



Dom Maklerski BDM S.A.

RELPOL

RAPORT ANALITYCZNY

3Q'22 dla spółki był kolejnym okresem spadku rentowności. Marża brutto ze sprzedaży w 3Q'22 wyniosła 13,3% (przy średniej z ostatnich 8 kwartałów na poziomie 20%). Spadł też wolumen sprzedaży. Oprócz czynników makro i związanych z nimi spadkiem popytu Relpol miał w sierpniu problem ze sprzedażowym systemem informatycznym. Mimo mniejszej sprzedanej liczby przekazników, spółka zaraportowała wyższe przychody r/r o 4%. Był to wynik m.in. kontynuacji podnoszenia cen produktów jak i kursów walut zagranicznych. Utrzymująca się presja kosztowa oraz długa rotacja kapitału obrotowego wpływa negatywnie na wycenę. Z tego powodu zmniejszamy cenę docelową do 5,62 PLN i zmieniamy rekomendację na TRZYMAJ.

Spółka nadal boryka się z wysokimi kosztami, a skutki będą również widoczne w '23, pomimo częściowego niwelowania ich poprzez podniesienie cen produktów. Jest to głównie związane z wyższymi cenami energii elektrycznej na przyszły rok, wysokimi cenami materiałów oraz wzrostem kosztów pracownika (istotny wzrost pensji minimalnej w 2023).

Wysokie zapotrzebowanie na kapitał obrotowy oraz większe zadłużenie również mają wpływ na wycenę spółki. Nie widzimy potencjału redukcji wskaźnika dług netto/EBITDA do końca roku '23 ze względu na prowadzone prace rozwojowe oraz wysokie stany magazynów i wysokie poziomy rotacji należności.

Produkty spółki nadal pozostają niezbędne w wielu zastosowaniach, ale rok 2023 pod względem wyników najprawdopodobniej nie zaskoczy nas pozytywną dynamiką. Zakładamy, że przychody r/r spadną, a skorygowany wynik netto będzie niższy niż w '22. Mimo to uważamy, że spółka nadal będzie rentowna, a w przyszłości będzie mogła w pełni skorzystać ze zwiększonego potencjału produkcyjnego.

Mimo gorszej koniunktury popyt na przekładniki niektórych kategorii rośnie. Przekładniki wysokoprądowe (solarne) cieszą się wysokim popytem zarówno w kraju jak i za granicą. Ma to związek z przyspieszeniem transformacji energetycznej w Europie. Produkty które znajdują swoje zastosowanie w automatyzacji przemysłu nadal sprzedają się bardzo dobrze, a dynamika wzrostu tego rynku powinna zostać utrzymana. Z drugiej strony obserwujemy spadek popytu na przekładniki miniaturowe, między innymi na te stosowane w automatyce budowlanej oraz przez klientów detalicznych. Uważamy, że niski popyt na te produkty utrzyma się w '23, jednak wraz ze zwiększonymi inwestycjami wśród deweloperów w kolejnych latach popyt znacznie powoli się odbudowywać.

	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody	135,8	122,2	121,0	133,6	149,6	145,1	159,0
EBITDA	17,8	13,1	16,2	15,9	12,2	12,1	15,6
EBIT	11,9	6,7	9,2	9,2	5,2	4,1	6,5
Wynik netto	9,2	4,9	7,8	6,6	1,1	2,1	3,4
OCF	11,7	13,4	12,6	8,3	-1,7	12,9	12,1
FCF	4,1	3,3	3,6	-6,0	-15,4	-3,5	0,6
Dług netto	2,8	5,9	-0,2	4,8	16,1	21,0	22,5
/EBITDA	0,2	0,5	0,0	0,3	1,3	1,7	1,4
P/BV	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
P/E	5,8	11,0	6,9	8,2	48,1	25,3	15,7
EV/EBITDA	2,9	4,5	3,3	3,7	5,7	6,2	4,9
EV/EBIT	4,3	9,0	5,8	6,4	13,4	18,5	11,8

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

TRZYMAJ

(POPZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 5,62 PLN

16 GRUDNIA 2022, 11:40 CET

Wycena końcowa [PLN]	5,62
Potencjał do wzrostu / spadku	0,4%
Koszt kapitału	13,00%
Cena rynkowa [PLN]	5,60
Kapitalizacja [mln PLN]	53,8
Ilość akcji [mln. szt.]	9,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	6,16
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	5,40
Stopa zwrotu za 3 mc	1,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	1,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	-8,5%
Akcjonariat (% głosów):	
Adam Ambroziak	33,0%
Piotr Osiński	7,0%
Pozostali	47,0%

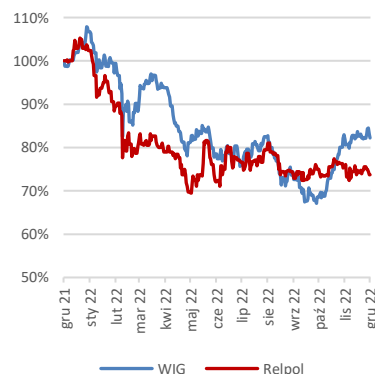
Kajetan Sroczynski

kajetan.sroczynski@bdm.pl

tel. +48 (032) 208 14 39

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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

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

SPIS TREŚCI:

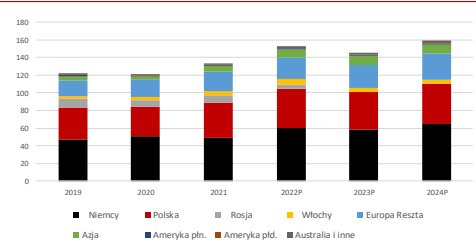
WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
WYNIKI ZA 3Q'22	8
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	9
DANE FINANSOWE	12

