



Dom Maklerski BDM S.A.

RELPOL

RAPORT ANALITYCZNY

TRZYMAJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: TRZYMAJ)

WYCENA 5,16 PLN

25 PAŹDZIERNIK 2024, 16:10 CEST

Otoczenie makro dla Relpolu pozostaje bardzo wymagające, co znajduje odzwierciedlenie w wynikach. Po bardzo mocnym ubiegłym roku, w 2024 spółka z trudem może przekroczyć break-even na poziomie EBITDA (w 1H'24 wynik spadł z 15 do 0 mln PLN). Zarząd podjął działania optymalizujące i sygnalizuje lekką poprawę w postaci wzrostu liczby nowych zamówień (co może potwierdzać także raport ABB za 3Q'24, które jest głównym odbiorcą spółki), jednak liczymy się z tym, że wyraźniejsze efekty pojawią się najwcześniej w 2025 roku. Relpol stara się pozyskać nowych odbiorców, po tym jak zakończono projekt zwiększający moce produkcyjne (poprawił on także automatyzację). Słabe bieżące wyniki oraz odsuwanie się w czasie poprawy koniunktury, skłaniają nas do zrewidowania kolejnej raz w dół naszych prognoz. Po aktualizacji modelu cenę docelową wyznaczamy obecnie na poziomie 5,16 PLN, co implikuje pozostanie przy zaleceniu Trzymaj.

Wyniki za ostatnie okresy

W 2023 spółka osiągnęła 159,5 mln PLN przychodów (+6% r/r) oraz 8,6 mln PLN zysku netto (w tym 9,2 mln PLN w 1H'23). W 1H'24 przychody wyniosły 58,1 mln PLN (-41% r/r) a strata netto -3,5 mln PLN. W samym 2Q'24 spółka miała 26,9 mln PLN przychodów oraz -1,7 mln PLN straty netto. Spółce udało się ograniczyć dług netto do 12,8 mln PLN po 2Q'24 (z 23,7 mln PLN po 4Q'23), dzięki zoptymalizowaniu kapitału obrotowego i braku większych nakładów inwestycyjnych. Główny kredytodawca spółki (ING) przesunął do 1Q'25 konieczność osiągnięcia wymaganego kowenantu, drugi (BNP) podwyższył jego limit.

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 stanowił dla spółki wyzwanie związane z okresem niższego portfela zamówień i utrzymującym się spowolnieniem gospodarczym. Spółka zwraca uwagę także na wzrost kosztów, presję cenową czy negatywny wpływ umacniania się PLN. Zarząd podjął szereg działań w kierunku ograniczenia kosztów. Nadejście wyraźniejszego ożywienia w przemyśle opóźnia się, jednocześnie zarząd widzi przesłanki do poprawy sytuacji w kolejnych kwartałach oraz liczy na wpływ środków z KPO na rynku polskim. Celem dla spółki na ten rok jest pozyskanie nowych klientów dla zbudowanego potencjału produkcyjnego.

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 nastrojów w polskim przemyśle, ale nadal są to poziomy poniżej 50 pkt. Natomiast niemiecki wskaźnik pozostaje bardzo słaby. Niedawno zaprezentowane wyniki ABB (jeden z głównych odbiorców spółki) wskazały na pewne pozytywne trendy w poziomie nowych zamówień (pierwszy od półtora roku wzrost w samych Niemczech o +33% r/r a globalny napływ nowych zamówień wzrósł r/r, po spadkach w 1 i 2Q'24), przy czym sama sprzedaż kwartalna nieco rozczarowała rynek.

Prognozy wyników, wskaźniki

Obecnie zakładamy, że w 2024 roku 115 mln PLN przychodów, 2,0 mln PLN EBITDA oraz -5,5 mln PLN straty netto. W latach 2025 i 2026 roku oczekujemy zwiększenia wykorzystania mocy produkcyjnych (obecnie szacujemy, że wykorzystane są w około połowie) i poprawy otoczenia makro. Przekłada się to w naszych prognozach na odpowiednio 140/ 12,4/ 3,3 mln PLN w 2025 oraz 168/ 17,2/ 7,8 mln PLN w 2026. Nasze prognozy implikują EV/EBITDA'25=32,9x, '25=5,8x. Obecna kapitalizacja to 52 mln PLN, co odpowiada CAPEX spółki za ostatnie 4 lata.

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	133,6	151,0	159,5	114,6	140,4	168,4
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	27,7	24,2	32,4	14,9	25,8	32,1
Wynik na sprzedaży [mln PLN]	9,5	6,9	12,9	-4,5	5,5	10,5
EBITDA [mln PLN]	15,9	12,7	17,2	2,0	12,4	17,2
EBIT [mln PLN]	9,2	6,0	11,1	-4,7	5,5	10,4
Wynik brutto [mln PLN]	8,4	2,8	10,0	-6,0	4,1	9,7
Wynik netto [mln PLN]	6,6	1,2	8,6	-5,5	3,3	7,8
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	4,8	13,9	23,7	12,8	18,0	17,4
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
P/E	7,9	41,4	6,0	---	15,8	6,6
EV/EBITDA	3,6	5,2	4,4	31,9	5,6	4,0
EV/EBIT	6,2	11,0	6,8	---	12,8	6,6

Wycena DCF [PLN]	4,79
Wycena porównawcza [PLN]	6,65
Wycena końcowa [PLN]	5,16
Potencjał do wzrostu / spadku	-4,1%
Koszt kapitału	15,2%
Cena rynkowa [PLN]	5,38
Kapitalizacja [mln PLN]	51,7
Ilość akcji [mln. szt.]	9,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	7,00
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	5,42
Stopa zwrotu za 3 mc	-6,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	-22,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	-22,3%
Struktura akcjonariatu:	
Adam Ambroziak	33,0%
Piotr Osiński	10,8%
Pozostali	56,2%

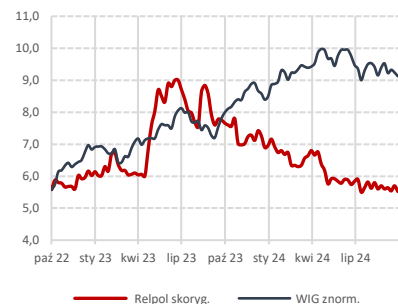
Krzysztof Pado

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	9
DANE FINANSOWE	15

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
P/E	7,9	41,4	6,0	-9,5	15,8	6,6	5,4
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	3,6	5,2	4,4	31,9	5,6	4,0	3,5
EV/EBIT	6,2	11,0	6,8	-13,7	12,8	6,6	5,3
EV/S	0,4	0,4	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4
BVPS	9,8	10,0	10,9	10,3	10,6	11,5	12,2
EPS	0,7	0,1	0,9	-0,6	0,3	0,8	1,0
DPS (w danym roku)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,20
Payout ratio	0%	0%	0%	0%	0%	0%	25%

Wyniki roczne [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	133,6	151,0	159,5	114,6	140,4	168,4	185,4
Polska	40,3	47,4	44,6	36,2	44,4	53,3	58,6
Niemcy	48,9	57,0	70,9	47,8	61,4	74,8	83,1
Rosja	7,8	5,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
inne Europa	27,3	28,1	27,4	17,8	19,4	21,6	22,8
pozostałe	9,3	13,3	16,6	12,8	15,2	18,7	20,9
Zysk brutto ze sprzedaży	27,7	24,2	32,4	14,9	25,8	32,1	36,0
SG&A	18,2	17,2	19,5	19,3	20,3	21,6	23,3
PPO/PKO	-0,3	-1,0	-1,8	-0,2	0,0	-0,1	-0,1
EBITDA	15,9	12,7	17,2	2,0	12,4	17,2	19,4
EBIT	9,2	6,0	11,1	-4,7	5,5	10,4	12,7
Zysk brutto	8,4	2,8	10,0	-6,0	4,1	9,7	12,0
Zysk netto	6,6	1,2	8,6	-5,5	3,3	7,8	9,6
Dług netto	4,8	13,9	23,7	12,8	18,0	17,4	15,4

