, około 45% kosztów, w tym kilka % stanowią koszty mediów). Podstawowymi surowcami pod względem wartości są miedź (taśmy, przewody) oraz srebro (materiały stykowe). Spółka używa także w procesie produkcji tworzyw sztucznych (elementy plastikowe), materiałów elektronicznych stali czy opakowań (papier, worki). Koszty wynagrodzeń to 24% kosztów a usług obcych to ok. 16% kosztów. Zatrudnienie na koniec 2022 roku wynosiło 699 osób (w tym 418 osób w Polsce, a reszta zagranicą – spółka posiada zakład montażowy w Ukrainie, gdzie montowane są elementy przekaźników przemysłowych, które później trafiają głównie na eksport do krajów Europy Zachodniej (proces pracochłonny, spółka korzysta z różnicy płac pomiędzy Polską a Ukrainą)

Rok 2021 i 1H'22 był okresem bardzo trudnego otoczenia surowcowego dla spółki. W 2H'22 ceny większość bazowych materiałów zaczęły spadać, przy czym należy pamiętać, że spółka kupuje już przetworzone materiały (np. z miedzi, srebra), których ceny w 2H'22 były jeszcze pod dużym wpływem rosnących kosztów przetworzenia (np. energii czy płac) czy wysokiego kursu USD. W 2023 otoczenie surowcowe dla spółki wygląda stabilniej. Dodatkowo pełny efekt powinny mieć już 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). Negatywnie natomiast na wyniki spółki po stronie przychodowej wpływa umocnienie PLN vs EUR (w 2022 roku ponad 60% przychodów spółki uzyskiwanych było w EUR, a ok 7% w USD). Należy przy tym pamiętać, że EUR umacnia się w vs USD – co z jednej strony pozytywnie wpływa na koszty „dolarowych” surowców, ale też z drugiej zwiększa atrakcyjność cenową konkurencji z Chin (Hongfa).

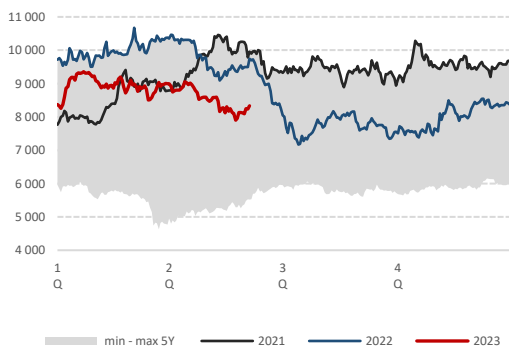
Generalnie popyt na produkty spółki jest powiązany z koniunkturą w przemyśle w Niemczech i w Polsce. Obecnie wskaźniki PMI nadal nie wskazują na ożywienie po spadku koniunktury w 2022 roku. Zwracamy jednak uwagę, że w średnim terminie oceniamy jednak, że atrakcyjność Relpolu vs Chin dla kontrahentów z Europy Zachodniej wzrosła ze względu na bliską lokalizację i rozbudowę mocy produkcyjnych. Dodatkowo istotna część produktów Relpolu znajduje zastosowanie w systemach solarnych, gdzie koniunktura na rynkach DACH jest obecnie wspierana przez zmiany w mixie energetycznym.

Struktura kosztów (ostatni pełny rok obrotowy)



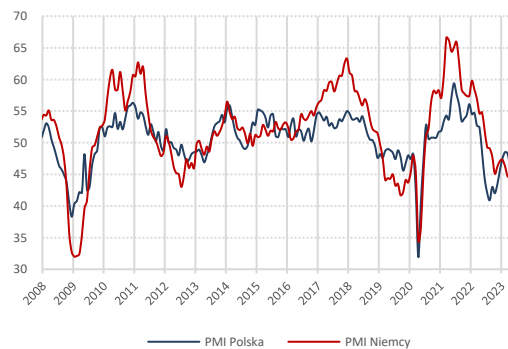
Źródło: BDM S.A., spółka, w zużycie energii elektrycznej wyniosło 4,7 tys MWh, ciepłej 5,8 tys GJ a gazu ziemnego 2,4 tys MWh

Cena miedzi [USD/t]



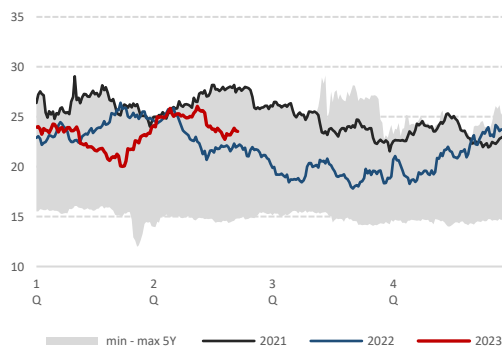
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