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

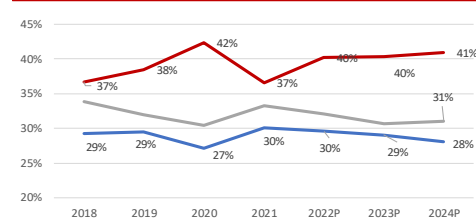
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	135,8	122,2	121,0	133,6	149,6	145,1	159,0
kraj	39,8	36,1	32,9	40,3	44,2	42,1	44,7
eksport	95,9	86,1	88,1	93,3	108,1	102,9	114,3
w tym Niemcy	49,9	47,0	51,3	48,9	60,1	58,5	65,0
Zysk brutto ze sprzedaży	32,5	24,7	23,8	27,7	23,3	21,6	25,7
marża brutto ze sprzedaży	23,9%	20,2%	19,7%	20,7%	15,6%	14,9%	16,1%
koszty SG&A	19,5	15,4	16,9	18,2	17,2	17,5	19,2
% sprzedaży	14,4%	12,6%	14,0%	13,6%	11,5%	12,1%	12,1%
PPO	0,9	1,0	3,3	1,0	0,2	0,0	0,0
PKO	1,9	1,2	0,9	1,3	1,2	0,0	0,0
EBITDA	17,8	13,1	16,2	15,9	12,2	12,1	15,6
marża EBITDA	13,1%	10,7%	13,4%	11,9%	8,2%	8,4%	9,8%
EBIT	11,9	6,7	9,2	9,2	5,2	4,1	6,5
przychody finansowe	0,3	0,3	1,0	0,0	0,2	0,0	0,0
koszty finansowe	0,1	0,5	0,1	0,8	3,4	1,4	2,1
Zysk brutto	12,1	6,5	10,1	8,4	2,0	2,7	4,3
podatek	2,6	1,6	2,1	1,8	0,9	0,6	0,9
Zysk netto	9,2	4,9	7,8	6,6	1,1	2,1	3,4
marża zysku netto	6,8%	4,0%	6,4%	4,9%	0,7%	1,5%	2,2%
Bilans [mln PLN]	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	40,2	44,1	43,9	50,9	57,2	65,5	67,9
RAT	32,8	32,5	35,3	42,7	46,0	54,7	57,4
WNiP	6,9	6,5	5,0	5,5	8,8	8,3	8,0
Aktywa finansowe/inne	0,5	5,0	3,7	2,7	2,4	2,4	2,4
Aktywa obrotowe	66	63,0	63,9	76,3	79,6	78,5	88,0
Zapasy	31,5	32,7	31,3	39,6	40,1	39,4	41,5
Należności	30,4	28,1	29,5	31,8	38,7	38,4	40,4
Środki pieniężne i ekwiwalenty	1,4	1,8	3,1	4,7	0,3	0,2	5,5
Pozostałe	2,7	0,4	0,0	0,2	0,5	0,5	0,5
Aktywa razem	106,2	107,1	107,9	127,2	136,7	144,0	155,9
Kapitał własny	79,9	80,5	87,7	94,6	96,4	98,6	102,0
Zobowiązania długoterminowe	3,8	6,2	5,3	4,2	7,2	5,8	4,8
Oprocentowane	0,6	2,4	1,9	1,2	4,5	3,0	2,0
Zobowiązania krótkoterminowe	21,1	1,2	0,9	1,5	1,8	1,9	2,0
Oprocentowane	3,6	5,3	1,0	8,3	11,9	18,2	26,1
Zobowiązania handlowe	9,6	7,1	11,4	17,4	19,4	19,5	21,0
Pasywa razem	106,2	107,1	107,9	127,2	136,7	144,0	155,9
Cash Flow [mln PLN]	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przepływy z dział. operacyjnej	11,7	13,4	12,6	8,3	-1,7	12,9	12,1
Amortyzacja	5,9	6,5	7,0	6,7	7,0	8,1	9,1
Kapitał obrotowy	-4,9	1,8	0,1	-4,3	-8,3	1,3	-2,6
Przepływy z dział. inwestycyjnej	-7,5	-9,3	-8,7	-14,1	-13,7	-16,4	-11,4
CAPEX	-7,6	-10,1	-9,0	-14,3	-13,7	-16,4	-11,4
Przepływy z dział. finansowej	-4,3	-3,7	-2,6	7,4	10,9	3,4	4,7
Zmiana zadłużenia	0,2	1,3	-4,1	7,5	8,3	6,5	8,0
Dywidenda	-3,9	-4,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Odsetki/leasing	-0,6	-0,7	-1,1	-0,9	-0,9	-1,7	-1,1
Zamiana środków pieniężnych	-0,2	0,4	1,3	1,6	-4,4	-0,1	5,3
Środki pieniężne	1,4	1,8	3,1	4,7	0,3	0,2	5,5
Dynamiki [%]	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody	10,0%	-10,0%	-1,0%	10,4%	12,0%	-3,0%	9,6%
EBITDA	27,8%	-26,2%	23,6%	-2,0%	-23,1%	-0,8%	28,3%
Zysk netto	60,4%	-46,6%	58,4%	-15,5%	-83,0%	90,2%	61,4%
Wybrane dane i wskaźniki*	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Liczba akcji [mln]	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6
ROE	11,5%	6,1%	8,9%	7,0%	1,2%	2,2%	3,4%
ROA	8,7%	4,6%	7,2%	5,2%	0,8%	1,5%	2,2%
Dług netto [mln PLN]	2,8	5,9	-0,2	4,8	16,1	21,0	22,5
/EBITDA 12m	0,2	0,5	0,0	0,3	1,3	1,7	1,4
P/E	5,8	11,0	6,9	8,2	48,1	25,3	15,7
P/BV	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	2,9	4,5	3,3	3,7	5,7	6,2	4,9
EV/EBIT	4,3	9,0	5,8	6,4	13,4	18,5	11,8
DPS	0,40	0,42	0	0	0	0	0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *obliczone przy cenie rynkowej 5,60 PLN/akcje.

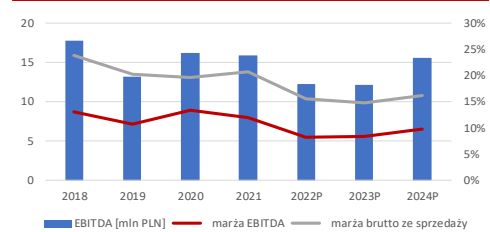
Struktura segmentowa sprzedaży [mln PLN]



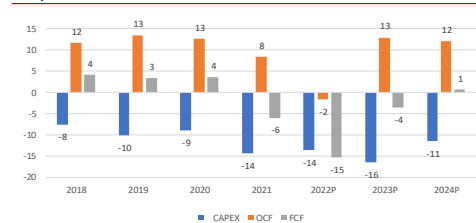
Udział rynków w sprzedaży Spółki [%]



EBITDA oraz marże [mln PLN, %]



OCF, FCF i CAPEX



Czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji

- 1) Eskalacja wojny na Ukrainie - wstrzymanie pracy zakładu Relpol Altera.
- 2) Wysokie ceny surowców strategicznych oraz problemy z ich dostępnością.
- 3) Spadek kursu EUR/PLN - spółka jest eksporterem netto.
- 4) Znaczny wzrost kosztów pracy, usług obcych oraz energii
- 5) Ryzyko technologiczne - mimo wad i zalet istnieje ryzyko zwiększenia się udziału przekazników SSR.
- 6) Ryzyko utraty głównych klientów - spółka sprzedaje ok. 40% produktów do partnerów strategicznych.
- 7) Długi cykl operacyjny oraz wysokie zapotrzebowanie na kapitał obrotowy.
- 8) Spowolnienie gospodarcze.
- 9) Konkurencja ze strony chińskich producentów.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena opiera się na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodzie porównawczej. Model DCF sugeruje wartość na jedną akcję na poziomie 5,14 PLN. Wycena porównawcza opiera się na spółkach z branży elektrotechnicznej oraz na innych producentach przełączników. Na podstawie prognoz wyników na lata 2023-2025 wycena ta dała wartość dla jednej akcji na poziomie 6,11 PLN. Wagi obu tych metod są równe, a końcowa wycena dla jednej akcji wynosi 5,62 PLN, czyli tyle co obecna cena rynkowa.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN/akcję	Potencjał
A	Wycena DCF	49,4	5,14	-8,3%
B	Wycena porównawcza	58,7	6,11	9,2%
C = (50%*A + 50%*B) Wycena końcowa		54,1	5,62	0,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

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

Główne zmiany założeń w modelu:

Produkcja i przychody

Przewidujemy, że sprzedaż przełączników miniaturowych (m.in. automatyka budowlana, AGD) nadal będzie słabła. Model zakłada, że utrzyma się dynamika popytu na przełączniki wysokoprądowe (solarne). Prognozujemy, że skumulowany backlog jest niższy niż w ubiegłym roku, jednak bliski średniej z kilku ostatnich lat. Zakładamy mały wzrost cen produktów na początku '23. Zakończone oraz trwające procesy inwestycyjne zwiększą potencjał produkcyjny oraz pozwolą wprowadzić przełączniki bistabilne do oferty na koniec '23. Modelowo uzyskanie planowanych 180 mln PLN przychodów w roku '26 jest możliwe, jednak ze względu na obecną sytuację makroekonomiczną konserwatywnie przyjęliśmy, że ten cel nie zostanie osiągnięty.

Koszty

Mimo zmian cen miedzi na rynku koszt półproduktu dla spółki (w EUR) pozostaje podobny. Obecne koszty przerobu dla dostawców są nadal wysokie i końcowy koszt materiału dla Relpolu się nie zmienił, jednak pozostaje na podobnym poziomie co w ostatnich okresach. Istotne znaczenie będzie miał wzrost kosztów pracownika od początku 2023 r. ze względu na podwyżkę pensji minimalnej. Z drugiej strony dzięki automatyzacji procesów spółka nie będzie musiała znacząco zwiększać zatrudnienia przy wzroście wolumenów sprzedaży w przyszłych okresach. Koszty energii elektrycznej oraz gazu pozostają wysokie, jednak się ustabilizowały. Podobna sytuacja ma miejsce z kosztami towarów zakupionych oraz usług obcych.

