



Dom Maklerski BDM S.A.

RELPOL

RAPORT ANALITYCZNY

Relpol ma za sobą bardzo trudny 2024 rok (spadek przychodów r/r o ok. 1/3, zerowa EBITDA). Spółka rozbudowała w ostatnich latach moce produkcyjne (inwestycje poprawiły także automatyzację), jednocześnie przychody w ostatnim roku były najniższe od 10 lat. Przełom 2024/25 zaczął przynosić pewne symptomy poprawy od strony nowych zamówień (wzrost przychodów q/q w 4Q'24, poprawa wskaźników koniunktury w przemyśle, stopniowe uruchamianie środków z KPO w Polsce). Spółce powinny pomagać inwestycje w elektroenergetyce w kraju czy zapowiedzi uruchomienia programu inwestycyjnego w Niemczech (infrastruktura). Z drugiej strony pojawiła się niepewność związana z „wojną celną”. Podtrzymujemy, że okres 1H'25 może być nadal wymagający wynikowo, liczymy na poprawę w 2H'25, ale „widoczność” wyników jest niska. Po lekkiej aktualizacji modelu (publikacja raportu rocznego, kolejne dane makro raczej potwierdzające wychodzenie z dołka koniunktury w przemyśle w Europie, wzrost wyceny porównawczej) cenę docelową wyznaczamy obecnie na poziomie 5,14 PLN (poprzednio: 5,03 PLN), co implikuje pozostanie przy zaleceniu Trzymaj.

Wyniki za ostatnie okresy

W 2024 spółka osiągnęła 109,3 mln PLN przychodów (-32% r/r), -0,2 mln PLN EBITDA (vs 17,2 mln PLN rok wcześniej) oraz -7,5 mln PLN straty netto (vs +8,6 mln PLN w 2023 roku). W samym 4Q'24 spółka miała 26,9 mln PLN przychodów (-3% r/r) oraz 0,0 mln PLN EBITDA (vs +3,6 mln PLN rok wcześniej). Przychody nieco wzrosły vs 3Q'24 (+11% q/q), ale nie pozwoliło to na poprawę EBITDA (także 0,0 mln PLN w 3Q'24).

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).

Koniunktura

Rok 2024 stanowił dla spółki duże wyzwanie związane z okresem niskiego portfela zamówień i spowolnienia gospodarczego. Spółka odczuła także wzrost kosztów, presję cenową czy negatywny wpływ umacniania się PLN. Zarząd podjął szereg działań w kierunku ograniczenia kosztów. Od przełomu 2024/25 wiele wskaźników zaczęło wskazywać na ożywienie w przemyśle w Polsce (PMI > 50 pkt od II'25) i Europie (PMI w DE najwyższy od 2,5 roku). Zaprezentowane za 1Q'25 wyniki ABB (jeden z głównych odbiorców spółki) wykazały, że 1Q'25 był trzecim z rzędu kwartałem wzrostu zamówień na rynku europejskim (+1% r/r, ale przy spadku o -4% w Niemczech po dwóch kwartałach mocnych wzrostów). Zarząd Relpolu liczy m.in. na wpływ środków z KPO na rynku polskim (inwestycje w sektorze elektroenergetycznym). Znakiem zapytania jest trwałość ożywienia, biorąc pod uwagę niepewności, jakie globalnie zrodziła „wojna celna” ze strony USA. Spółka w zasadzie nie ma bezpośredniej ekspozycji na rynek amerykański, ale posiadają ją zagraniczni klienci spółki. Jednocześnie z drugiej strony może w Europie pojawić się zwiększona podaż przełączników z Chin (od lat duża w zakresie przełączników miniaturowych, relatywnie dotychczas ograniczona w przypadku przemysłowych).