PMI dla przemysłu w Polsce i w Niemczech



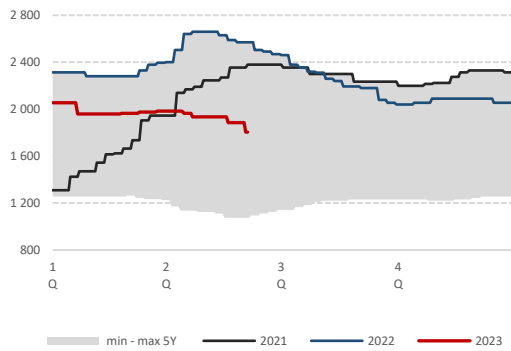
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena srebra [USD/oz]



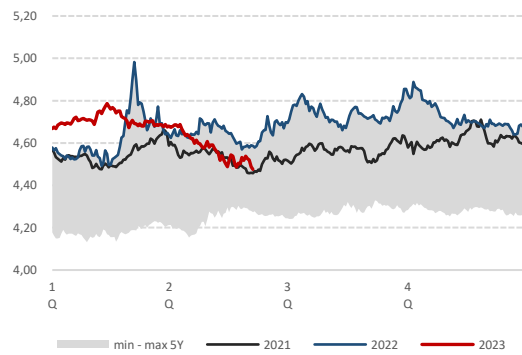
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena polietylenu [EUR/t]



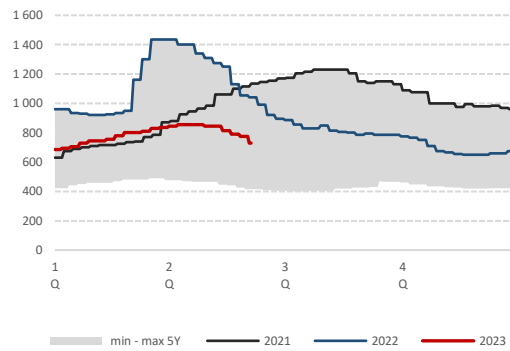
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EUR/PLN



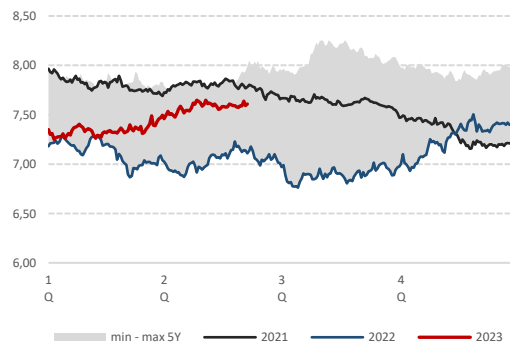
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena stali [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EUR/CNY



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Prognozy wyników kwartalnych [mln PLN]**