CAPEX

Poziom nakładów kapitałowych pozostał niezmienny względem poprzedniego modelu. Dwie główne inwestycje: technologia do produkcji przełączników o podwyższonej niezawodności do zastosowania w infrastrukturze krytycznej oraz przygotowania pod rozpoczęcie produkcji przełączników bistabilnych planowo mają zostać zakończone do końca '23. Oprócz tego CAPEX odtworzeniowy jest niższy o ok. 20% od historycznego (pozostał niezmienny względem poprzedniej rekomendacji) ze względu na odroczenie w czasie inwestycji które nie są niezbędne.

Kapitał obrotowy

Spółkę nadal charakteryzuje długa rotacja kapitału obrotowego. Szczególnie dużo gotówki jest zablokowane w należnościach handlowych oraz zapasach. Wbrew naszym przewidywaniom w 3Q'22 rotacje jeszcze się wydłużyły. Obniżenie poziomów zapasów przy utrzymaniu ciągłości produkcji jest w tej chwili niemożliwe. Efekt wzrostu cen materiałów również negatywnie wpływa na zapotrzebowanie na kapitał obrotowy. Spółka nie posiada dużego pola manewru jeśli chodzi o negocjacje umów z klientami pod względem terminów płatności. Z tego względu utrzymujemy długą rotację należności w przyszłych okresach. Poziomy magazynowe również utrzymujemy na wysokim poziomie.

Dywidenda

Model zakłada powrót do wypłaty dywidendy dopiero w roku 2026 – po skorzystaniu z nowego potencjału wytwórczego, częściowego powrotu do historycznych marż oraz ustabilizowaniu się zapotrzebowania na kapitał obrotowy.

Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w najbliższych latach przyjęliśmy na poziomie 21% (historyczna mediana);
- Do obliczeń przyjęliśmy 9,6 mln akcji;
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy konserwatywnie na poziomie +1% (bez zmian);
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 16.12.2022.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 49,4 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 5,14 PLN.

Model DCF

[mln PLN]	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży	149,6	145,1	159,0	164,2	170,9	178,6	184,9	186,8	188,7	190,6
EBIT	5,2	4,1	6,5	9,8	10,3	11,1	12,0	12,8	13,0	13,1
Stopa podatkowa	44%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
Podatek od EBIT	2,3	0,9	1,4	2,1	2,2	2,3	2,5	2,7	2,7	2,8
NOPLAT	2,9	3,2	5,1	7,8	8,1	8,8	9,4	10,1	10,3	10,4
Amortyzacja	7,0	8,1	9,1	9,0	8,8	8,7	8,5	8,4	8,4	8,4
CAPEX	-13,7	-16,4	-11,4	-7,7	-7,6	-7,5	-7,5	-8,4	-8,4	-8,4
Inwestycje w kapitał obrotowy	-8,3	1,3	-2,6	1,4	0,7	-0,7	-0,5	1,9	2,0	2,0
FCFF	-12,1	-3,8	0,2	10,4	10,1	9,2	10,1	11,9	12,3	12,4
PV FCFF	-12,1	-3,4	0,1	7,4	6,4	5,2	5,1	5,3	4,9	4,4
Suma PV FCFF	23,3									
TV	88,1	Wzrost w okresie rezidualnym:			1%					
PV TV	30,9									
Wartość firmy EV	54,2									
Dług netto 2021	4,8									
Wartość kapitału akcyjnego	49,4									
Ilość akcji [mln szt]	9,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	5,14									
Przychody zmiana r/r	12,0%	-3,0%	9,6%	3,3%	4,1%	4,5%	3,5%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	-43,3%	-22,2%	60,1%	51,4%	5,0%	8,1%	7,3%	6,7%	1,9%	1,0%
NOPLAT zmiana	-59,8%	10,6%	60,1%	51,4%	5,0%	8,1%	7,3%	6,7%	1,9%	1,0%
FCFF zmiana	157,6%	-68,6%	-104,5%	6032,6%	-3,6%	-8,6%	9,2%	18,6%	2,7%	1,4%
FCFF zmiana [mln PLN]	-7,41	8,31	3,97	10,27	-0,37	-0,86	0,85	1,87	0,32	0,01
Marża EBITDA	8,2%	8,4%	9,8%	11,4%	11,2%	11,1%	11,1%	11,3%	11,3%	11,3%
Marża EBIT	3,5%	2,8%	4,1%	6,0%	6,0%	6,2%	6,5%	6,8%	6,9%	6,9%
Marża NOPLAT	1,9%	2,2%	3,2%	4,7%	4,8%	4,9%	5,1%	5,4%	5,4%	5,4%
CAPEX / Przychody	9,2%	11,3%	7,2%	4,7%	4,4%	4,2%	4,0%	4,5%	4,5%	4,4%
CAPEX / Amortyzacja	195,0%	203,2%	125,8%	86,1%	86,0%	87,1%	87,5%	100,0%	100,0%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	5,6%	-0,9%	1,6%	-0,9%	-0,4%	0,4%	0,2%	-1,0%	-1,1%	-1,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	52,2%	29,8%	18,8%	-27,8%	-10,2%	9,2%	7,2%	-98,4%	-104,4%	-106,8%

Kalkulacja WACC

Stopa wolna od ryzyka	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
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	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Udział kapitału własnego	88,0%	85,3%	82,0%	84,1%	86,2%	88,0%	89,9%	93,1%	96,2%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,4%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Udział kapitału obcego	12,0%	14,7%	18,0%	15,9%	13,8%	12,0%	10,1%	6,9%	3,8%	0,0%
WACC	12,0%	12,0%	11,8%	11,9%	12,1%	12,2%	12,3%	12,5%	12,7%	13,0%
1+WACC	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,13	1,13	1,13
wsp.dyskontowy	1,00	1,13	1,26	1,41	1,58	1,77	1,99	2,24	2,52	2,85

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
beta	0,7	5,32	5,59	5,90	6,27	6,71	7,24	7,91	8,77	9,92
	0,8	4,93	5,16	5,43	5,75	6,12	6,57	7,13	7,83	8,73
	0,9	4,57	4,77	5,01	5,28	5,60	5,98	6,45	7,02	7,76
	1,0	4,24	4,42	4,62	4,86	5,14	5,46	5,86	6,34	6,94
	1,1	3,93	4,09	4,27	4,48	4,72	5,00	5,34	5,74	6,24
	1,2	3,66	3,80	3,96	4,14	4,35	4,59	4,88	5,22	5,63
	1,3	3,40	3,52	3,66	3,82	4,01	4,22	4,46	4,76	5,11

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
Premia za ryzyko	5,5%	4,76	4,98	5,23	5,52	5,87	6,29	6,80	7,44	8,26
	6,0%	4,49	4,69	4,91	5,18	5,49	5,86	6,30	6,86	7,55
	6,5%	4,24	4,42	4,62	4,86	5,14	5,46	5,86	6,34	6,94
	7,0%	4,00	4,17	4,35	4,57	4,81	5,10	5,45	5,87	6,39
	7,5%	3,78	3,93	4,10	4,29	4,51	4,77	5,08	5,45	5,90
	8,0%	3,57	3,71	3,86	4,04	4,24	4,47	4,74	5,07	5,46
	8,5%	3,38	3,50	3,64	3,80	3,98	4,19	4,43	4,72	5,07