Wskaźniki	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	10%	13%	6%	-28%	22%	20%	10%
EBITDA zmiana r/r	-2%	-20%	35%	-88%	511%	39%	12%
Zysk netto zmiana r/r	-15%	-81%	587%	-164%	-160%	138%	23%
Marża brutto na sprzedaży	20,7%	16,0%	20,3%	13,0%	18,4%	19,1%	19,4%
Marża EBITDA	11,9%	8,4%	10,8%	1,8%	8,8%	10,2%	10,4%
Marża netto	4,9%	0,8%	5,4%	-4,8%	2,3%	4,6%	5,2%
ROE	6,9%	1,3%	8,2%	-5,5%	3,2%	7,1%	8,1%
ROA	5,2%	0,9%	5,9%	-4,2%	2,4%	5,2%	6,0%

Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	50,9	58,3	70,2	71,0	70,6	69,3	68,7
WNiP	5,5	9,4	18,2	18,4	19,0	18,8	18,8
Rzeczowe aktywa trwałe	45,4	48,6	51,9	52,5	51,4	50,3	49,8
Pozostałe aktywa trwałe	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aktywa obrotowe	76,3	82,3	74,1	58,8	68,2	81,9	90,6
Zapasy	39,6	45,1	44,7	32,1	39,3	47,2	51,9
Należności krótkoterminowe	31,9	34,7	28,0	20,5	26,1	31,3	34,4
Środki pieniężne	4,7	2,6	1,4	6,2	2,9	3,4	4,2
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	127,2	140,6	144,3	129,7	138,8	151,2	159,3

Kapitał własny	94,6	96,5	104,5	99,0	102,3	110,1	117,7
Udziały mniejszości	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania i rezerwy	31,4	44,2	39,9	30,7	36,5	41,1	41,6
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	19,0	20,9	20,8	19,6
Zobowiązania pozostałe	17,5	23,4	10,8	7,8	11,7	16,4	18,0
Pasywa razem	127,2	140,6	144,3	129,7	138,8	151,2	159,3
Dług netto	4,8	13,9	23,7	12,8	18,0	17,4	15,4
Dług netto / Kapitał własny	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1
Dług netto / EBITDA	0,3	1,1	1,4	6,3	1,5	1,0	0,8

Rachunek przepływu [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
CFO	8,3	-1,8	0,0	19,0	1,9	6,8	10,6
CFI	-14,1	-12,2	-14,0	-7,5	-6,5	-5,5	-6,1
CFE	7,4	11,8	12,8	-6,8	1,3	-0,7	-3,7
- w tym dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,9
Przepływy pieniężne netto	1,6	-2,2	-1,1	4,7	-3,3	0,6	0,8
CAPEX / Amortyzacja	213%	178%	256%	111%	94%	81%	91%

RELPOL

Rekomendacja	Trzymaj	www:	www.repol.pl
Wycena końcowa [PLN]	5,16		
Potencjał	-4%	daty najbliższych raportów:	
Cena rynkowa [PLN]	5,38	3Q'24:	20 lis
Ilość akcji [mln. szt.]	9,6	4Q'24:	b.d.
Kapitalizacja [mln PLN]	51,7		

Podstawowe informacje o przeobrażeniach:

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

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

Wskaźniki	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24P
Przychody zmiana r/r	22%	-8%	-26%	-41%	-41%	-19%
EBITDA zmiana r/r	152%	-166%	11%	-104%	-98%	-111%
Zysk netto zmiana r/r	48%	-10%	111%	-441%	-130%	-145%
Marża brutto na sprzedaży	22,1%	16,2%	16,8%	10,4%	12,5%	11,4%
Marża EBITDA	13,5%	-4,7%	12,8%	-1,0%	0,4%	0,7%
Marża netto	7,7%	-6,4%	5,4%	-5,8%	-6,3%	-5,9%

Wskaźniki II	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
EPS, Adj+	0,68	0,13	0,89	-0,57	0,34	0,81
Revenue	133,6	151,0	159,5	114,6	140,4	168,4
Gross Margin %	20,7%	16,0%	20,3%	13,0%	18,4%	19,1%
EBIT	9,2	6,0	11,1	-4,7	5,5	10,4
EBITDA	15,9	12,7	17,2	2,0	12,4	17,2
Net Income Adj+	6,6	1,2	8,6	-5,5	3,3	7,8
Net Debt	4,8	13,9	23,7	12,8	18,0	17,4
BPS	9,8	10,0	10,9	10,3	10,6	11,5
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Return on Equity %	6,9%	1,3%	8,2%	-5,5%	3,2%	7,1%
Return on Assets %	5,2%	0,9%	5,9%	-4,2%	2,4%	5,2%
Depreciation	5,6	5,6	5,5	5,9	6,0	5,9
Amortization	1,2	1,1	0,6	0,8	0,9	0,9
Free Cash Flow	-5,8	-14,0	-14,0	11,5	-4,6	1,3
CAPEX	14,3	11,9	15,5	7,5	6,5	5,5

Czynnik ryzyka:

- Eskalacja wojny na Ukrainie - wstrzymanie pracy zakładu Relpol Altera.
- Wysokie ceny surowców strategicznych lub problemy z ich dostępnością.
- Spadek kursu EUR/PLN - spółka jest eksporterem netto.
- Znaczny wzrost kosztów pracy, usług obcych czy kosztów energii
- Ryzyko technologiczne - ryzyko zwiększenia się udziału w rynku przeobrażeń 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 4,79 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 6,65 PLN. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 5,16 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	4,79
Wycena metodą porównawczą, w tym:	20%	6,65
Wycena 1 akcji Relpol [PLN]		5,16

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 (5,70%), premii za ryzyko rynkowe (9,5%) oraz współczynnika beta = 1,0.

Główne założenia modelu:

- W 2024 roku spodziewamy się skonsolidowanych przychodów grupy na poziomie 115 mln PLN (-28% r/r, szczególnie w 1H'24 spółka odczuwała wysoką bazę z ubiegłego roku). W 2025 roku zakładamy wzrost do 140 mln PLN (szansa na nałożenie się pozyskania nowych klientów, 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 mocy czy efekty inwestycji w automatyzację produkcji przełożą się na odbudowanie rentowności (zakładamy poziom 9% w 2025 roku i 10-12% w kolejnych latach). Ryzykiem dla takiego scenariusza może być np. ewentualnie trwalsze umocnienie PLN vs EUR (spółka jest eksporterem netto) czy niskie wykorzystanie mocy.
- Zakładamy, że 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 za ostatnie 10 lat.
- 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 25 października 2024 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 46,0 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 4,79 PLN.

Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	114,6	140,4	168,4	185,4	197,0	205,8	212,6	217,9	222,2	226,6
EBIT [mln PLN]	-4,7	5,5	10,4	12,7	14,8	16,3	17,8	19,2	19,5	19,9
Stopa podatkowa	9%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Podatek od EBIT [mln PLN]	-0,4	1,1	2,1	2,5	3,0	3,3	3,6	3,8	3,9	4,0
NOPLAT [mln PLN]	-4,3	4,4	8,4	10,1	11,8	13,0	14,2	15,4	15,6	15,9
Amortyzacja [mln PLN]	6,7	6,9	6,8	6,7	6,7	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6
CAPEX [mln PLN]	-7,5	-6,5	-5,5	-6,1	-6,4	-6,7	-6,6	-6,6	-6,6	-6,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	17,5	-9,1	-8,7	-6,4	-4,4	-3,3	-2,5	-2,0	-1,6	-1,7
FCF [mln PLN]	12,4	-4,4	1,0	4,3	7,7	9,7	11,7	13,3	14,0	14,3
DFCF [mln PLN]	12,1	-3,7	0,7	2,8	4,4	4,9	5,1	5,1	4,7	4,1
Suma DFCF [mln PLN]	40,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	101,5									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	29,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	69,6									
Dług netto 2023 [mln PLN]	23,7									
Wartość kapitału [mln PLN]	46,0									
Ilość akcji [mln szt.]	9,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	4,79									