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P
<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>47,3</b>	<b>40,4</b>	<b>39,3</b>
Polska	9,9	10,5	9,3	10,6	12,7	12,4	7,9	14,5	14,6	13,6	11,4	13,1
Niemcy	12,0	12,9	12,3	11,7	15,1	13,7	15,3	12,9	23,0	21,2	16,5	15,5
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
Europa pozostałe	6,6	7,2	8,4	5,2	7,0	6,4	10,1	4,5	11,3	9,1	8,7	5,9
Azja	1,7	1,1	1,5	1,8	2,7	1,1	1,8	4,0	2,5	2,3	2,7	3,2
inne	0,3	0,9	1,1	1,0	1,0	0,5	0,8	1,5	1,9	1,1	1,2	1,6
Komponenty automatyki	26,9	28,8	27,7	26,4	33,5	28,0	31,2	32,0	46,9	39,9	34,7	33,9
Towary	4,4	4,1	6,2	4,1	6,0	7,4	3,5	4,0	4,5	5,5	4,5	4,0
Pozostałe	0,9	1,5	0,6	1,9	1,0	1,7	1,2	1,4	2,0	1,9	1,2	1,4
<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>10,4</b>	<b>8,2</b>	<b>7,9</b>
Komponenty automatyki	5,6	4,4	4,1	5,1	4,9	2,9	3,3	3,7	9,9	8,0	6,2	6,1
Towary	1,3	2,5	2,6	-1,1	2,1	2,9	1,3	1,6	1,8	2,0	1,7	1,5
Pozostałe	0,2	0,3	0,3	2,3	0,2	0,4	0,2	0,8	0,7	0,4	0,2	0,3
SG&A	4,4	4,7	4,2	4,9	4,3	4,6	3,9	4,4	4,9	5,4	4,7	5,2
Saldo PPO/PKO	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,2	-0,9	-0,3	0,0	0,0	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>6,7</b>	<b>5,2</b>	<b>4,5</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>5,0</b>	<b>3,5</b>	<b>2,7</b>
Saldo finansowe	0,1	-0,3	0,2	-0,8	0,0	-2,9	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4
Zysk brutto	3,1	-2,2	0,6	1,3	7,1	4,7	3,1	2,3	5,2	5,0	3,3	2,5
<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>3,7</b>	<b>2,5</b>	<b>1,9</b>
CFO	3,7	-1,5	6,8	-0,6	-3,9	2,7	-1,7	1,1	-6,9	0,0	0,0	15,1
CAPEX	3,1	2,8	6,7	1,7	2,3	2,4	6,4	0,9	1,5	0,0	0,0	13,5
Dług netto	-0,7	3,4	4,7	4,8	10,9	9,9	15,2	13,9	20,7	19,4	21,7	21,3
<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>27,3%</b>	<b>12,8%</b>	<b>5,0%</b>
Polska	7%	39%	5%	47%	28%	18%	-15%	37%	15%	10%	45%	-10%
Niemcy	-23%	-2%	0%	14%	26%	6%	24%	10%	52%	55%	8%	20%
Rosja	-10%	-45%	74%	72%	16%	55%	-100%	-100%	-100%	-100%	---	---
Europa pozostałe	33%	38%	20%	-3%	6%	-11%	21%	-13%	61%	42%	-14%	31%
Azja	-12%	322%	54%	38%	62%	4%	19%	129%	-6%	100%	50%	-20%
inne	-21%	112%	36%	118%	215%	-41%	-31%	42%	95%	105%	54%	10%
<b>Marża zysku brutto ze</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>22,0%</b>	<b>20,2%</b>	<b>20,0%</b>
Komponenty automatyki	20,9%	15,2%	14,9%	19,4%	14,5%	10,3%	10,5%	11,5%	21,1%	20,0%	18,0%	18,0%
Towary	28,5%	60,8%	42,0%	-26,4%	35,7%	39,6%	36,6%	39,1%	39,8%	37,0%	37,0%	37,0%
Pozostałe	22,8%	21,4%	59,7%	120%	20,1%	20,4%	18,6%	56,6%	35,0%	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%	11,3%	11,5%	13,1%
<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>14,2%</b>	<b>12,9%</b>	<b>11,5%</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>10,7%</b>	<b>8,6%</b>	<b>6,9%</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>7,8%</b>	<b>6,1%</b>	<b>4,7%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Wstępna prognoza wyników na 2Q'2023**