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	5,5%	7,43	6,85	6,34	5,87	5,45	5,07	4,72	4,40	4,11
	6,0%	7,05	6,47	5,95	5,49	5,07	4,69	4,35	4,03	3,74
	6,5%	6,71	6,12	5,60	5,14	4,72	4,35	4,01	3,70	3,41
	7,0%	6,38	5,79	5,27	4,81	4,40	4,03	3,70	3,39	3,11
	7,5%	6,08	5,49	4,97	4,51	4,11	3,74	3,41	3,11	2,84
	8,0%	5,79	5,21	4,69	4,24	3,84	3,48	3,15	2,86	2,60
	8,5%	5,53	4,94	4,43	3,98	3,58	3,23	2,91	2,63	2,37

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A -

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza została dokonana w oparciu o nasze prognozy na lata 2023-2025 do konsensusu wybranych polskich firm elektrotechnicznych o niskiej i średniej kapitalizacji - których ok. 50% przychodów pochodzi z eksportu oraz działają na rynkach FV, elektromobilności i automatyzacji. Waga polskich spółek w modelu wynosi 70%. Pozostałe 30% jest wynikiem porównania do zagranicznych producentów przełączników. Spółki zagraniczne są nieporównywalnie większe, a produkcja przełączników nie stanowi ich jedynej działalności. Z tego powodu ich wycena nie odpowiada wycenie polskiej firmy o niskiej kapitalizacji, skoncentrowanej na produkcji jednego rodzaju produktu. Udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie to 50%. Analizę oparto na wskaźniku EV/EBITDA oraz P/E. Obliczenia bazują na kursach z 16.12.2022. Porównując wyniki Relpol ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 6,11 PLN na akcję.

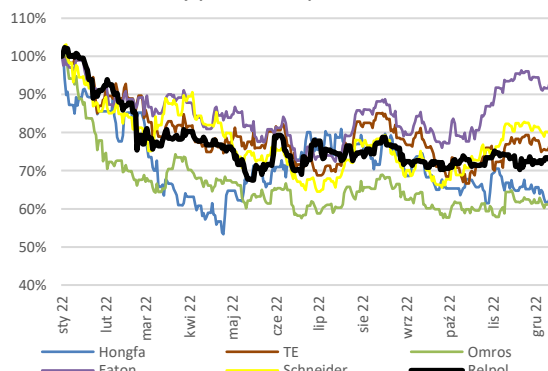
Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Aparator*	14,7	10,4	8,0	5,6	4,7	4,3
Sonel*	9,8	8,9	7,8	4,7	3,9	4,1
Aplisens*	8,7	8,5	6,9	4,3	3,8	3,5
Mediana PL	9,8	8,9	7,8	4,7	3,9	4,1
Hongfa Technology	22,0	17,6	17,6	13,4	8,8	8,8
TE Connectivity**	15,4	14,0	13,2	11,2	9,7	9,5
Omron Corp	208,4	19,5	17,8	11,1	9,6	8,3
Eaton Corp	21,9	17,9	16,5	16,3	13,7	12,6
Schneider Electric	9,4	16,5	15,4	12,5	10,6	9,6
Mediana Zagranicznych	21,9	17,6	16,5	12,5	9,7	9,5
70/30	13,4	11,5	10,4	7,0	5,6	5,7
Relpol	25,3	15,7	8,6	6,2	4,9	3,6
Premia/dyskonto	88,6%	35,7%	-17,4%	-12,3%	-12,9%	-36,9%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	3,0	4,1	6,8	6,7	6,8	9,7
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników [PLN]	4,58			7,65		
Waga wskaźnika	50%			50%		
Wycena końcowa [PLN]	6,11					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 16.12.2022 *- prognozy GPWPA. **- Tyco Electronics przed zmianą nazwy

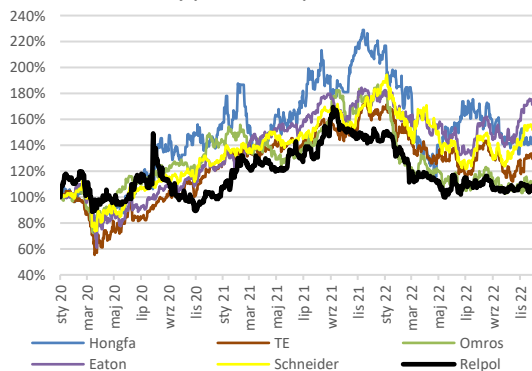
Po tym jak w 2021 roku obserwowana była relatywna siła akcji Relpolu w relacji do innych producentów przełączników w tym roku wystąpiła zmiana tej tendencji i można zauważyć, że akcje spółki mocno korelują z peersami. Rok '22 dla wszystkich producentów był okresem podwyższonych kosztów, zmniejszonego popytu oraz wieloma niewiadomymi płynącymi z zarówno z danych gospodarczych jak i wiadomości geopolitycznych. Jest to trend, który dotyczący nie tylko producentów przełączników. W ostatnich 12 miesiącach wyceny tych spółek skurczyły się o ok. 20-30%. Relpol w ostatnich okresach porusza się ze średnią innych producentów, a gorsze niż oczekiwane wyniki w 2Q'22 oraz 3Q'22 nie miały dużego wpływu na kurs akcji.

Zachowanie kursów akcji producentów przełączników w 2022 YTD*



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., Bloomberg. *- znormalizowane do 100 (01.01.2022=100%)

Zachowanie kursów akcji producentów przełączników od 01.01.2020



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., Bloomberg. *- znormalizowane do 100 (01.01.2020=100%)

WYNIKI ZA 3Q'22

- Przychody w 3Q'22 wyniosły 35,8 mln PLN (+4% r/r), 2,5% poniżej naszych prognoz. Zgodnie z założeniami kursy walutowe jak i podwyższenie cen produktów miało pozytywny wpływ na przychody.
- Sprzedaż na polskim rynku spadła o 15,2%, wyniosła 7,9 mln PLN, 23,5% poniżej naszych założeń. Udział polskiego rynku spadł do 22%. Dla porównania w 3Q'21 wynosił on 27%, a w 2Q'22 33%. Wzrost cen produktów w kraju nie był wystarczający aby wypełnić lukę powstającą na skutek negatywnych nastrojów w przemyśle oraz budownictwie krajowym.
- Sprzedaż eksportowa wzrosła o 11,2% r/r, powyżej naszych oczekiwań. Sprzedaż w Niemczech wzrosła do 15,3 mln PLN (+ 25% r/r). Obecnie udział tego rynku odpowiada za 43% przychodów (36% w 3Q'21, 37% w 2Q'22).
- Przychody z rynku włoskiego wzrosły o 52% r/r, jednak q/q pozostają płaskie. Przychody z rynku rosyjskiego spadły do 0.
- Reszta rynku europejskiego pozytywnie zaskoczyła, wzrost przychodów wyniósł 52% r/r oraz 77% q/q.
- Marża zysku brutto wyraźnie spadła, mocno poniżej naszych oczekiwań. Presja kosztowa związana z cenami materiałów, kosztami pracy, usług obcych oraz energii była wyższa niż nasze przewidywania.
- Mimo niższych niż zakładane koszty ogólnego zarządu jak i kosztów sprzedaży marża EBITDA również wyraźnie spadła. Erozja marży wynika z wysokich kosztów własnych sprzedaży.
- Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły -2,5 mln PLN, zmiana w kapitale obrotowym wyniosła -3,8 mln PLN.
- CAPEX w ostatnim kwartale wyniósł 6,4 mln PLN, z czego 4,1 mln PLN to nabycie wartości niematerialnych. Wzrosło zapotrzebowanie na kapitał obrotowy. Rotacja należności wzrosła z 86 dni w 2Q'22 do 97 dni, rotacja zapasów wzrosła odpowiednio z 91 do 100 dni.
- Dług netto znacząco wzrósł (do 15,2 mln PLN, z 9,9 mln PLN w 2Q'22). Wskaźnik dług netto/EBITDA wynosi obecnie 1,1.