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

Przychody zmiana r/r	-28,1%	22,4%	20,0%	10,1%	6,3%	4,5%	3,3%	2,5%	2,0%	2,0%
EBIT zmiana r/r	---	---	90,9%	21,2%	16,6%	10,5%	9,0%	8,0%	1,8%	1,8%
FCF zmiana r/r	---	---	---	350,8%	79,0%	25,9%	20,6%	14,2%	5,2%	1,8%
Marża EBITDA	1,8%	8,8%	10,2%	10,4%	10,9%	11,1%	11,5%	11,9%	11,8%	11,7%
Marża EBIT	-4,1%	3,9%	6,2%	6,8%	7,5%	7,9%	8,4%	8,8%	8,8%	8,8%
Marża NOPLAT	-3,8%	3,1%	5,0%	5,5%	6,0%	6,3%	6,7%	7,0%	7,0%	7,0%
CAPEX / Przychody	6,5%	4,6%	3,3%	3,3%	3,2%	3,2%	3,1%	3,0%	3,0%	2,9%
CAPEX / Amortyzacja	111,3%	94,1%	81,3%	91,3%	95,7%	100,2%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	-15,3%	6,5%	5,1%	3,5%	2,2%	1,6%	1,2%	0,9%	0,7%	0,7%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	39,0%	35,5%	30,9%	37,9%	37,9%	37,9%	37,9%	37,9%	37,9%	37,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%
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	85,4%	84,9%	86,2%	87,7%	89,7%	91,8%	94,7%	97,1%	99,4%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,6%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Udział kapitału obcego	14,6%	15,1%	13,8%	12,3%	10,3%	8,2%	5,3%	2,9%	0,6%	0,0%
WACC	13,9%	13,8%	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	5,78	6,12	6,52	7,5%	5,85	6,20	6,61	7,5%	6,87	6,20	5,62		
	0,9	5,12	5,40	5,73	8,5%	5,15	5,44	5,76	8,5%	6,08	5,44	4,88		
	1,0	4,56	4,79	5,05	Premia za ryzyko	9,5%	4,56	4,79	5,05	Premia za ryzyko	9,5%	5,40	4,79	4,25
	1,1	4,06	4,25	4,47	10,5%	4,04	4,23	4,44	10,5%	4,82	4,23	3,72		
	1,2	3,63	3,79	3,97	11,5%	3,58	3,74	3,92	11,5%	4,30	3,74	3,26		

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 przekazników 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 przekazników, 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 6,65 PLN/akcję.

Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym:		6,65
- wycena do krajowych producentów elektrotechniki	70%	5,50
- wycena do zagranicznych producentów przekazników	30%	9,33

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wycena porównawcza do krajowych spółek

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Apator	12,0	11,5	9,7	6,5	5,9	5,4
Aplisens	9,0	8,1	7,9	4,7	4,1	6,2
Sonel	10,5	9,3	8,8	4,9	4,4	5,4
Mediana	10,5	9,3	8,8	4,9	4,4	5,4
Relpol	---	15,8	6,6	31,9	5,6	4,0
Premia/dyskonto	---	68,9%	-24,8%	547,4%	27,2%	-25,5%
Wycena wg wskaźnika	---	3,18	7,15	---	3,83	7,84
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		5,17			5,83	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	5,50					

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	20,2	17,3	15,0	9,4	8,1	7,0
Mediana	20,2	17,3	15,0	9,4	8,1	7,0
Relpol	---	15,8	6,6	31,9	5,6	4,0
Premia/dyskonto	---	-8,8%	-55,7%	239,2%	-30,3%	-42,7%
Wycena wg wskaźnika	---	5,90	12,15	0,64	8,53	10,74
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		9,03			9,64	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	9,33					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI ZA OSTATNIE OKRESY

Wyniki za 2Q'2024 [mln PLN]

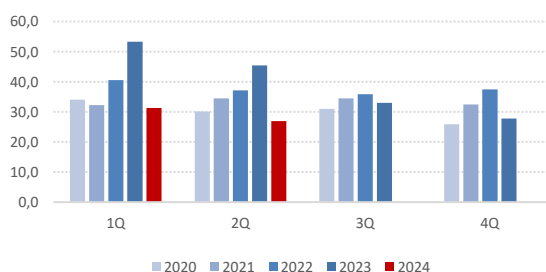
	2Q'23	2Q'24	zmiana r/r	2Q'24P BDM	odchyl.	1H'23	1H'24	zmiana r/r
Przychody	45,4	26,9	-40,8%	29,9	-10,1%	98,7	58,1	-41,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	10,0	3,4	-66,5%	4,1	-17,4%	22,4	6,6	-70,5%
Zysk na sprzedaży	5,0	-1,4	---	-0,9	---	12,4	-3,2	---
EBITDA	6,1	0,1	-98,1%	0,9	-86,5%	15,2	-0,2	---
EBIT	4,7	-1,6	---	-0,9	---	12,1	-3,4	---
Zysk brutto	4,2	-1,5	---	-1,3	---	11,3	-3,5	---
Zysk netto	3,5	-1,7	---	-1,0	---	9,2	-3,5	---
Marża brutto ze sprzedaży	22,1%	12,5%		13,6%		22,7%	11,4%	
Marża EBITDA	10,9%	-5,3%		-3,0%		12,5%	-5,6%	
Marża EBIT	10,4%	-6,0%		-3,0%		12,3%	-5,8%	
Marża zysku netto	7,7%	-6,3%		-3,5%		9,3%	-6,0%	

Źródło: BDM S.A., spółka

- W 2Q'24 przychody wyniosły 26,9 mln PLN (-41% r/r, -14% q/q, 10% poniżej naszych założeń). Sprzedaż na rynku polskim spadła o -25% r/r, natomiast sprzedaż eksportowa o -46% r/r (w tym w Niemczech o -48% r/r). Baza porównawcza z ubiegłego roku była bardzo wymagająca, ale sprzedaż spadła także poniżej poziomów notowanych w poprzednich latach. Spółka zwraca uwagę na słabą koniunkturę w przemyśle i inwestycjach czy umocnienie PLN.
- Zdecydowanej erozji r/r uległa rentowność brutto ze sprzedaży (12,5% w 2Q'24 vs 22,1% rok temu). Udało się ją nieco poprawić względem 1Q'24 (10,4%). Rentowność produkcji wyniosła 9,6% vs 22,5% rok temu i 7,5% w 1Q'24.
- EBITDA wyniosła 0,1 mln PLN (vs 6,1 mln PLN rok temu i -0,3 mln PLN w 1Q'24), Spodziewaliśmy się 0,9 mln PLN.
- Wynik netto wyniósł -1,7 mln PLN (vs +3,5 mln PLN w 2Q'23).
- Cash flow operacyjny: +7,5 mln PLN (vs +2,3 mln PLN rok temu).
- CAPEX: 2,0 mln PLN (5,5 mln PLN w całym 1H'24). Trwają testy wydajności nowych automatycznych linii produkcyjnych (ukończony projekt finansowany dotacją z NCBiR).
- Dług netto po 2Q'24: 12,8 mln PLN (vs 18,1 mln PLN po 1Q'24 – za spadek odpowiada lepsza pozycja na kapitale obrotowym). Spółka wynegocjowała odstąpienie od liczenia kowenantu dla finansowania w ING oraz wyższy jego poziom w umowie z BNP (jest on obecnie spełniony).
- Spółka (na podstawie wpływających nowych zamówień oraz sytuacji i opinii u partnerów handlowych) oczekuje poprawy sytuacji rynkowej w perspektywie najbliższych kwartałów (kwartał temu zarząd pisał o pojawieniu się przesłanek wskazujących na powolną poprawę sytuacji rynkowej w kolejnych miesiącach).

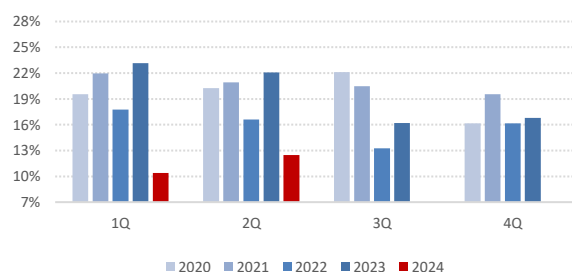
Podsumowując, spółka w 2Q'24 (podobnie jak w 1Q'24) odnotowała mocny spadek przychodów r/r a rentowność brutto ze sprzedaży była pod presją niskiego wykorzystania mocy produkcyjnych. Wyniki były nieco poniżej naszych i tak już niskich oczekiwań. Na plus możemy odnotować lekką poprawę rentowności w 2Q'24 vs 1Q'24 i ograniczenie zadłużenia (renegocjowano także jego warunki). Zarząd oczekuje poprawy sytuacji rynkowej w perspektywie najbliższych kwartałów. Baza wynikowa w 2H'24 jest już dużo mniej wymagająca (w 3Q'23 spółka miała +2,3 mln PLN a w 4Q'23 +1,3 mln PLN skoryg. EBITDA), aczkolwiek nadal były to wyniki wyższe niż generowane w 1/2Q'24 (dodatkowo należy pamiętać o sezonowości, która jest słabsza w drugiej połowie roku ze względu na okresy urlopowe u odbiorców).