	2Q'22	2Q'23P	zmiana r/r	1H'22	1H'23P	zmiana r/r
Przychody	37,1	47,3	27,3%	77,7	100,6	29,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	6,2	10,4	68,5%	13,4	22,7	70,1%
Zysk na sprzedaży	1,6	5,0	222,3%	4,5	12,4	178,6%
EBITDA	2,4	6,7	177,1%	7,2	15,8	120,6%
EBIT	0,7	5,0	619,1%	3,8	12,4	228,6%
Zysk brutto	-2,2	4,7	---	0,9	11,8	1237,4%
Zysk netto	-2,3	3,7	---	0,0	9,4	---
Marża brutto ze sprzedaży	16,6%	22,0%		17,2%	22,6%	
marża EBITDA	6,5%	14,2%		9,2%	15,7%	
marża EBIT	1,9%	10,7%		4,9%	12,4%	
marża netto	-6,3%	7,8%		0,0%	9,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- 2022 rok był dla spółki wyzwaniem w związku z wojną w Ukrainie. Rosja w 2021 roku stanowiła 8 mln PLN sprzedaży, w 1H'22 było to 5 mln PLN, w 2H'22 0 mln PLN. Przede wszystkim jednak w ukraińskim zakładzie spółki (DP Relpol Altera w Czerniachowie) odbywa się ręczny montaż przełączników przemysłowych (w modelu wewnętrznego podwykonawstwa). Spółka musiała w 2022 roku ponieść koszty organizacyjne, dodatkowych narzędzi, zasobów ludzkich, aby zapewnić ciągłość produkcji poprzez czasowe przeniesienie jej do Polski, do Żar (średnie zatrudnienie w Relpol S.A było wyższe o 12 osób, ale dodatkowo 89 więcej r/r osób było zatrudnionych w ramach outsourcingu). Całkowite wstrzymanie działalności trwało tylko 2,5 tygodnia (luty/marzec'22), ale w kolejnych miesiącach zakład działał w ograniczonym zakresie. Od stycznia 2023 roku spółka ukraińska wykorzystuje w pełni swoje moce produkcyjne, a stan zatrudnienia (około 300 osób) jest o ponad 10% wyższy w stosunku do stanu sprzed wojny.
- Spółka w 2022 wdrażała kilka podwyżek cen, aby zamortyzować wzrost kosztów produkcji (materiały, energia, płace). Na bazie oficjalnych cenników szacujemy, że mediana wzrostu cen asortymentu wyniosła 14%, porównując 02/2023 do 02/2022 (oraz 23% w porównaniu 02/2023 do 07/2021). Zwracamy uwagę, że spółka jest wrażliwa na zmiany płacy minimalnej w Polsce. Średnie wynagrodzenie brutto w spółce na poziomie jednostkowym wynosiło w 2022 roku 5,35 tys PLN brutto/m-c (w grupie było to ok 3,6 tys PLN ze względu na różnicę pomiędzy Polską a Ukrainą). Zapowiadane podwyżki płacy minimalnej będą negatywnie odbijać się na poziomie budżetu płacowego spółki, odpowiedzią spółki są inwestycje, które zwiększają automatyzację.
- Wyniki za 1Q'23 były rekordowe w ujęciu kwartalnym w historii spółki (9,0 mln PLN EBITDA vs 4,7 mln PLN rok temu). Baza wynikowa z 1Q'22 nie była tak niska jak w kolejnych kwartałach, co tym bardziej oceniamy pozytywnie. Spółka pokazała mocny wzrost eksportu (Niemcy: +42% r/r), a rentowność brutto ze sprzedaży wróciła >20% po raz pierwszy od 2021 roku. Krytycznie możemy na ten moment spojrzeć głównie na kapitał obrotowy (cash flow operacyjny: -6,9 mln PLN), aczkolwiek wskaźnik rotacji należności jest lepszy niż po 1Q'22.
- Spółka wskazała w raporcie kwartalnym, że portfel zamówień, na niektóre grupy wyrobów związane z transformacją energetyczną rósł od 3/4Q'22 i jest wypełniony na kilka miesięcy do przodu, a część klientów składa już zamówienia na 2024 rok. W 2022 roku spółka zwiększyła potencjał mocy produkcyjnych poprzez uruchomienie linii automatycznej do montażu tej grupy produktów. Zarząd wskazuje także na ustabilizowanie się kosztów surowców i materiałów.
- 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 spadek produkcji budowlanej i związanej z nią produkcji sprzętu AGD oraz dóbr mieszkaniowych, gdzie wykorzystywana jest ta grupa przełączników).
- W grupie przełączników przemysłowych prowadzona do 2020 roku jest największa inwestycja – stworzenie automatycznej linii do produkcji przełącznika bistabilnego (linia będzie posiadać też możliwość produkcji przemysłowych przełączników monostabilnych, sam przełącznik jest nową konstrukcją spółki, ma dawać odbiorcy oszczędności na poziomie zużycia energii oraz kosztów elementów wykonawczych w automatyce). Zakończenie inwestycji planowane jest na koniec 2023. Budżet całej inwestycji to 31,6 mln PLN (z tego 12,7 mln PLN stanowi dotacja z NCBiR). W roku 2023 zostaną poniesione również dodatkowe koszty inwestycyjne jako uzupełniające dla zwiększenia potencjału wytwórczego w tej grupie przełączników łącznie o 80%. Spółka prowadzi jeszcze jeden mniejszy projekt dofinansowany z NCBiR - opracowaniem przełączników o podwyższonej niezawodności do zastosowania w infrastrukturze krytycznej oraz prototypowej technologii ich produkcji (obecnie przełączniki znajdują się w fazie testowej w laboratorium badawczym).
- Bardzo dobre wyniki 1Q'23 skłaniają nas do podniesienia prognoz kwartalnych na kolejne okresy, a tym samym także prognoz rocznych.
- W 2Q'23 wstępnie zakładamy 47,3 mln PLN przychodów, 6,7 mln PLN EBITDA oraz 3,7 mln PLN zysku netto (przy porównaniu wyników r/r zwracamy uwagę, że w 2Q'22 konsolidowany był jeszcze biznes rosyjski na poziomie operacyjnym, natomiast na saldzie finansowym uwzględniono wtedy odpis tych aktywów, marża brutto ze sprzedaży była już presją, która swoje apogeum miała w 3Q'22).
- Zakładamy, że w całym 2023 roku spółka wypracuje 180 mln PLN przychodów, 25,5 mln PLN EBITDA oraz 13,7 mln PLN zysku netto (oznacza to podniesienie wyników względem poprzedniej rekomendacji o odpowiednio: 9%/43%/81%).
- Podniesienie naszych prognoz vs poprzednia rekomendacja wynika z: i) bardziej optymistycznego postrzegania strony przychodowej (poprawa portfela); ii) stabilizacji strony kosztowej (zakładamy także prowadzenie montażu w Ukrainie bez perturbacji); iii) połączenie tych czynników przekłada się także na znaczną dźwignię operacyjną.