Wyniki za 3Q'22 odbieramy negatywnie. Mimo, że przychody spółki były bliskie naszych przewidywań, presja kosztowa okazała się większa niż zakładaliśmy. Sprzedaż w kraju mocno ucierpiała na skutek niskiego PMI, awarii systemu sprzedażowego oraz spowolnienia budownictwa. Sprzedaż w Niemczech była bliska naszych prognoz, wzrosła również w EUR. Pozytywnym zaskoczeniem była też sprzedaż w Europie bez uwzględnienia Włoch oraz Niemiec. Była ona w stanie uzupełnić lukę pozostałą po przychodach generowanych w Rosji. Spółce udało się ograniczyć koszty sprzedaży oraz ogólnego zarządu, jednak koszt własny sprzedaży był na zbyt wysokim poziomie aby generować satysfakcjonujące zyski. Wzrosły rotacje należności oraz zapasów, a co za tym idzie zapotrzebowanie na kapitał obrotowy. W sytuacji w której spółka ma problem w wygenerowaniu pozytywnych przepływów pieniężnych skutkuje to zwiększeniem zadłużenia.

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	3Q'21	3Q'22	zmiana r/r	3Q'22 BDM	różnica	1-3Q'21	1-3Q'22	zmiana r/r
Przychody	34,4	35,8	4,1%	36,8	-2,5%	101,1	113,5	12,3%
kraj	9,3	7,9	-15,2%	10,3	-23,5%	29,6	32,9	11,0%
eksport	25,2	28,0	11,2%	26,5	5,6%	71,5	80,6	12,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	7,0	4,8	-32,6%	6,4	-25,4%	21,4	18,1	-15,1%
Zysk na sprzedaży	1,4	0,9	-38,7%	2,0	-57,0%	8,1	5,3	-34,2%
Saldo PPO/PKO	0,0	-0,3	-	0	-	0,0	-0,9	-
EBITDA	4,6	2,3	-49,3%	3,8	-38,3%	13,2	9,5	-28,1%
EBIT	2,9	0,6	-79,1%	2,0	-69,6%	8,2	4,4	-46,1%
Zysk brutto	3,2	0,6	-80,4%	1,7	-64,2%	8,1	1,5	-81,5%
Zysk netto	2,5	0,7	-71,5%	1,4	-49,4%	6,4	0,7	-89,0%
Dług netto	4,7	15,2	223,4%	12,1	25,1%	4,7	15,2	223,4%
Marża zysku brutto	20,5%	13,3%		17,3%		21,1%	16,0%	
Marża EBITDA	13,4%	6,5%		10,3%		13,1%	8,4%	
Marża EBIT	8,5%	1,7%		5,5%		8,1%	3,9%	
Marża netto	7,2%	2,0%		3,8%		6,3%	0,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka.

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Zakładamy, że przychody w 4Q'22 będą nieznacznie wyższe od tych uzyskanych w 3Q'22 oraz znacząco wzrosną r/r. Wysoka dynamika roczna wynika z niskiej bazy. 4Q'21 miało miejsce przeniesienie produkcji, również z tego powodu przychody mocno wzrosły w 1Q'22. Już opisana awaria systemu w 3Q'22 sprawi, że prawdopodobnie 4Q'22 będzie na tle poprzedniego kwartału wyglądał lepiej, mimo historycznie słabszego grudnia. Dynamika przychodów powinna zostać zachowana pomimo mniejszego wolumenu. Wynika to z wysokich kursów walut oraz systematycznego podnoszenia cen przekładników. W prognozach zakładamy dalsze funkcjonowanie zakładu Relpol Altera na Ukrainie. Presja kosztowa w przyszłych okresach pozostanie duża. W 4Q'22 nie będzie jeszcze widoczny efekt wzrostu kosztów pracownika, jednak energia i materiały pozostają drogie.

Zakładamy, że 4Q'22 będzie kolejnym kwartałem z negatywnym FCF. Dług netto oraz wskaźnik dług netto/EBITDA najprawdopodobniej nie poprawią się do końca '23. Wynika to (oprócz zapotrzebowania na KO) z prac związanych z przygotowaniem pod produkcję przekładników bistabilnych oraz podwyższoną niezawodnością przekładników do infrastruktury krytycznej, które są finansowane m.in. długiem.

Od 1Q'23 wpływ na wyniki będą miały większe koszty pracownika oraz rynkowe ceny energii. Reszta kosztów się ustabilizowała i już nie rośnie tak dynamicznie, w dalszym ciągu jednak pozostają wysokie. Prognozujemy, że marża brutto ze sprzedaży będzie niewiele wyższa niż w 3Q'22 oraz utrzyma się na podobnym poziomie w przyszłych kwartałach. Problemem pozostają wysokie stany magazynowe i zapotrzebowanie na kapitał obrotowy.

Perspektywy kolejnych kwartałów [mln PLN]

	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22P
Przychody	34,0	29,2	30,2	27,5	32,2	34,5	34,4	32,5	40,6	37,1	35,8	36,0
Polska	9,3	7,6	8,8	7,2	9,9	10,5	9,3	10,6	12,7	12,4	7,9	11,3
Europa	22,4	20,9	21,3	17,0	20,3	22,8	21,8	19,1	24,2	23,1	25,5	18,8
-Niemcy	15,6	12,6	12,9	10,3	12,0	12,9	12,3	11,7	15,1	13,7	15,3	13,1
-pozostałe kraje	6,8	8,3	8,5	6,7	8,4	9,9	9,5	7,4	9,1	9,4	10,1	5,7
Azja	1,9	0,6	0,6	1,3	1,7	1,3	1,3	1,8	2,7	1,1	1,8	2,4
Inne	0,4	0,6	0,6	0,5	0,3	1,0	1,0	1,0	1,0	0,5	0,8	1,2
COGS	27,4	23,6	23,6	22,7	25,1	27,3	27,4	26,1	33,4	31,0	31,1	30,8
Zysk brutto ze sprzedaży	6,7	5,7	6,6	4,8	7,1	7,2	7,0	6,4	7,2	6,2	4,8	5,2
SG&A	4,7	3,8	4,1	4,3	4,4	4,7	4,2	4,9	4,3	4,6	3,9	4,4
Saldo PPO/PKO	-0,4	1,2	1,5	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,2	-0,9	-0,3	0,0
EBITDA	3,3	4,8	5,6	2,4	4,3	4,3	4,6	2,7	4,7	2,4	2,3	2,7
EBIT	1,6	3,0	3,9	0,7	2,7	2,5	2,9	1,0	3,1	0,7	0,6	0,8
Saldo finansowe	0,7	-0,3	0,2	0,3	0,1	-0,3	0,2	-0,8	0,0	-2,9	0,0	-0,3
Zysk brutto	2,2	2,7	4,1	1,0	2,8	2,2	3,2	0,3	3,1	-2,2	0,6	0,5
Zysk netto j.d.	1,7	1,7	3,1	1,3	2,2	1,7	2,5	0,2	2,3	-2,3	0,7	0,4
S&GA/Przychody	13,7%	13,0%	13,7%	15,6%	13,6%	13,7%	12,1%	15,2%	10,6%	12,4%	10,8%	12,2%
Marża brutto ze sprzedaży	19,6%	19,4%	21,9%	17,5%	22,0%	20,9%	20,5%	19,6%	17,8%	16,6%	13,3%	14,5%
Marża EBITDA	9,8%	16,4%	18,7%	8,9%	13,4%	12,3%	13,4%	8,3%	11,6%	6,5%	6,5%	7,6%
Marża netto	5,2%	5,7%	10,3%	4,5%	6,9%	5,0%	7,2%	0,5%	5,9%	-6,4%	2,0%	1,1%
OCF	3,7	3,6	1,5	3,8	3,7	-1,5	5,3	0,9	-3,9	2,7	-2,5	2,0
CAPEX	-0,6	-2,8	-4,2	-1,4	-3,1	-2,8	-6,7	-1,7	-2,3	-2,4	-6,4	-2,7
FCF	3,1	0,8	-2,7	2,4	0,5	-4,3	-1,4	-0,8	-6,2	0,3	-8,9	-0,7
Dług netto	3,1	2,2	2,3	-0,2	-0,7	3,4	4,7	4,8	10,9	9,9	15,2	16,1
Przychody zmiana r/r	1,5%	-12,7%	4,0%	5,1%	-5,4%	18,0%	14,0%	18,0%	26,0%	7,6%	4,1%	11,0%
Polska	0,1%	-18,1%	5,8%	-21,4%	6,7%	38,5%	5,2%	46,5%	28,3%	17,7%	-15,2%	7,0%
Europa	3,1%	9,6%	-4,6%	15,3%	-9,2%	9,0%	2,2%	12,5%	19,0%	1,3%	16,8%	-1,2%
-Niemcy	14,8%	16,8%	1,7%	2,3%	-23,1%	2,2%	-4,2%	14,3%	26,4%	6,0%	24,5%	11,9%
-pozostałe kraje	-13,7%	3,5%	-9,9%	185,3%	42,4%	26,7%	18,8%	-15,9%	0,2%	-30,3%	29,7%	10,6%
Azja	21,9%	-28,0%	-37,3%	1,3%	-11,6%	116,8%	103,2%	37,5%	61,6%	-14,1%	41,3%	37,6%
Inne	-61,1%	-20,7%	-31,0%	-48,7%	-21,4%	68,0%	57,5%	117,4%	215,3%	-48,1%	-22,9%	16,7%
P/E	10,5	10,7	7,3	6,9	6,5	6,5	7,0	8,2	8,0	10,0	15,0	14,0
EV/EBITDA	4,5	4,1	3,3	3,3	3,1	3,4	3,7	3,7	4,0	4,4	5,7	5,7
Kurs EUR/PLN	4,3	4,5	4,4	4,5	4,5	4,5	4,6	4,6	4,6	4,6	4,7	4,7
Kurs USD/PLN	3,9	4,1	3,8	3,8	3,8	3,8	3,9	4,0	4,1	4,4	4,7	4,4
Cena miedzi [USD/t]	5632	5366	6524	7178	8501	9696	9392	9704	9997	9529	7700	7996