Przychody [mln PLN]

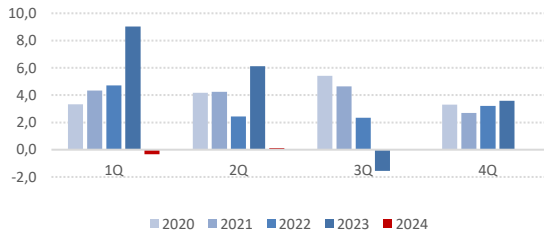


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

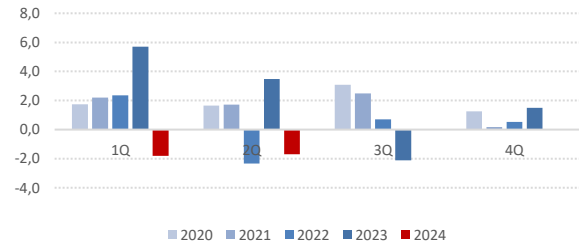
Marża brutto ze sprzedaży



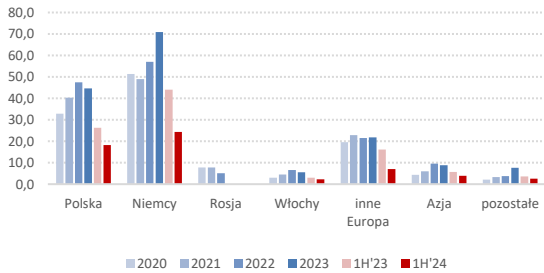
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA [mln PLN]


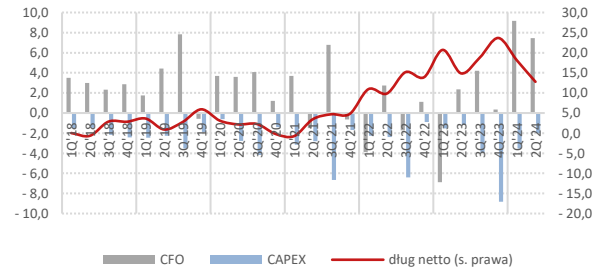
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wynik netto [mln PLN]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura przychodów geograficznie [mln PLN]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dług netto [mln PLN]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki za ostatnie kwartały [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'24	2Q'24
Przychody ze sprzedaży	32,2	34,5	34,4	32,5	40,6	37,1	35,8	37,5	53,3	45,4	32,9	27,8	31,3	26,9
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	8,8
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	13,3	11,0
Rosja	1,8	1,9	1,9	2,2	2,1	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
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	4,8	4,5
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	1,9	1,9
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	1,8	0,7
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	27,6	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	2,7	2,2
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	1,0	0,6
Zysk brutto ze sprzedaży	7,1	7,2	7,0	6,4	7,2	6,2	4,8	6,0	12,4	10,0	5,3	4,7	3,2	3,4
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	2,1	2,3
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	1,1	0,9
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	0,2	0,0
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	5,1	4,8
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	0,0	-0,2
EBITDA	4,3	4,3	4,6	2,7	4,7	2,4	2,3	3,2	9,0	6,1	-1,6	3,6	-0,3	0,1
EBIT	2,7	2,5	2,9	1,0	3,1	0,7	0,6	1,6	7,4	4,7	-3,1	2,0	-1,8	-1,6
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	-0,2	0,1
Zysk brutto	3,1	-2,2	0,6	1,3	7,1	4,2	-2,7	1,4	-2,0	-1,5	0,2	-0,1	0,8	1,2
Zysk netto	2,2	1,7	2,5	0,2	2,3	-2,3	0,7	0,5	5,7	3,5	-2,1	1,5	-1,8	-1,7
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	9,2	7,5
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	3,5	2,0
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	18,1	12,8
Przychody zmiana r/r	-5,4%	14,5%	11,2%	25,6%	26,0%	7,6%	4,1%	15,4%	31,5%	22,3%	-8,1%	-25,7%	-41,4%	-
Polska	7%	39%	5%	47%	28%	18%	-15%	37%	15%	-5%	20%	-39%	-36%	-25%
Niemcy	-23%	-2%	0%	14%	26%	6%	24%	10%	52%	54%	-5%	-4%	-42%	-48%
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%	-57%	-42%
Azja	-12%	322%	54%	38%	62%	4%	19%	129%	-6%	181%	-20%	-56%	-23%	-40%
inne	-21%	112%	36%	118%	215%	-41%	-31%	42%	95%	215%	219%	19%	-7%	-58%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	22,0%	20,9%	20,5%	19,6%	17,8%	16,6%	13,3%	16,1%	23,2%	22,1%	16,2%	16,8%	10,4%	12,5%
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%	7,5%	9,6%
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%	42,6%	40,8%
Pozostałe	22,8%	21,4%	59,7%	120%	20,1%	20,4%	18,6%	56,6%	35,0%	2,6%	14,3%	246,4%	23,5%	-6,0%
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%	16,2%	17,8%
Marża EBITDA	13,4%	12,3%	13,5%	8,3%	11,6%	6,5%	6,5%	8,6%	17,0%	13,5%	-4,7%	12,8%	-1,0%	0,4%
Marża EBIT	8,4%	7,3%	8,5%	3,2%	7,6%	1,9%	1,7%	4,2%	13,9%	10,4%	-9,3%	7,3%	-5,7%	-6,0%
Marża zysku netto	6,9%	5,0%	7,2%	0,5%	5,8%	-6,3%	2,0%	1,4%	10,7%	7,7%	-6,4%	5,4%	-5,8%	-6,3%

Źródło: BDM S.A., spółka

PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Aktualna sytuacja po stronie kosztowej

Największą pozycję w strukturze kosztów spółki stanowią koszty zużycia materiałów i energii (blisko 70 mln PLN za 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 kupuje już przetworzone materiały, których ceny są także pod wpływem kosztów przetworzenia, co powoduje, że ceny surowców nie przekładają się 1:1. Spółka używa także w procesie produkcji tworzyw sztucznych (elementy plastikowe), materiałów elektronicznych stali czy opakowań (papier, worki).

W 2023 otoczenie surowcowe dla spółki wyglądało korzystniej niż w 2022 roku (). Okres 1-3Q'24 przyniósł jednak kolejne podwyżki cen podstawowych surowców (miedź, srebro, tworzywa), tylko w części rekompensowany przez umocnienie PLN.

Zatrudnienie

Koszty wynagrodzeń to 25% kosztów za 2023 rok a koszt usług obcych to ok. 16% kosztów. Zatrudnienie na koniec 2023 roku wynosiło 631 osób (-83 osoby r/r; w tym 377 osób w Polsce, reszta w Ukrainie, gdzie spółka posiada zakład montażowy, w którym montowane są elementy przekładników przemysłowych, które później trafiają głównie na eksport - spółka korzysta z różnicy płac pomiędzy Polską a Ukrainą). Spółka jest wrażliwa na zmiany płacy minimalnej w Polsce. Duża podwyżka płacy w 2024 roku negatywnie dotknęła spółkę, odpowiedzią spółki są inwestycje poczynione w automatyzację (nowa linia) oraz redukcja zatrudniania. W 1H'24 średnie zatrudnienie wyniosło 565 etatów (-149 etatów r/r), a outsourcing (plus umowy zlecenia) ograniczono do jedynie 15 osób (vs 112 rok temu).

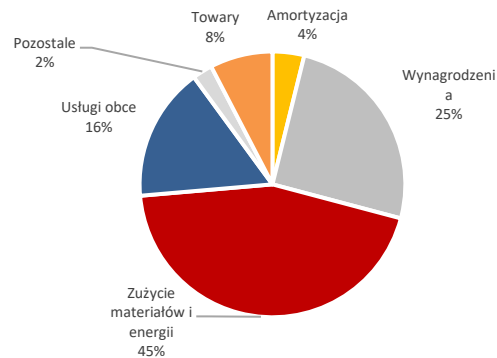
Cennik spółki

Pomiędzy 2022 a 2023 rokiem spółka podniosła ceny katalogowe o przeciętnie kilkanaście procent. Jesienią 2023 i wiosną 2024 spółka przeprowadziła kolejne korekty cen, ale zmiany były kosmetyczne. Cennik z lipca 2024 przyniósł ok. 5% podwyżki cen.