- Jednocześnie zwracamy uwagę, że ryzykiem dla spółki jest ewentualne dalsze umocnienie PLN vs EUR (eksport stanowi ponad 2/3 przychodów, nadwyżka nad kosztami walutowymi to ok. 8 mln EUR). Dodatkowo osłabienie USD podnosi konkurencyjność dostaw z Chin. Pozycja negocjacyjna spółki (w kontekście polityki cenowej przy stabilizacji kosztów) z dużymi odbiorcami może być też słabsza w otoczeniu przedłużającej się dekonunktury na rynku niemieckim.
- Zakładamy 15 mln PLN CAPEX (po dotacjach) w 2023. Spółka kontynuuje program inwestycyjny, główna inwestycja to linia do produkcji przekaźników bistabilnych dla przemysłu, która powinna być oddana z końcem 2023. W kolejnych latach przyjmujemy, że CAPEX może spaść okresowo nawet poniżej amortyzacji – spółka będzie miała za sobą duży program inwestycyjny, zwiększający o kilkadziesiąt procent zdolności produkcyjne.

**Skorygowane prognozy wyników na lata 2023-2024 rok [mln PLN]**

	2023P			2024P			2025P		
	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	166,0	180,3	8,6%	177,9	189,8	6,7%	191,3	199,1	4,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	29,5	38,8	31,4%	32,9	38,7	17,6%	35,9	40,6	13,0%
EBITDA	17,9	25,5	42,7%	20,8	25,7	23,4%	22,5	26,9	19,6%
EBIT	10,7	18,6	74,2%	12,4	17,3	39,3%	14,0	18,1	29,2%
Zysk (strata) netto	7,6	13,7	80,5%	9,0	12,6	40,2%	10,5	13,6	29,3%
Dług (gotówka) netto	16,2	21,3	31,6%	12,8	18,5	44,2%	9,7	14,0	44,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	17,8%	21,5%		18,5%	20,4%		18,8%	20,4%	
Marża EBITDA	10,8%	14,2%		11,7%	13,5%		11,8%	13,5%	
Marża EBIT	6,4%	10,3%		7,0%	9,1%		7,3%	9,1%	
Marża zysku netto	4,6%	7,6%		5,1%	6,6%		5,5%	6,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \*poprzednio: rekomendacja z 16.05.2023