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

Jesteśmy pozytywnie nastawieni do długoterminowej przyszłości spółki. Nic nie wskazuje na to, że przełączniki elektromechaniczne zostaną z rynku wyparte. W sytuacji spowolnienia gospodarczego spółka historycznie zanotowała spadek przychodów (lata 2008-2009), które w kolejnych latach zostały szybko odbudowane. Obawiamy się, że presja na marżę będzie występowała w kolejnych okresach, a odbudowanie marży potrwa kilka lat.

Przyspieszenie transformacji energetycznej, dalszy rozwój automatyki oraz popularyzacja elektromobilności (a przede wszystkim budowa nowych stacji ładowania do EV) sprawi, że model biznesowy spółki pozostaje ciekawy, a w perspektywie lat spółka będzie mogła wykorzystać swój niedawno zwiększony potencjał produkcyjny. Cel osiągnięcia 180 mln przychodów PLN do '26 jest do osiągnięcia przy zachowaniu wysokiej dynamiki sprzedaży. Zakładamy, że spółka od '24 zwiększy sprzedaż m.in. dzięki wprowadzeniu do oferty nowych produktów. Przełączniki bistabilne pozwolą klientom na zmniejszenie kosztów rachunku za prąd. Przy prowadzeniu działań optymalizacji zużycia energii w większych podmiotach koszt wymiany będzie częściowo rekompensowany dzięki białym certyfikatami. Poprawienie się sytuacji na rynku mieszkaniowym oraz ponowna wysoka aktywność deweloperów na pewno sprawi, że zostanie odbudowany popyt na przełączniki miniaturowe (automatyzacja budynkowa).

Po załamaniu łańcuchów dostaw wielu klientów docenia lokalną produkcję. Mimo, że konkurencja z Chin, przy niższych kosztach frachtu pozostaje dużym ryzykiem. Trend deglobalizacji oraz strachu przed ponownym załamaniem łańcuchów dostaw daje spółce swego rodzaju przewagę nad azjatyckimi konkurentami.

Przewidujemy, że kolejne dwa lata będą okresem niskich zysków i powolnej odbudowy marży. Spółka ma szansę na to, że rok '24 będzie lepszy niż ten mijający. W modelu zakładamy, że na przestrzeni lat spółka powróci do swojej historycznej średniej marży. Dług netto/EBITDA ma minimalną szansę na poprawę do końca '23 (zakończenie inwestycji), jednak po tym okresie zakładamy, że spółka będzie go systematycznie spłacać. Ambicją zarządu jest powrót do wypłaty dywidendy, jednak zakładamy, że nastąpi to dopiero w '26.

Skorygowane prognozy wyników na lata 2022-2024 rok [mln PLN]

	2022P			2023P			2024P		
	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	150,6	149,6	-0,7%	156,7	145,1	-7,4%	164,5	159,0	-3,4%
EBITDA	13,8	12,2	-11,4%	14,6	12,1	-16,9%	16,5	15,6	-5,6%
EBIT	6,8	5,2	-23,4%	6,9	4,1	-41,3%	7,9	6,5	-17,9%
Zysk (strata) netto	1,9	1,1	-41,1%	4,3	2,1	-50,5%	5,0	3,4	-31,3%
Dług netto	10,9	16,1	47,9%	15,0	21,0	40,0%	11,9	22,5	89,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	17,0%	15,6%		17,2%	14,9%		17,8%	16,1%	
Marża EBITDA	9,1%	8,2%		9,3%	8,4%		10,0%	9,8%	
Marża EBIT	4,5%	3,5%		4,4%	2,8%		4,8%	4,1%	
Marża zysku netto	1,3%	0,7%		2,8%	1,5%		3,0%	2,2%	

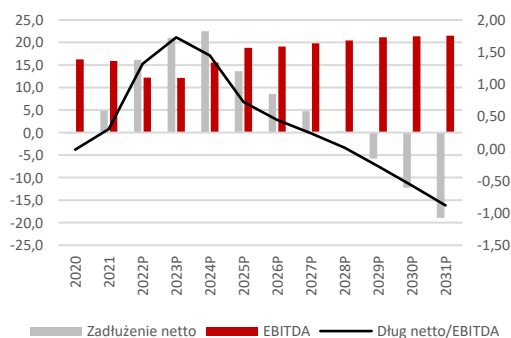
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja z 11.10.2022

Spadek przychodów względem poprzedniej rekomendacji wynika głównie z redukcji sprzedaży przełączników miniaturowych oraz nowej krzywej terminowej dla EUR/PLN oraz USD/PLN. Zakładamy, że pozytywna dynamika sprzedaży może nie utrzymać się w 2023. Zmieniliśmy założenia co do kapitału obrotowego i zakładamy, że obecny poziom rotacji pozostanie na dłużej. Do tego obniżone prognozy mają również wpływ na FCF. Te dwa czynniki wpływają na wzrost zadłużenia względem wcześniejszych prognoz. Obniżyliśmy również nasze przewidywania co do marży, największy wpływ na to mają koszty stałe. Efekt ten ma również wpływ na '23, jednak nadal uważamy, że na przestrzeni lat spółka będzie stopniowo powracała do historycznej marży.