Ekspozycja walutowa

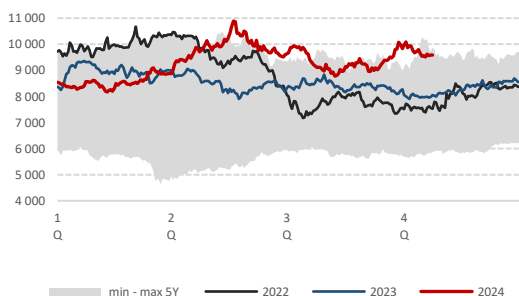
Negatywnie na wyniki spółki po stronie przychodowej wpływa w ostatnich kwartałach umocnienie PLN vs EUR (w 2023 roku ponad 60% przychodów spółki uzyskiwanych było w EUR, a ok 9% w USD). W tym samym czasie PLN umacniało się vs USD – co pozytywnie wpływa na koszty „dolarowych” surowców. Spółka szacuje, 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.

Struktura kosztów (ostatni pełny rok obrotowy)



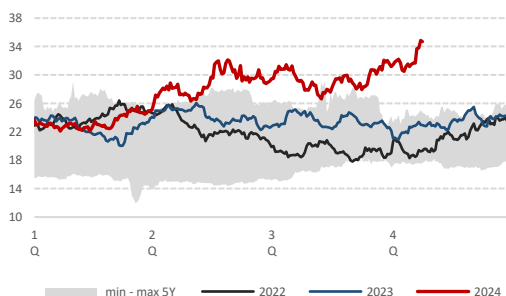
Źródło: BDM S.A., spółka, w zużycie energii elektrycznej wyniosło 4,1 tys MWh, ciepłej 6,2 tys GJ a gazu ziemnego 2,3 tys MWh

Cena miedzi [USD/t]

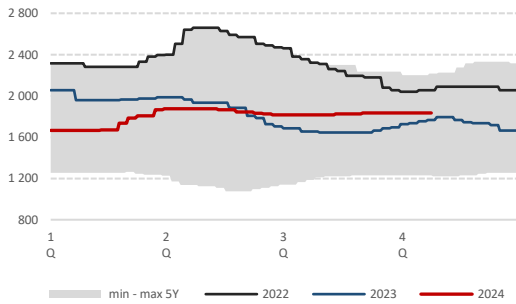
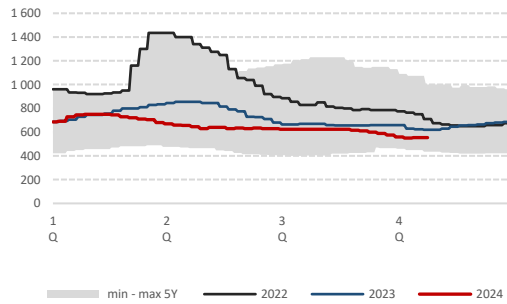
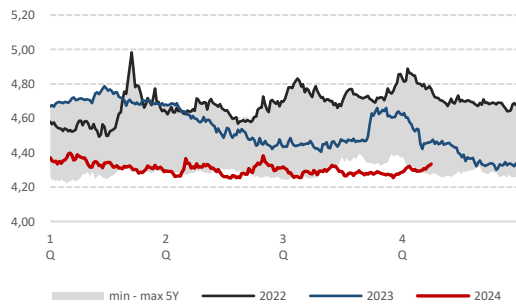
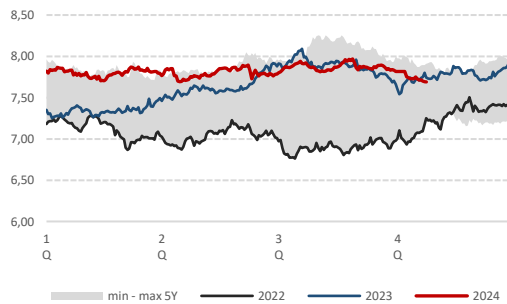


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena srebra [USD/oz]



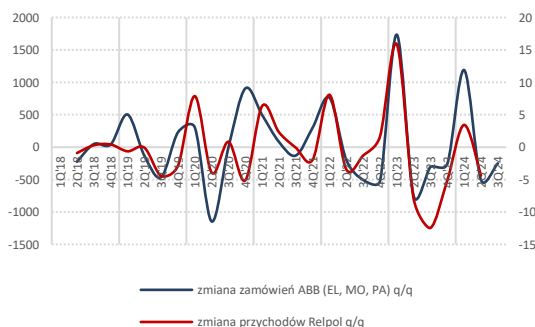
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena polietylenu [EUR/t]

Cena stali [EUR/t]

 Źródło: BDM S.A., Bloomberg
 EUR/PLN

 Źródło: BDM S.A., Bloomberg
 EUR/CNY


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

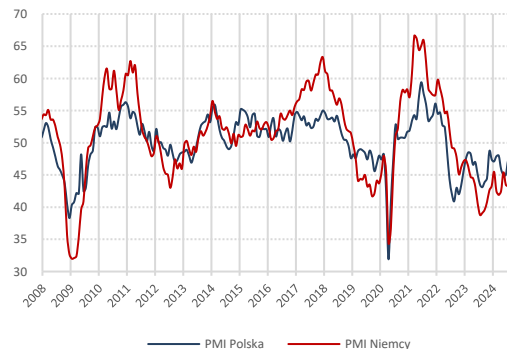
Koniunktura rynkowa

Generalnie popyt na produkty spółki jest powiązany głównie z koniunkturą w przemyśle w Niemczech i w Polsce. Obecnie wskaźniki PMI dla polskiego przemysłu wskazuje na pewną poprawę, ale nadal są to poziomy poniżej 50 pkt. Natomiast w przypadku Niemiec mamy nadal bardzo słabe odczyty w okolicy 40-45 pkt. Niedawno zaprezentowane wyniki ABB (jeden z głównych odbiorców spółki) wykazały, że 3Q'24 był pierwszym od półtora roku kwartałem wzrostu zamówień na rynku niemieckim (+33% r/r, przy także +6% na całym rynku europejskim). Natomiast globalny napływ nowych zamówień był sezonowo niższy q/q, ale wzrósł r/r (przy spadkach w 1 i 2Q'24). Zwracamy uwagę, że w średnim terminie atrakcyjność Relpolu vs Chiny dla kontrahentów z Europy Zachodniej wzrosła ze względu na bliską lokalizację i rozbudowę mocy produkcyjnych.

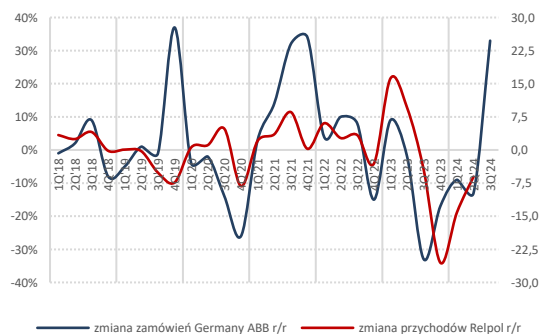
Zmiana zamówień ABB* q/q [mln USD] vs zmiana przychodów Relpol q/q [mln PLN]


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

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

PMI dla przemysłu w Polsce i w Niemczech


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 będzie 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. Najprostszym zastosowaniem 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 na 3Q'2024

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	1-3Q'23	1-3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	32,9	26,7	-19,0%	131,7	84,8	-35,6%	159,5	114,6	-28,1%	140,4	22,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	5,3	3,0	-43,1%	27,7	9,6	-65,2%	32,4	14,9	-54,1%	25,8	73,4%
Zysk na sprzedaży	0,8	-1,5	---	13,2	-4,7	---	12,9	-4,5	---	5,5	---
EBITDA	-1,6	0,2	---	13,6	0,0	---	17,2	2,0	-88,2%	12,4	511,0%
EBIT	-3,1	-1,6	---	9,1	-5,0	---	11,1	-4,7	---	5,5	---
Zysk brutto	-2,7	-2,0	---	8,6	-5,5	---	10,0	-6,0	---	4,1	---
Zysk netto	-2,1	-1,6	---	7,1	-5,1	---	8,6	-5,5	---	3,3	---
Marża brutto ze sprzedaży	16,2%	11,4%		21,0%	11,4%		20,3%	13,0%		18,4%	
marża EBITDA	-4,7%	0,7%		10,3%	0,0%		10,8%	1,8%		8,8%	
marża EBIT	-9,3%	-5,9%		6,9%	-5,8%		7,0%	-4,1%		3,9%	
marża netto	-6,4%	-5,9%		5,4%	-6,0%		5,4%	-4,8%		2,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W 1H'24 spółka odnotowała stratę netto i istotny spadek przychodów r/r. W ocenie zarządu cały 2024 będzie rokiem trudnym zarówno od strony przychodowej jak i marżowej. 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 (m.in. istotny spadek średniego zatrudnienia oraz prawie całkowita rezygnacja z jego outsourcingu). Spółka stawia sobie za cel 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).