**Prognozy wyników rocznych [mln PLN]**

	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>122,2</b>	<b>121,0</b>	<b>133,6</b>	<b>151,0</b>	<b>180,3</b>	<b>189,8</b>	<b>199,1</b>	<b>206,6</b>	<b>212,6</b>	<b>217,3</b>	<b>220,9</b>	<b>223,8</b>	<b>226,0</b>	<b>227,7</b>
Polska	36,1	32,9	40,3	47,4	52,7	55,3	57,5	59,4	60,9	62,2	63,2	64,0	64,7	65,2
Niemcy	47,0	51,3	48,9	57,0	76,2	80,6	84,7	87,8	90,3	92,2	93,7	94,8	95,6	96,3
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
Europa pozostałe	20,7	22,5	27,3	28,1	35,1	35,7	38,0	39,8	41,2	42,3	43,1	43,8	44,3	44,6
Azja	4,6	4,4	6,0	9,6	10,7	11,7	12,3	12,8	13,1	13,4	13,6	13,8	13,9	14,0
inne	3,6	2,1	3,3	3,7	5,8	6,3	6,6	6,9	7,1	7,2	7,4	7,4	7,5	7,6
Komponenty automatyki	---	100,6	109,8	124,8	155,3	164,1	173,0	180,2	185,9	190,4	193,9	196,6	198,7	200,3
Towary	---	17,3	18,9	20,9	18,5	20,0	20,3	20,5	20,7	20,9	21,0	21,1	21,2	21,2
Pozostałe	---	3,1	4,9	5,3	6,5	5,7	5,8	5,9	6,0	6,0	6,0	6,1	6,1	6,1
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>24,7</b>	<b>23,8</b>	<b>27,7</b>	<b>24,2</b>	<b>38,8</b>	<b>38,7</b>	<b>40,6</b>	<b>42,1</b>	<b>43,3</b>	<b>44,3</b>	<b>45,1</b>	<b>45,8</b>	<b>46,3</b>	<b>46,7</b>
Komponenty automatyki	---	17,5	19,2	14,7	30,2	30,2	31,9	33,3	34,5	35,4	36,1	36,7	37,2	37,6
Towary	---	5,8	5,3	7,9	7,0	7,4	7,5	7,6	7,7	7,7	7,8	7,8	7,8	7,9
Pozostałe	---	0,7	3,2	1,6	1,6	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
SG&A	17,9	16,9	18,2	17,2	20,1	21,4	22,5	23,3	24,0	24,5	24,9	25,3	25,5	25,7
Saldo PPO/PKO	-0,1	2,4	-0,3	-1,0	0,0	0,0	0,0	-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>25,5</b>	<b>25,7</b>	<b>26,9</b>	<b>27,3</b>	<b>27,7</b>	<b>28,1</b>	<b>28,5</b>	<b>28,8</b>	<b>29,1</b>	<b>29,3</b>
<b>EBIT</b>	<b>6,7</b>	<b>9,2</b>	<b>9,2</b>	<b>6,0</b>	<b>18,6</b>	<b>17,3</b>	<b>18,1</b>	<b>18,7</b>	<b>19,2</b>	<b>19,7</b>	<b>20,1</b>	<b>20,4</b>	<b>20,7</b>	<b>20,9</b>
Saldo finansowe	-0,2	0,8	-0,8	-3,2	-1,4	-1,3	-0,9	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1
Zysk brutto	6,4	10,1	8,4	2,8	17,3	16,0	17,2	18,0	18,6	19,2	19,7	20,1	20,5	20,8
<b>Zysk netto</b>	<b>4,9</b>	<b>7,7</b>	<b>6,6</b>	<b>1,2</b>	<b>13,7</b>	<b>12,6</b>	<b>13,6</b>	<b>14,2</b>	<b>14,7</b>	<b>15,2</b>	<b>15,5</b>	<b>15,9</b>	<b>16,2</b>	<b>16,4</b>
CFO	13,4	12,6	8,3	-1,8	8,2	18,0	19,4	20,5	21,4	22,2	22,8	23,4	23,8	24,2
CAPEX	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
Dług netto	5,9	-0,2	4,8	13,9	21,3	18,5	14,0	7,8	1,8	-4,6	-11,1	-18,1	-25,5	-33,2
<b>Przychody zmiana r/r</b>	<b>-10,0%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>10,4%</b>	<b>13,0%</b>	<b>19,4%</b>	<b>5,2%</b>	<b>4,9%</b>	<b>3,8%</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,2%</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,0%</b>	<b>0,8%</b>
Polska	-9,4%	-8,8%	22,4%	17,9%	11,1%	5,0%	4,0%	3,2%	2,6%	2,0%	1,6%	1,3%	1,0%	0,8%
Niemcy	-5,8%	9,1%	-4,7%	16,7%	33,5%	5,8%	5,0%	3,8%	2,8%	2,1%	1,6%	1,2%	0,9%	0,7%
Rosja	-16,2%	-22,9%	-0,9%	-35,0%	-100,0%	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Europa pozostałe	-12,1%	8,4%	21,6%	2,7%	24,8%	2,0%	6,2%	4,7%	3,5%	2,7%	2,0%	1,5%	1,1%	0,9%
Azja	-35,9%	-5,3%	36,6%	60,6%	10,8%	10,0%	5,0%	3,8%	2,8%	2,1%	1,6%	1,2%	0,9%	0,7%
<b>Marża zysku brutto ze sprzedaży</b>	<b>20,2%</b>	<b>19,7%</b>	<b>20,7%</b>	<b>16,0%</b>	<b>21,5%</b>	<b>20,4%</b>	<b>20,4%</b>	<b>20,4%</b>	<b>20,4%</b>	<b>20,4%</b>	<b>20,4%</b>	<b>20,4%</b>	<b>20,5%</b>	<b>20,5%</b>
Komponenty automatyki	---	17,4%	17,5%	11,8%	19,4%	18,4%	18,4%	18,5%	18,5%	18,6%	18,6%	18,7%	18,7%	18,8%
Towary	---	33,3%	28,0%	37,9%	37,7%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%
Pozostałe	---	22,9%	64,8%	29,6%	24,5%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
SG&A/przychody	14,7%	14,0%	13,6%	11,4%	11,2%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%
<b>Marża EBITDA</b>	<b>10,7%</b>	<b>13,4%</b>	<b>11,9%</b>	<b>8,4%</b>	<b>14,2%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,2%</b>	<b>13,0%</b>	<b>12,9%</b>	<b>12,9%</b>	<b>12,9%</b>	<b>12,9%</b>	<b>12,9%</b>
<b>Marża EBIT</b>	<b>5,4%</b>	<b>7,6%</b>	<b>6,9%</b>	<b>4,0%</b>	<b>10,3%</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,2%</b>
<b>Marża zysku netto</b>	<b>4,0%</b>	<b>6,4%</b>	<b>4,9%</b>	<b>0,8%</b>	<b>7,6%</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,2%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**DANE FINANSOWE**