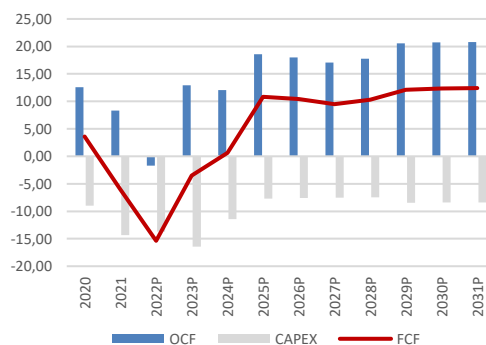
Prognozy na lata 2022-2031P [mln PLN]

	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży	121,0	133,6	149,6	145,1	159,0	164,2	170,9	178,6	184,9	186,8	188,7	190,6
kraj	32,9	40,3	44,2	42,1	44,7	48,6	49,0	50,0	50,5	51,0	51,5	52,1
eksport	88,1	93,3	108,1	102,9	114,3	115,6	121,9	128,6	134,4	135,8	137,2	138,6
w tym Niemcy	51,3	48,9	60,1	58,5	65,0	65,9	69,5	73,3	76,6	77,1	77,7	78,2
Zysk brutto ze sprzedaży	23,8	27,7	23,3	21,6	25,7	30,1	31,5	33,2	34,7	35,6	36,0	36,3
koszty sprzedaży	1,0	1,3	1,3	1,6	1,6	1,6	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
koszty zarządu	15,9	16,9	15,9	15,9	17,6	18,6	19,3	20,1	20,7	20,9	21,0	21,1
PPO	3,3	1,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
PKO	0,9	1,3	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	16,2	15,9	12,2	12,1	15,6	18,8	19,1	19,8	20,5	21,2	21,4	21,5
EBIT	9,2	9,2	5,2	4,1	6,5	9,8	10,3	11,1	12,0	12,8	13,0	13,1
przychody finansowe	1,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
koszty finansowe	0,1	0,8	3,4	1,4	2,1	1,9	1,6	1,4	1,2	0,8	0,4	0,0
Zysk brutto	10,1	8,4	2,0	2,7	4,3	7,9	8,7	9,7	10,7	11,9	12,5	13,1
podatek	2,1	1,8	0,9	0,6	0,9	1,7	1,8	2,0	2,3	2,5	2,6	2,8
Zysk netto	7,8	6,6	1,1	2,1	3,4	6,2	6,9	7,7	8,5	9,4	9,9	10,4
Zmiana r/r												
Przychody ze sprzedaży	-1,0%	10,4%	12,0%	-3,0%	9,6%	3,3%	4,1%	4,5%	3,5%	1,0%	1,0%	1,0%
kraj	-8,8%	22,4%	9,9%	-4,8%	6,1%	8,7%	1,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
eksport	2,3%	5,9%	15,8%	-4,8%	11,0%	1,2%	5,4%	5,5%	4,5%	1,0%	1,0%	1,0%
w tym Niemcy	9,1%	-4,7%	22,9%	-2,7%	11,3%	1,3%	5,5%	5,5%	4,5%	0,7%	0,7%	0,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	-3,7%	16,5%	-15,7%	-7,6%	19,0%	17,2%	4,6%	5,4%	4,5%	2,7%	1,1%	0,8%
EBITDA	23,6%	-2,0%	-23,1%	-0,8%	28,3%	20,6%	1,8%	3,6%	3,4%	3,5%	1,0%	0,5%
EBIT	38,2%	-0,5%	-43,3%	-22,2%	60,1%	51,4%	5,0%	8,1%	7,3%	6,7%	1,9%	1,0%
Zysk netto	58,4%	-15,5%	-83,0%	90,2%	61,4%	81,5%	10,1%	11,7%	10,7%	11,1%	5,1%	4,6%
Marża zysku brutto	20%	21%	16%	15%	16%	18%	18%	19%	19%	19%	19%	19%
Marża EBITDA	13%	12%	8%	8%	10%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Marża EBIT	8%	7%	3%	3%	4%	6%	6%	6%	6%	7%	7%	7%
Marża netto	6%	5%	1%	1%	2%	4%	4%	4%	5%	5%	5%	5%
OCF	12,6	8,3	-1,7	12,9	12,1	18,6	18,0	17,0	17,8	20,5	20,8	20,8
w tym zmiany KON	0,1	-4,4	-7,9	1,3	-2,6	1,4	0,7	-0,7	-0,5	1,9	2,0	2,0
CAPEX	-9,0	-14,3	-13,7	-16,4	-11,4	-7,7	-7,6	-7,5	-7,5	-8,4	-8,4	-8,4
FCF	3,6	-6,0	-15,4	-3,5	0,6	10,8	10,4	9,5	10,3	12,1	12,3	12,4
Zadłużenie netto	-0,2	4,8	16,1	21,0	22,5	13,6	8,6	4,7	0,3	-5,8	-12,2	-19,0
/EBITDA (12m)	-0,01	0,30	1,32	1,73	1,45	0,72	0,45	0,24	0,01	-0,27	-0,57	-0,88
Kurs EUR/PLN	4,44	4,56	4,73	4,90	5,01	5,01	5,01	5,01	5,01	5,01	5,01	5,01
Kurs USD/PLN	3,90	3,86	4,53	4,57	4,60	4,55	4,53	4,53	4,53	4,53	4,53	4,53
Cena miedzi [USD/t]	6 175	9 323	7 996	8 519	7 869	8 112	8 288	8 332	8 332	8 332	8 332	8 332

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

Zadłużenie netto, EBITDA [mln PLN] oraz dług netto/EBITDA [x]


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

OCF, CAPEX, FCF [mln PLN]