Prognozy wyników, wskaźniki

Obecnie zakładamy, że spółka w 2025 roku wypracuje 121 mln PLN przychodów, 8,0 mln PLN EBITDA oraz -0,3 mln PLN straty netto. W latach 2026 i 2027 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 145/ 14,2/ 5,4 mln PLN w 2026 oraz 160/ 16,7/ 7,4 mln PLN w 2027. Nasze prognozy implikują EV/EBITDA'25=9,0x, '26=4,8x. Obecna kapitalizacja to 52 mln PLN, co odpowiada CAPEX spółki za ostatnie 4 lata.

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	151,0	159,5	109,3	121,2	144,8	159,8
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	24,2	32,4	11,9	20,3	27,3	31,4
Wynik na sprzedaży [mln PLN]	6,9	12,9	-6,9	1,2	7,5	10,0
EBITDA [mln PLN]	12,7	17,2	-0,2	8,0	14,2	16,7
EBIT [mln PLN]	6,0	11,1	-6,8	1,2	7,4	9,9
Wynik brutto [mln PLN]	2,8	10,0	-7,5	-0,4	6,7	9,1
Wynik netto [mln PLN]	1,2	8,6	-7,5	-0,3	5,4	7,4
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	13,9	23,7	21,6	20,2	16,6	10,5
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
P/E	41,5	6,1	---	---	9,6	7,0
EV/EBITDA	5,2	4,4	---	9,0	4,8	3,7
EV/EBIT	11,0	6,8	---	58,1	9,2	6,3

TRZYMAJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: TRZYMAJ)

WYCENA 5,14 PLN

19 MAJ 2025, 08:40 CEST

Wycena DCF [PLN]	4,54
Wycena porównawcza [PLN]	7,55
Wycena końcowa [PLN]	5,14
Potencjał do wzrostu / spadku	-4,8%
Koszt kapitału	14,9%
Cena rynkowa [PLN]	5,40
Kapitalizacja [mln PLN]	51,9
Ilość akcji [mln. szt.]	9,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	5,78
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	5,10
Stopa zwrotu za 3 mc	-5,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	0,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	-4,3%
Struktura akcjonariatu:	
Adam Ambroziak	33,0%
Piotr Osiński	10,8%
Pozostali	56,2%

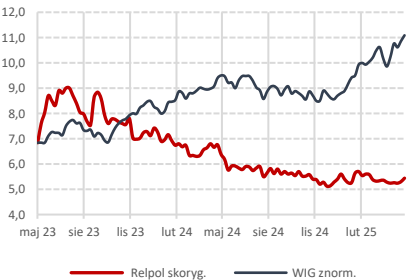
Krzysztof Pado

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
OTOCZENIE KOSZTOWE I RYNKOWE	7
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	9
DANE FINANSOWE	15

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
P/E	41,5	6,1	---	---	9,6	7,0	5,9
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	5,2	4,4	---	9,0	4,8	3,7	3,3
EV/EBIT	11,0	6,8	---	58,1	9,2	6,3	5,2
EV/S	0,4	0,5	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4
BVPS	10,0	10,9	10,1	10,0	10,6	11,4	11,7
EPS	0,1	0,9	-0,8	0,0	0,6	0,8	0,9
DPS (w danym roku)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,58
Payout ratio	0%	0%	0%	0%	0%	0%	75%

Wyniki roczne [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	151,0	159,5	109,3	121,2	144,8	159,8	168,3
Polska	47,4	44,6	36,2	42,3	50,8	55,8	58,6
Niemcy	57,0	70,9	43,5	47,5	58,0	64,3	67,9
Rosja	5,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
inne Europa	28,1	27,4	16,8	16,6	18,5	20,3	21,5
pozostałe	13,3	16,6	12,8	14,8	17,7	19,4	20,3
Zysk brutto ze sprzedaży	24,2	32,4	11,9	20,3	27,3	31,4	33,7
SG&A	17,2	19,5	18,7	19,0	19,8	21,4	22,1
PPO/PKO	-1,0	-1,8	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
EBITDA	12,7	17,2	-0,2	8,0	14,2	16,7	18,2
EBIT	6,0	11,1	-6,8	1,2	7,4	9,9	11,5
Zysk brutto	2,8	10,0	-7,5	-0,4	6,7	9,1	10,8
Zysk netto	1,2	8,6	-7,5	-0,3	5,4	7,4	8,7
Dług netto	13,9	23,7	21,6	20,2	16,6	10,5	7,8