	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
<b>Bilans [mln PLN]</b>												
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>50,9</b>	<b>58,3</b>	<b>66,4</b>	<b>68,0</b>	<b>67,2</b>	<b>65,6</b>	<b>64,9</b>	<b>64,5</b>	<b>64,5</b>	<b>64,5</b>	<b>64,5</b>	<b>64,5</b>
Wartości niematerialne i prawne	5,5	9,4	9,6	9,7	9,9	10,1	10,3	10,5	10,8	11,0	11,2	11,4
Rzeczowe aktywa trwałe	45,4	48,6	56,5	58,0	56,9	55,1	54,2	53,7	53,5	53,3	53,0	52,8
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	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>76,3</b>	<b>82,3</b>	<b>93,7</b>	<b>100,1</b>	<b>107,8</b>	<b>115,4</b>	<b>121,9</b>	<b>127,5</b>	<b>131,9</b>	<b>136,3</b>	<b>141,7</b>	<b>150,2</b>
Zapasy	39,6	45,1	50,1	52,7	55,3	57,4	59,1	60,4	61,4	62,2	62,8	63,2
Należności krótkoterminowe	31,9	34,7	42,6	44,8	47,0	48,8	50,2	51,3	52,2	52,8	53,4	53,8
Inwestycje krótkoterminowe	4,7	2,6	1,1	2,6	5,4	9,2	12,6	15,9	18,3	21,4	25,5	33,2
- w tym środki pieniężne	4,7	2,6	1,1	2,6	5,4	9,2	12,6	15,9	18,3	21,4	25,5	33,2
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Aktywa razem</b>	<b>127,2</b>	<b>140,6</b>	<b>160,1</b>	<b>168,1</b>	<b>175,0</b>	<b>181,0</b>	<b>186,7</b>	<b>192,0</b>	<b>196,4</b>	<b>200,9</b>	<b>206,2</b>	<b>214,7</b>
<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>94,6</b>	<b>96,5</b>	<b>110,2</b>	<b>118,3</b>	<b>125,6</b>	<b>133,0</b>	<b>140,6</b>	<b>148,4</b>	<b>156,4</b>	<b>164,5</b>	<b>172,7</b>	<b>181,1</b>
<b>Kapitał mniejszości</b>	<b>1,2</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>31,4</b>	<b>44,2</b>	<b>49,9</b>	<b>49,8</b>	<b>49,4</b>	<b>48,0</b>	<b>46,1</b>	<b>43,6</b>	<b>40,0</b>	<b>36,4</b>	<b>33,5</b>	<b>33,7</b>
Rezerwy na zobowiązania	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Zobowiązania długoterminowe	1,3	5,1	5,1	3,8	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	1,2	5,1	5,1	3,8	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	25,7	34,8	40,6	41,7	42,8	43,7	41,9	39,4	35,8	32,1	29,2	29,4
- w tym zobowiązania oprocentowane	8,3	11,4	17,3	17,2	17,1	17,0	14,4	11,3	7,2	3,2	0,0	0,0
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pasywa razem</b>	<b>127,2</b>	<b>140,6</b>	<b>160,1</b>	<b>168,1</b>	<b>175,0</b>	<b>181,0</b>	<b>186,7</b>	<b>192,0</b>	<b>196,4</b>	<b>200,9</b>	<b>206,2</b>	<b>214,7</b>
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>												
Przychody netto ze sprzedaży	133,6	151,0	180,3	189,8	199,1	206,6	212,6	217,3	220,9	223,8	226,0	227,7
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	27,7	24,2	38,8	38,7	40,6	42,1	43,3	44,3	45,1	45,8	46,3	46,7
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	18,2	17,2	20,1	21,4	22,5	23,3	24,0	24,5	24,9	25,3	25,5	25,7
Zysk (strata) na sprzedaży	9,5	6,9	18,6	17,3	18,1	18,8	19,3	19,8	20,2	20,5	20,8	21,0
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-0,3	-1,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
EBITDA	15,9	12,7	25,5	25,7	26,9	27,3	27,7	28,1	28,5	28,8	29,1	29,3
EBIT	9,2	6,0	18,6	17,3	18,1	18,7	19,2	19,7	20,1	20,4	20,7	20,9
Saldo działalności finansowej	-0,8	-3,2	-1,4	-1,3	-0,9	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1
Zysk (strata) brutto	8,4	2,8	17,3	16,0	17,2	18,0	18,6	19,2	19,7	20,1	20,5	20,8
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**	6,6	1,2	13,7	12,6	13,6	14,2	14,7	15,2	15,5	15,9	16,2	16,4
<b>**dla akcjonariuszy jedn. dominującej</b>												
<b>CF [mln PLN]</b>												
Przepływy z działalności operacyjnej	8,3	-1,8	8,2	18,0	19,4	20,5	21,4	22,2	22,8	23,4	23,8	24,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-14,1	-12,2	-15,0	-10,0	-8,0	-7,1	-7,8	-8,1	-8,4	-8,4	-8,4	-8,4
Przepływy z działalności finansowej	7,4	11,8	5,3	-6,5	-8,3	-8,9	-10,0	-10,3	-10,9	-11,9	-12,0	-11,3
Przepływy pieniężne netto	1,6	-2,2	-1,5	1,5	3,1	4,6	3,6	3,7	3,5	3,0	3,4	4,4
Środki pieniężne na początek okresu	3,1	4,7	2,6	1,1	2,6	5,7	10,2	13,9	17,6	21,1	24,1	27,5
Środki pieniężne na koniec okresu	4,7	2,6	1,1	2,6	5,7	10,2	13,9	17,6	21,1	24,1	27,5	31,9
<b>Wskaźniki</b>												