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

DANE FINANSOWE

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży	135,8	122,2	121,0	133,6	149,6	145,1	159,0	164,2	170,9	178,6	184,9	186,8	188,7	190,6
kraj	39,8	36,1	32,9	40,3	44,2	42,1	44,7	48,6	49,0	50,0	50,5	51,0	51,5	52,1
eksport	95,9	86,1	88,1	94,0	108,1	102,9	114,3	115,6	121,9	128,6	134,4	135,8	137,2	138,6
w tym Niemcy	49,9	47	51	49	60	58	65	66	70	73	77	77	78	78
Zysk brutto ze sprzedaży	32,5	24,7	23,8	27,7	23,3	21,6	25,7	30,1	31,5	33,2	34,7	35,6	36,0	36,3
marża brutto ze sprzedaży	23,90%	20,2%	19,7%	20,7%	15,6%	14,9%	16,1%	18,3%	18,4%	18,6%	18,7%	19,1%	19,1%	19,0%
koszty SG&A	19,5	15,4	16,9	18,2	17,2	17,5	19,2	20,2	21,2	22,0	22,7	22,9	23,0	23,2
% sprzedaży	14,4%	12,6%	14,0%	13,6%	11,5%	12,1%	12,1%	12,3%	12,4%	12,3%	12,3%	12,2%	12,2%	12,2%
PPO	0,9	1,0	3,3	1,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
PKO	1,9	1,2	0,9	1,3	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	17,8	13,1	16,2	15,9	12,2	12,1	15,6	18,8	19,1	19,8	20,5	21,2	21,4	21,5
marża EBITDA	13,10%	10,7%	13,4%	11,9%	8,2%	8,4%	9,8%	11,4%	11,2%	11,1%	11,1%	11,3%	11,3%	11,3%
EBIT	11,9	6,7	9,2	9,2	5,2	4,1	6,5	9,8	10,3	11,1	12,0	12,8	13,0	13,1
przychody finansowe	0,3	0,3	1,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
koszty finansowe	0,1	0,5	0,1	0,8	3,4	1,4	2,1	1,9	1,6	1,4	1,2	0,8	0,4	0,0
Zysk brutto	12,1	6,5	10,1	8,4	2,0	2,7	4,3	7,9	8,7	9,7	10,7	11,9	12,5	13,1
podatek	2,6	1,6	2,1	1,8	0,9	0,6	0,9	1,7	1,8	2,0	2,3	2,5	2,6	2,8
Zysk netto	9,2	4,9	7,8	6,6	1,1	2,1	3,4	6,2	6,9	7,7	8,5	9,4	9,9	10,4
marża zysku netto	6,8%	4,0%	6,4%	4,9%	0,7%	1,5%	2,2%	3,8%	4,0%	4,3%	4,6%	5,0%	5,3%	5,4%
Bilans [mln PLN]	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Aktywa trwałe	40,2	44,1	43,9	50,9	57,2	65,5	67,9	66,6	65,4	64,3	63,2	63,2	63,2	63,2
RAT	32,8	32,5	35,3	42,7	46,0	54,7	57,4	56,2	54,9	53,8	52,7	53,1	53,4	53,7
WNIP	6,9	6,5	5,0	5,5	8,8	8,3	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	7,7	7,4	7,1
Aktywa finansowe/inne	0,5	5,0	3,7	2,7	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Aktywa obrotowe	66	63,0	63,9	76,3	79,6	78,5	88,0	92,7	94,6	98,4	100,2	99,2	98,8	97,6
Zapasy	31,5	32,7	31,3	39,6	40,1	39,4	41,5	40,8	40,3	41,5	41,7	40,9	40,0	39,1
Należności	30,4	28,1	29,5	31,8	38,7	38,4	40,4	39,7	40,3	41,5	41,7	40,9	40,0	39,1
Środki pieniężne i ekwiwalenty	1,4	1,8	3,1	4,7	0,3	0,2	5,5	11,7	13,5	14,9	16,2	17,0	18,4	19,0
Pozostałe	2,7	0,4	0,0	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Aktywa razem	106,2	107,1	107,9	127,2	136,7	144,0	155,9	159,3	160,0	162,7	163,4	162,4	162,1	160,8
Kapitał własny	79,9	80,5	87,7	94,6	96,4	98,6	102,0	108,2	111,3	114,8	118,6	122,8	127,3	132,0
Zobowiązania długoterminowe	3,8	6,2	5,3	4,2	7,2	5,8	4,8	4,2	3,8	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7
Oprocentowane	0,6	2,4	1,9	1,2	4,5	3,0	2,0	1,3	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
Zobowiązania krótkoterminowe	21,1	1,2	0,9	1,5	1,8	1,9	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Oprocentowane	3,6	5,3	1,0	8,3	11,9	18,2	26,1	24,0	21,4	18,9	15,9	10,6	5,6	-0,5
Zobowiązania handlowe	9,6	7,1	11,4	17,4	19,4	19,5	21,0	20,8	21,4	23,1	23,1	23,2	23,4	23,7
Pasywa razem	106,2	107,1	107,9	127,2	136,7	144,0	155,9	159,3	160,0	162,7	163,4	162,4	162,1	160,8
Cash Flow [mln PLN]	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przepływy z dział. operacyjnej	11,7	13,4	12,6	8,3	-1,7	12,9	12,1	18,6	18,0	17,0	17,8	20,5	20,8	20,8
Amortyzacja	5,9	6,5	7,0	6,7	7,0	8,1	9,1	9,0	8,8	8,7	8,5	8,4	8,4	8,4
Kapitał obrotowy	-4,9	1,8	0,1	-4,3	-8,3	1,3	-2,6	1,4	0,7	-0,7	-0,5	1,9	2,0	2,0
Przepływy z dział. inwestycyjnej	-7,5	-9,3	-8,7	-14,1	-13,7	-16,4	-11,4	-7,7	-7,6	-7,5	-8,4	-8,4	-8,4	-8,4
CAPEX	-7,6	-10,1	-9,0	-14,3	-13,7	-16,4	-11,4	-7,7	-7,6	-7,5	-7,5	-8,4	-8,4	-8,4
Przepływy z dział. finansowej	-4,3	-3,7	-2,6	7,4	10,9	3,4	4,7	-4,7	-8,6	-8,2	-8,9	-11,4	-10,9	-11,8
Zmiana zadłużenia	0,2	1,3	-4,1	7,5	8,3	6,5	8,0	-2,0	-2,5	-2,5	-3,0	-5,3	-5,0	-6,1
Dywidenda	-3,9	-4,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,8	-4,2	-4,7	-5,2	-5,5	-5,7
Odsetki/leasing	-0,6	-0,7	-1,1	-0,9	-0,9	-1,7	-1,1	-0,8	-0,7	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
Zmiana środków pieniężnych	-0,2	0,4	1,3	1,6	-4,4	-0,1	5,3	6,2	1,8	1,3	1,4	0,7	1,4	0,6
Środki pieniężne	1,4	1,8	3,1	4,7	0,3	0,2	5,5	11,7	13,5	14,9	16,2	17,0	18,4	19,0
Dynamiki [%]	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody	10,0%	-10,0%	-1,0%	10,4%	12,0%	-3,0%	9,6%	3,3%	4,1%	4,5%	3,5%	1,0%	1,0%	1,0%
EBITDA	27,8%	-26,2%	23,6%	-2,0%	-23,1%	-0,8%	28,3%	20,6%	1,8%	3,6%	3,4%	3,5%	1,0%	0,5%
Zysk netto	60,4%	-46,6%	58,4%	-15,5%	-83,0%	90,2%	61,4%	81,5%	10,1%	11,7%	10,7%	11,1%	5,1%	4,6%
Wybrane dane i wskaźniki*	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Liczba akcji [mln]	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	10,6	11,6	12,6	13,6	14,6	15,6	16,6
ROE	11,5%	6,1%	8,9%	7,0%	1,2%	2,2%	3,4%	5,8%	6,2%	6,7%	7,2%	7,7%	7,8%	7,9%
ROA	8,7%	4,6%	7,2%	5,2%	0,8%	1,5%	2,2%	3,9%	4,3%	4,7%	5,2%	5,8%	6,1%	6,4%
Dług netto [mln PLN]	2,8	5,9	-0,2	4,8	16,1	21,0	22,5	13,6	8,6	4,7	0,3	-5,8	-12,2	-19,0
/EBITDA 12m	0,2	0,5	0,0	0,3	1,3	1,7	1,4	0,7	0,4	0,2	0,0	-0,3	-0,6	-0,9
P/E	5,8	11,0	6,9	8,2	48,1	25,3	15,7	8,6	7,8	7,0	6,3	5,7	5,4	5,2
P/BV	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	3,0	4,5	3,3	3,7	5,7	6,2	4,9	3,6	3,3	3,0	2,6	2,3	1,9	1,6
EV/EBIT	4,5	9,0	5,8	6,4	13,4	18,5	11,8	6,9	6,1	5,3	4,5	3,8	3,2	2,7
DPS	0,40	0,42	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,39	0,44	0,49	0,54	0,57	0,59

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Spółka, szacunki własne *dla ceny 5,60 PLN za akcję

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 32
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

Kajetan Sroczyński

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 39
e-mail: kajetan.sroczynski@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Tomasz Ilczyszyn

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Piotr Komorowski

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

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Trzymaj	5,62	Akumuluj	6,32	16.12.2022	11:40 CET	5,60	55 850,6
Akumuluj	6,32	Kupuj	11,1	11.10.2022	16:20 CEST	5,68	46 402,8
Kupuj	11,1	Kupuj	16,5	23.05.2022*	20:30 CEST	5,40	57 167,8
Kupuj	16,5	---	---	30.08.2021*	07:00 CEST	7,80	69 774,9

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

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

System rekomendacji:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'22*:		, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:		
liczba	%	liczba	%	
Kupuj	9	56%	0	0%
Akumuluj	3	19%	0	0%
Trzymaj	3	19%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	1	6%	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: 2022-12-16.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2022-12-16 (11:40 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2022-12-16 (11:40 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 instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakakolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową 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 portfelową inwestycji i jakakolwiek 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 wczytane 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.

Analitik (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.”. Zaznaczamy, że na dzień 16.12.2022 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane *
- Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

*BDM jest stroną „UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUG PRZYGOTOWANIA RAPORTÓW ANALITYCZNYCH” zawartej z GPW.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą 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.