Po 2Q'24 zarząd wskazał, że oczekuje poprawy sytuacji rynkowej w perspektywie najbliższych kwartałów (poprzednio wskazywano na perspektywę powolnej poprawy sytuacji rynkowej w kolejnych miesiącach), co każe ostrożnie podchodzić do prognozowania 2H'24.

W 3Q'24 nie oczekujemy poprawy q/q po stronie przychodowej (w ujęciu r/r będzie naszym zdaniem słabiej), na sprzedaż może negatywnie wpływać niski poziom zamówień z poprzednich miesięcy. PMI dla niemieckiego przemysłu (kluczowy kierunek eksportowy spółki) w 3Q'24 wyniósł średnio 42,1 pkt (vs 43,8 pkt w 2Q'24). Przy niskim poziomie sprzedaży i obecnej bazie kosztowej (spółka jest wrażliwa na poziom płacy minimalnej),

Relpolowi może być także w 3Q'24 ciężko o break-even na poziomie operacyjnym (prognozujemy stratę EBIT na -1,6 mln PLN, czyli podobnie do 2Q'24, przy porównaniu r/r należy mieć na uwadze zaksięgowany wtedy odpis). Stratę netto estymujemy na poziomie -1,6 mln PLN. W lipcu spółka wprowadziła nieznaczny podwyżkę cen (+5%, poprzednia miała miejsce 1Q'23), co może nieco poprawić perspektywę dla marż w 2H'24. Jednocześnie nie widać nadal wyraźniejszego ożywienia w samym otoczeniu spółki (break-even w 2024 roku na poziomie netto, który zakładaliśmy jeszcze w maju, obecnie wydaje się nieosiągalny).

W marcu 2024 roku spółka zakończyła inwestycję w stworzenie nowego przekaźnika bistabilnego oraz prototypowej linii automatycznego montażu (linia zapewnia możliwość produkcji zarówno nowego typu przekaźników jak i zwiększy potencjał produkcji przekaźników przemysłowych monostabilnych). W 2024 roku produkty z tej linii będą włączane do sprzedaży, jednak należy brać pod uwagę, że linia podlega w tym roku kalibracji i szerszych efektów jej działania należy oczekiwać dopiero w 2025 roku.

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'24	2Q'24	3Q'24P	4Q'24P
Przychody ze sprzedaży	32,2	34,5	34,4	32,5	40,6	37,1	35,8	37,5	53,3	45,4	32,9	27,8	31,3	26,9	26,7	29,8
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	8,8	8,5	9,5
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	13,3	11,0	11,0	12,5
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	4,8	4,5	4,2	4,3
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	1,9	1,9	2,0	2,0
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	1,8	0,7	1,0	1,5
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	27,6	24,2	23,9	26,3
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	2,7	2,2	2,2	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	1,0	0,6	0,6	0,6
Zysk brutto ze sprzedaży	7,1	7,2	7,0	6,4	7,2	6,2	4,8	6,0	12,4	10,0	5,3	4,7	3,2	3,4	3,0	5,2
Komponenty automatyki	5,6	4,4	4,1	5,1	4,9	2,9	3,3	3,7	9,9	9,2	4,4	0,8	2,1	2,3	2,2	3,9
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	1,1	0,9	0,8	1,2
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	0,0	0,1	0,1
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	5,1	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	0,0	-0,2	-0,1	0,0
EBITDA	4,3	4,3	4,6	2,7	4,7	2,4	2,3	3,2	9,0	6,1	-1,6	3,6	-0,3	0,1	0,2	2,1
EBIT	2,7	2,5	2,9	1,0	3,1	0,7	0,6	1,6	7,4	4,7	-3,1	2,0	-1,8	-1,6	-1,6	0,2
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	-0,2	0,1	-0,4	-0,7
Zysk brutto	3,1	-2,2	0,6	1,3	7,1	4,2	-2,7	1,4	-2,0	-1,5	-2,0	-0,5	0,4	0,7	1,5	1,5
Zysk netto	2,2	1,7	2,5	0,2	2,3	-2,3	0,7	0,5	5,7	3,5	-2,1	1,5	-1,8	-1,7	-1,6	-0,4
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	9,2	7,5	0,2	2,2
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	3,5	2,0	1,5	0,5
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	18,1	12,8	14,5	12,8
Przychody zmiana r/r	-5,4%	14,5%	11,2%	25,6%	26,0%	7,6%	4,1%	15,4%	31,5%	22,3%	-8,1%	-25,7%	-41,4%	-40,8%	-19,0%	7,1%
Polska	7%	39%	5%	47%	28%	18%	-15%	37%	15%	-5%	20%	-39%	-36%	-25%	-10%	8%
Niemcy	-23%	-2%	0%	14%	26%	6%	24%	10%	52%	54%	-5%	-4%	-42%	-48%	-24%	1%
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%	-57%	-42%	-19%	38%
Azja	-12%	322%	54%	38%	62%	4%	19%	129%	-6%	181%	-20%	-56%	-23%	-40%	42%	12%
inne	-21%	112%	36%	118%	215%	-41%	-31%	42%	95%	215%	219%	19%	-7%	-58%	-58%	-13%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	22,0%	20,9%	20,5%	19,6%	17,8%	16,6%	13,3%	16,1%	23,2%	22,1%	16,2%	16,8%	10,4%	12,5%	11,4%	17,6%
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%	7,5%	9,6%	9,0%	15,0%
Towary	28,5%	60,8%	42,0%	-26,4%	35,7%	39,6%	36,6%	39,1%	39,8%	25,9%	32,2%	66,4%	42,6%	40,8%	35,0%	40,0%
Pozostałe	22,8%	21,4%	59,7%	120%	20,1%	20,4%	18,6%	56,6%	35,0%	2,6%	14,3%	246,4%	23,5%	-6,0%	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%	16,2%	17,8%	16,9%	16,7%
Marża EBITDA	13,4%	12,3%	13,5%	8,3%	11,6%	6,5%	6,5%	8,6%	17,0%	13,5%	-4,7%	12,8%	-1,0%	0,4%	0,7%	6,9%
Marża EBIT	8,4%	7,3%	8,5%	3,2%	7,6%	1,9%	1,7%	4,2%	13,9%	10,4%	-9,3%	7,3%	-5,7%	-6,0%	-5,9%	0,8%
Marża zysku netto	6,9%	5,0%	7,2%	0,5%	5,8%	-6,3%	2,0%	1,4%	10,7%	7,7%	-6,4%	5,4%	-5,8%	-6,3%	-5,9%	-1,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- Zarząd wskazuje, 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 (co może stać pod pewnym znakiem zapytanie biorąc pod uwagę wyhamowanie dynamik wzrostu w 2024 roku w tym obszarze).
- W 1H'24 przychody wyniosły 58,1 mln PLN (-41% r/r) a strata netto -3,5 mln PLN. Po 1-3Q'24 prognozujemy, że strata jeszcze się powiększy, a 4Q'24 też raczej oceniamy jako małe szanse na break-even. Nadejście wyraźniejszego ożywienia w przemyśle opóźnia się, jednocześnie zarząd widzi przesłanki do poprawy sytuacji w kolejnych kwartałach oraz liczy na wpływ środków z KPO na rynku polskim. Celem dla spółki na ten rok jest pozyskanie nowych klientów na dotychczasowych i nowych rynkach dla zbudowanego potencjału produkcyjnego.
- Uważamy, że do poprawy sentymentu do spółki konieczna może okazać się trwalsza poprawa nastrojów w europejskim, a szczególnie niemieckim, przemyśle. Niedawno zaprezentowane wyniki ABB, gdzie pojawiły się pewne pozytywne trendy w poziomie nowych zamówień mogą być jakąś zapowiedzią wychodzenia z dołka, ale wymagają potwierdzenia w kolejnych okresach.
- Obecnie zakładamy, że w 2024 roku spółka wypracuje 115 mln PLN przychodów, 2,0 mln PLN EBITDA oraz -5,5 mln PLN straty netto. W latach 2025 i 2026 roku oczekujemy zwiększenia wykorzystania mocy produkcyjnych (obecnie szacujemy, że wykorzystane są w około połowie, liczymy, że spółka pozyska nowych istotnych klientów) i poprawy otoczenia makro. Przekłada się to w naszych prognozach na

odpowiednio 140 mln PLN przychodów i 12,4 mln PLN EBITDA w 2025 oraz odpowiednio 168 / 17,2mln PLN w 2026 (oznacza to zmianę wyników względem poprzedniej rekomendacji o odpowiednio: -7%/-22% w 2025 roku i -6%/-14% w 2026 roku).