Przychody zmiana r/r	10%	13%	19%	5%	5%	4%	3%	2%	1%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	-2%	-20%	101%	0%	5%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	-15%	-81%	998%	-8%	8%	5%	3%	3%	3%	2%	2%	1%
Marża brutto na sprzedaży	20,7%	16,0%	21,5%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,5%	20,5%
Marża EBITDA	11,9%	8,4%	14,2%	13,5%	13,5%	13,2%	13,0%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%
Marża EBIT	6,9%	4,0%	10,3%	9,1%	9,1%	9,0%	9,0%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,2%
Marża netto	4,9%	0,8%	7,6%	6,6%	6,8%	6,9%	6,9%	7,0%	7,0%	7,1%	7,2%	7,2%
SG&A / przychody	13,6%	11,4%	11,2%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%
ROE	6,9%	1,3%	12,4%	10,7%	10,8%	10,7%	10,5%	10,2%	9,9%	9,7%	9,4%	9,1%
ROA	5,2%	0,9%	8,6%	7,5%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,6%
Dług	9,5	16,5	22,4	21,0	19,4	17,0	14,4	11,3	7,2	3,2	0,0	0,0
D / (D+E)	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
D / E	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług / kapitał własny	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług netto	4,8	13,9	21,3	18,5	14,0	7,8	1,8	-4,6	-11,1	-18,1	-25,5	-33,2
Dług netto / kapitał własny	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
Dług netto / EBITDA	0,3	1,1	0,8	0,7	0,5	0,3	0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,9	-1,1
EV	90,3	99,4	106,8	104,0	99,5	93,3	87,3	81,0	74,4	67,4	60,0	52,3
Dług / EV	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
CAPEX / Przychody	11%	8%	8%	5%	4%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
CAPEX / Amortyzacja	213%	178%	217%	119%	91%	81%	92%	96%	100%	100%	100%	100%
Zmiana KO / Przychody	4%	2%	7%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	40%	14%	45%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%
P/E*	13,0	68,5	6,2	6,8	6,3	6,0	5,8	5,6	5,5	5,4	5,3	5,2
P/BV*	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA*	5,7	7,8	4,2	4,1	3,7	3,4	3,1	2,9	2,6	2,3	2,1	1,8
EV/EBIT*	9,8	16,6	5,7	6,0	5,5	5,0	4,5	4,1	3,7	3,3	2,9	2,5
EV/S*	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,47	0,66	0,71	0,74	0,77	0,79	0,81	0,83	0,84
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	33,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \* Obliczenia przy cenie 8,90 PLN

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**
**Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału  
tel. (032) 208 14 12  
e-mail: [maciej.bobrowski@bdm.pl](mailto: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](mailto: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](mailto: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](mailto:anna.tobiasz@bdm.pl)

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**
**Leszek Mackiewicz**

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

**Tomasz Ilczyszyn**

tel. (022) 62-20-854  
e-mail: [tomasz.ilczyszyn@bdm.pl](mailto:tomasz.ilczyszyn@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](mailto:piotr.komorowski@bdm.pl)

**Historia rekomendacji spółki:**

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

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

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

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

**Objaśnienia używanej terminologii:**

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

**System rekomendacji:**

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

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

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

**Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'23\*:**

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

	liczba	%	liczba	%
Kupuj	9	60%	0	0%
Akumuluj	2	13%	0	0%
Trzymaj	4	27%	0	0%
Redukuj	0	0%	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: 2023-06-09**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-06-09 (10:50 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-06-09 (10:50 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 wahaniami w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub w 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 2023-06-09:**

- 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.