- 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 odbudowanie rentowności (zakładamy poziom 9% w 2025 roku i 10-12% w kolejnych latach). Rysikiem dla takiego scenariusza może być np. ewentualnie trwalsze umocnienie PLN vs EUR (spółka jest eksporterem netto) czy niskie wykorzystanie mocy.
- Spółce udało się ograniczyć dług netto do 12,8 mln PLN po 2Q'24 (z 23,7 mln PLN po 4Q'23), dzięki zoptymalizowaniu kapitału obrotowego i braku większych nakładów inwestycyjnych. Główny kredytodawca spółki (ING) przesunął do 1Q'25 konieczność osiągnięcia wymaganego kowenantu, drugi (BNP) podwyższył jego limit. Zakładamy, że poziom długu netto na poziomie małych kilkunastu mln PLN uda się utrzymać do końca roku. W przypadku poprawy koniunktury w 2025 roku należy liczyć się ze wzrostem zapotrzebowania na kapitał obrotowy.
- Zakładamy, że w najbliższych latach CAPEX może spaść nawet poniżej amortyzacji. Spółka ma za sobą duży program inwestycyjny, zwiększający o kilkadziesiąt procent zdolności produkcyjne. Jednocześnie będą prowadzone jeszcze inwestycje uzupełniające. Doinwestowania może wymagać także obszar IT. W długim terminie zakładamy CAPEX zbliżony do amortyzacji.

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

	2024P			2025P			2026P		
	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	133,0	114,6	-13,8%	151,6	140,4	-7,4%	178,2	168,4	-5,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	21,0	14,9	-29,2%	29,0	25,8	-11,0%	34,5	32,1	-7,0%
EBITDA	8,6	2,0	-76,4%	15,8	12,4	-21,7%	20,0	17,2	-13,8%
EBIT	1,7	-4,7	---	8,9	5,5	-38,5%	13,1	10,4	-20,3%
Zysk (strata) netto	0,1	-5,5	---	6,2	3,3	-47,2%	9,9	7,8	-21,3%
Dług (gotówka) netto	12,7	12,8	1,1%	11,2	18,0	61,1%	13,3	17,4	30,6%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	15,8%	13,0%		19,1%	18,4%		19,4%	19,1%	
Marża EBITDA	6,5%	1,8%		10,4%	8,8%		11,2%	10,2%	
Marża EBIT	1,3%	-4,1%		5,9%	3,9%		7,4%	6,2%	
Marża zysku netto	0,1%	-4,8%		4,1%	2,3%		5,6%	4,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja z 20.05.2024

Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży	122,2	121,0	133,6	151,0	159,5	114,6	140,4	168,4	185,4	197,0	205,8	212,6	217,9	222,2	226,6
Polska	36,1	32,9	40,3	47,4	44,6	36,2	44,4	53,3	58,6	61,5	63,8	65,6	67,0	68,1	69,2
Niemcy	47,0	51,3	48,9	57,0	70,9	47,8	61,4	74,8	83,1	89,9	95,5	99,9	103,4	106,1	108,9
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	17,8	19,4	21,6	22,8	23,5	23,8	23,9	24,1	24,3	24,5
Azja	4,6	4,4	6,0	9,6	8,9	7,8	9,4	11,6	13,0	13,8	14,2	14,4	14,6	14,8	15,1
inne	3,6	2,1	3,3	3,7	7,7	5,0	5,8	7,1	7,9	8,3	8,5	8,6	8,8	8,9	9,0
Komponenty automatyki	---	100,6	109,8	124,8	141,4	101,9	127,2	154,4	170,8	182,2	190,8	197,3	202,6	206,7	211,0
Towary	---	17,3	18,9	20,9	12,8	9,9	10,7	11,4	11,8	12,0	12,2	12,3	12,4	12,5	12,6
Pozostałe	---	3,1	4,9	5,3	5,3	2,8	2,5	2,7	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9	3,0	3,0
Zysk brutto ze sprzedaży	24,7	23,8	27,7	24,2	32,4	14,9	25,8	32,1	36,0	39,1	41,7	44,0	46,1	47,0	47,9
Komponenty automatyki	---	17,5	19,2	14,7	24,3	10,5	21,3	27,3	31,1	34,0	36,6	38,8	40,9	41,7	42,6
Towary	---	5,8	5,3	7,9	5,3	4,0	4,0	4,3	4,4	4,5	4,6	4,6	4,7	4,7	4,7
Pozostałe	---	0,7	3,2	1,6	2,8	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
SG&A	17,9	16,9	18,2	17,2	19,5	19,3	20,3	21,6	23,3	24,2	25,3	26,2	26,8	27,3	27,9
Saldo PPO/PKO	-0,1	2,4	-0,3	-1,0	-1,8	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
EBITDA	13,1	16,2	15,9	12,7	17,2	2,0	12,4	17,2	19,4	21,4	22,9	24,4	25,8	26,2	26,5
EBIT	6,7	9,2	9,2	6,0	11,1	-4,7	5,5	10,4	12,7	14,8	16,3	17,8	19,2	19,5	19,9
Saldo finansowe	-0,2	0,8	-0,8	-3,2	-1,1	-1,3	-1,4	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5	-0,3	-0,2	-0,1
Zysk brutto	6,4	10,1	8,4	2,8	10,0	-6,0	4,1	9,7	12,0	14,1	15,7	17,3	18,9	19,3	19,8
Zysk netto	4,9	7,7	6,6	1,2	8,6	-5,5	3,3	7,8	9,6	11,3	12,6	13,9	15,1	15,5	15,8
CFO	13,4	12,6	8,3	-1,8	0,0	19,0	1,9	6,8	10,6	14,2	16,4	18,4	20,0	20,6	20,9
CAPEX	10,1	9,0	14,3	11,9	15,5	7,5	6,5	5,5	6,1	6,4	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6
Dług netto	5,9	-0,2	4,8	13,9	23,7	12,8	18,0	17,4	15,4	11,3	7,6	2,5	-1,5	-4,0	-6,6
Przychody zmiana r/r	-10,0%	-1,0%	10,4%	13,0%	5,6%	-28,1%	22,4%	20,0%	10,1%	6,3%	4,5%	3,3%	2,5%	2,0%	2,0%
Polska	-9,4%	-8,8%	22,4%	17,9%	-6,0%	-18,8%	22,7%	20,0%	10,0%	5,0%	3,8%	2,8%	2,1%	1,6%	1,6%
Niemcy	-5,8%	9,1%	-4,7%	16,7%	24,3%	-32,6%	28,4%	22,0%	11,0%	8,3%	6,2%	4,6%	3,5%	2,6%	2,6%
Rosja	-16,2%	-22,9%	-0,9%	-35,0%	-100,0%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Europa pozostałe	-12,1%	8,4%	21,6%	2,7%	-2,4%	-34,9%	8,9%	11,1%	5,6%	2,8%	1,4%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Azja	-35,9%	-5,3%	36,6%	60,6%	-7,6%	-11,9%	19,2%	24,0%	12,0%	6,0%	3,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	20,2%	19,7%	20,7%	16,0%	20,3%	13,0%	18,4%	19,1%	19,4%	19,8%	20,3%	20,7%	21,2%	21,2%	21,1%
Komponenty automatyki	---	17,4%	17,5%	11,8%	17,2%	10,3%	16,7%	17,7%	18,2%	18,7%	19,2%	19,7%	20,2%	20,2%	20,2%
Towary	---	33,3%	28,0%	37,9%	41,0%	39,8%	37,5%	37,5%	37,5%	37,5%	37,5%	37,5%	37,5%	37,5%	37,5%
Pozostałe	---	22,9%	64,8%	29,6%	52,6%	15,9%	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%	16,9%	14,5%	12,8%	12,6%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%
Marża EBITDA	10,7%	13,4%	11,9%	8,4%	10,8%	1,8%	8,8%	10,2%	10,4%	10,9%	11,1%	11,5%	11,9%	11,8%	11,7%
Marża EBIT	5,4%	7,6%	6,9%	4,0%	7,0%	-4,1%	3,9%	6,2%	6,8%	7,5%	7,9%	8,4%	8,8%	8,8%	8,8%
Marża zysku netto	4,0%	6,4%	4,9%	0,8%	5,4%	-4,8%	2,3%	4,6%	5,2%	5,7%	6,1%	6,5%	6,9%	7,0%	7,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Aktywa trwałe	58,3	70,2	71,0	70,6	69,3	68,7	68,4	68,4	68,4	68,4	68,4	68,4
Wartości niematerialne i prawne	9,4	18,2	18,4	19,0	18,8	18,8	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7
Rzeczowe aktywa trwałe	48,6	51,9	52,5	51,4	50,3	49,8	49,6	49,6	49,6	49,6	49,6	49,6
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
Aktywa obrotowe	82,3	74,1	58,8	68,2	81,9	90,6	97,5	102,2	105,7	108,1	108,6	112,2
Zapasy	45,1	44,7	32,1	39,3	47,2	51,9	55,2	57,6	59,5	61,0	62,2	63,4
Należności krótkoterminowe	34,7	28,0	20,5	26,1	31,3	34,4	36,6	38,2	39,5	40,5	41,3	42,1
Inwestycje krótkoterminowe	2,6	1,4	6,2	2,9	3,4	4,2	5,7	6,3	6,7	6,6	5,1	6,6
- w tym środki pieniężne	2,6	1,4	6,2	2,9	3,4	4,2	5,7	6,3	6,7	6,6	5,1	6,6
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	140,6	144,3	129,7	138,8	151,2	159,3	165,9	170,6	174,1	176,5	177,0	180,6
Kapitał (fundusz) własny	96,5	104,5	99,0	102,3	110,1	117,7	125,8	132,8	140,3	146,3	150,4	154,6
Kapitał mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	44,2	39,9	30,7	36,5	41,1	41,6	40,1	37,9	33,8	30,2	26,6	25,9
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	9,2	11,2	11,2	10,1	7,6	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	5,1	15,2	9,2	11,2	11,2	10,1	7,6	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	34,8	20,8	17,6	21,4	26,0	27,6	28,6	29,3	29,9	26,3	22,7	22,0
- 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
Pasywa razem	140,6	144,3	129,7	138,8	151,2	159,3	165,9	170,6	174,1	176,5	177,0	180,6
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody netto ze sprzedaży	151,0	159,5	114,6	140,4	168,4	185,4	197,0	205,8	212,6	217,9	222,2	226,6
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	24,2	32,4	14,9	25,8	32,1	36,0	39,1	41,7	44,0	46,1	47,0	47,9
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	17,2	19,5	19,3	20,3	21,6	23,3	24,2	25,3	26,2	26,8	27,3	27,9
Zysk (strata) na sprzedaży	6,9	12,9	-4,5	5,5	10,5	12,7	14,9	16,4	17,9	19,3	19,7	20,0
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-1,0	-1,8	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
EBITDA	12,7	17,2	2,0	12,4	17,2	19,4	21,4	22,9	24,4	25,8	26,2	26,5
EBIT	6,0	11,1	-4,7	5,5	10,4	12,7	14,8	16,3	17,8	19,2	19,5	19,9
Saldo działalności finansowej	-3,2	-1,1	-1,3	-1,4	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5	-0,3	-0,2	-0,1
Zysk (strata) brutto	2,8	10,0	-6,0	4,1	9,7	12,0	14,1	15,7	17,3	18,9	19,3	19,8
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**	1,2	8,6	-5,5	3,3	7,8	9,6	11,3	12,6	13,9	15,1	15,5	15,8
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
CF [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przepływy z działalności operacyjnej	-1,8	0,0	19,0	1,9	6,8	10,6	14,2	16,4	18,4	20,0	20,6	20,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-12,2	-14,0	-7,5	-6,5	-5,5	-6,1	-6,4	-6,7	-6,6	-6,6	-6,6	-6,6
Przepływy z działalności finansowej	11,8	12,8	-6,8	1,3	-0,7	-3,7	-6,3	-9,2	-11,3	-13,5	-15,4	-12,7
Przepływy pieniężne netto	-2,2	-1,1	4,7	-3,3	0,6	0,8	1,5	0,6	0,4	-0,2	-1,4	1,5
Środki pieniężne na początek okresu	4,7	2,6	1,4	6,2	2,9	3,4	4,2	5,7	6,3	6,7	6,6	5,1
Środki pieniężne na koniec okresu	2,6	1,4	6,2	2,9	3,4	4,2	5,7	6,3	6,7	6,6	5,1	6,6
Wskaźniki	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody zmiana r/r	13%	6%	-28%	22%	20%	10%	3%	4%	3%	2%	2%	2%
EBITDA zmiana r/r	-20%	35%	-88%	511%	39%	12%	11%	7%	6%	6%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	-81%	587%	-164%	-160%	138%	23%	18%	12%	10%	9%	2%	2%
Marża brutto na sprzedaży	16,0%	20,3%	13,0%	18,4%	19,1%	19,4%	19,8%	20,3%	20,7%	21,2%	21,2%	21,1%
Marża EBITDA	8,4%	10,8%	1,8%	8,8%	10,2%	10,4%	10,9%	11,1%	11,5%	11,9%	11,8%	11,7%
Marża EBIT	4,0%	7,0%	-4,1%	3,9%	6,2%	6,8%	7,5%	7,9%	8,4%	8,8%	8,8%	8,8%
Marża netto	0,8%	5,4%	-4,8%	2,3%	4,6%	5,2%	5,7%	6,1%	6,5%	6,9%	7,0%	7,0%
SG&A / przychody	11,4%	12,2%	16,9%	14,5%	12,8%	12,6%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%
ROE	1,3%	8,2%	-5,5%	3,2%	7,1%	8,1%	9,0%	9,5%	9,9%	10,3%	10,3%	10,2%
ROA	0,9%	5,9%	-4,2%	2,4%	5,2%	6,0%	6,8%	7,4%	8,0%	8,6%	8,7%	8,8%
Dług	16,5	25,1	19,0	20,9	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	12,8	18,0	17,4	15,4	11,3	7,6	2,5	-1,5	-4,0	-6,6
Dług netto / kapitał własny	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług netto / EBITDA	1,1	1,4	6,3	1,5	1,0	0,8	0,5	0,3	0,1	-0,1	-0,2	-0,3
EV	65,6	75,4	64,5	69,7	69,1	67,1	63,0	59,3	54,2	50,2	47,7	45,1
Dług / EV	0,3	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%	7%	5%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
CAPEX / Amortyzacja	178%	256%	111%	94%	81%	91%	96%	100%	100%	100%	100%	100%
Zmiana KO / Przychody	2%	4%	-15%	7%	5%	3%	2%	2%	1%	1%	1%	1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	14%	71%	39%	35%	31%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%
P/E*	41,4	6,0	-9,5	15,8	6,6	5,4	4,6	4,1	3,7	3,4	3,3	3,3
P/BV*	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA*	5,2	4,4	31,9	5,6	4,0	3,5	2,9	2,6	2,2	1,9	1,8	1,7
EV/EBIT*	11,0	6,8	-13,7	12,8	6,6	5,3	4,3	3,6	3,1	2,6	2,4	2,3
EV/S*	0,4	0,5	0,6	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	0,00	0,20	0,33	0,59	0,65	0,95	1,18	1,21
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	33,0%	50,0%	50,0%	66,0%	75,0%	75,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 5,38 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

Andrzej Wodecki

Młodszy analityk rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 39
e-mail: andrzej.wodecki@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

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

Piotr Dedecjus

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

Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Piotr Komorowski

tel. (022) 62-20-851
e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

Tomasz Grzeszczyk

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Trzymaj	5,16	Trzymaj	6,25	25.10.2024*	16:10 CEST	5,38	80 846
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 4Q'24*:

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

	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	25%	0	0%
Akumuluj	1	25%	0	0%
Trzymaj	1	25%	0	0%
Redukuj	1	25%	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: 2024-10-25

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-10-25 (16:10 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-10-25 (16:10 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 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 2024-10-25:

- 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.