Wskaźniki	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	13%	6%	-31%	11%	19%	10%	5%
EBITDA zmiana r/r	-20%	35%	---	---	77%	17%	9%
Zysk netto zmiana r/r	-81%	587%	---	---	---	37%	18%
Marża brutto na sprzedaży	16,0%	20,3%	10,8%	16,7%	18,8%	19,6%	20,0%
Marża EBITDA	8,4%	10,8%	-0,2%	6,6%	9,8%	10,4%	10,8%
Marża netto	0,8%	5,4%	-6,9%	-0,3%	3,7%	4,6%	5,2%
ROE	1,3%	8,2%	-7,8%	-0,4%	5,3%	6,8%	7,8%
ROA	0,9%	5,9%	-5,6%	-0,3%	3,8%	4,9%	5,6%

Bilans [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	58,3	70,2	71,5	66,9	62,3	60,7	60,2
WNiP	9,4	18,2	17,4	16,6	15,8	15,7	15,7
Rzeczowe aktywa trwałe	48,6	51,9	54,0	50,2	46,4	44,9	44,5
Pozostałe aktywa trwałe	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aktywa obrotowe	82,3	74,1	63,7	65,9	79,8	91,3	95,7
Zapasy	45,1	44,7	37,4	41,5	47,5	50,2	50,6
Należności krótkoterminowe	34,7	28,0	25,4	22,2	26,6	29,3	30,9
Środki pieniężne	2,6	1,4	0,9	2,2	5,8	11,7	14,3
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	140,6	144,3	135,2	132,8	142,1	152,0	156,0

Kapitał własny	96,5	104,5	96,7	96,3	101,7	109,1	112,3
Udziały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania i rezerwy	44,2	39,9	38,5	36,5	40,4	42,8	43,6
Rezerwy na zobowiązania	4,3	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Oprocentowane zobowiązania	16,5	25,1	22,5	22,4	22,3	22,2	22,1
Zobowiązania pozostałe	23,4	10,8	12,1	10,1	14,1	16,7	17,6
Pasywa razem	140,6	144,3	135,2	132,8	142,1	152,0	156,0
Dług netto	13,9	23,7	21,6	20,2	16,6	10,5	7,8
Dług netto / Kapitał własny	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
Dług netto / EBITDA	1,1	1,4	-88,9	2,5	1,2	0,6	0,4

Rachunek przepływu [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
CFO	-1,8	0,0	16,0	4,3	6,5	12,0	15,1
CFI	-12,2	-14,0	-9,2	-2,2	-2,2	-5,3	-6,2
CFF	11,8	12,8	-7,3	-0,8	-0,8	-0,8	-6,3
- w tym dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-5,6
Przepływy pieniężne netto	-2,2	-1,1	-0,5	1,3	3,5	6,0	2,6
CAPEX / Amortyzacja	178%	256%	140%	32%	32%	77%	92%

REL POL

Rekomendacja	Trzymaj	www:	www.relpol.pl
Wycena końcowa [PLN]	5,14		
Potencjał	-5%	daty najbliższych raportów:	
Cena rynkowa [PLN]	5,40	1Q'25:	22 maj
Ilość akcji [mln. szt.]	9,6	2Q'25:	28 sie
Kapitalizacja [mln PLN]	51,9		

Podstawowe informacje o przekazywanych:

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

Wyniki Q [mln PLN]	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25P
Przychody	27,8	31,3	26,9	24,3	26,9	27,0
Polska	8,8	9,4	8,8	9,1	8,9	9,0
Niemcy	12,4	13,3	11,0	8,8	10,4	10,5
Rosja	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
inne Europa	3,1	4,8	4,5	3,2	4,3	4,0
pozostałe	3,5	3,7	2,6	3,2	3,3	3,5
Zysk brutto ze sprzedaży	4,7	3,2	3,4	2,6	2,7	3,2
SG&A	4,9	5,1	4,8	4,3	4,5	4,7
PPO/PKO	2,3	0,0	-0,2	0,0	0,2	0,0
EBITDA	3,6	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,2
EBIT	2,0	-1,8	-1,6	-1,7	-1,7	-1,5
Zysk brutto	1,4	-2,0	-1,5	-2,0	-1,9	-2,0
Zysk netto	1,5	-1,8	-1,7	-2,2	-1,9	-1,6
Dług netto	23,7	18,1	11,9	12,7	21,6	21,0

Wskaźniki	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25P
Przychody zmiana r/r	-26%	-41%	-41%	-26%	-3%	-14%
EBITDA zmiana r/r	11%	---	-98%	-98%	---	---
Zysk netto zmiana r/r	111%	---	---	---	---	---
Marża brutto na sprzedaży	16,8%	10,4%	12,5%	10,6%	10,0%	11,9%
Marża EBITDA	12,8%	-1,0%	0,4%	-0,1%	0,0%	0,6%
Marża netto	5,4%	-5,8%	-6,3%	-8,9%	-7,0%	-5,9%

Wskaźniki II	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
EPS, Adj+	0,13	0,89	-0,78	-0,04	0,56	0,77
Revenue	151,0	159,5	109,3	121,2	144,8	159,8
Gross Margin %	16,0%	20,3%	10,8%	16,7%	18,8%	19,6%
EBIT	6,0	11,1	-6,8	1,2	7,4	9,9
EBITDA	12,7	17,2	-0,2	8,0	14,2	16,7
Net Income Adj+	1,2	8,6	-7,5	-0,3	5,4	7,4
Net Debt	13,9	23,7	21,6	20,2	16,6	10,5
BPS	10,0	10,9	10,1	10,0	10,6	11,4
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Return on Equity %	1,3%	8,2%	-7,8%	-0,4%	5,3%	6,8%
Return on Assets %	0,9%	5,9%	-5,6%	-0,3%	3,8%	4,9%
Depreciation	5,6	5,5	5,6	5,8	5,8	5,8
Amortization	1,1	0,6	1,0	1,0	1,0	1,0
Free Cash Flow	-14,0	-14,0	6,8	2,1	4,3	6,8
CAPEX	11,9	15,5	9,2	2,2	2,2	5,3

Czynniki ryzyka:

- Eskalacja wojny na Ukrainie - wstrzymanie pracy zakładu Relpol Altera.
- Wysokie ceny surowców strategicznych lub problemy z ich dostępnością.
- Spadek kursu EUR/PLN - spółka jest eksporterem netto.
- Znaczący wzrost kosztów pracy, usług obcych czy kosztów energii
- Ryzyko technologiczne - ryzyko zwiększenia się udziału w rynku przekazywanych 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 2025-2034 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 4,54 PLN. Wycena porównawcza oparta na prognozach wyników na lata 2025 – 2027 dała wartość 1 akcji na poziomie 7,55 PLN. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 5,14 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	4,54
Wycena metodą porównawczą	20%	7,55
Wycena 1 akcji [PLN]		5,14

Źródło: 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 (5,4%), premii za ryzyko rynkowe (9,5%) oraz współczynnika beta = 1,0.

Główne założenia modelu:

- W 2025 roku zakładamy lekki wzrost sprzedaży do 121 mln PLN (w lutym spółka podniosła lekko ceny, zakładamy także pozyskanie nowych klientów).
- Zakładamy przez nas kilka rekomendacji wcześniej cel wzrostu przychodów do >200 mln PLN wyraźnie się oddalił (w 2021 roku zarząd spółki informował, że zgodnie ze strategią do 2026 roku przychody spółki dzięki inwestycjom miały wzrosnąć do ponad 180 mln PLN – cel ten wydaje się obecnie mało realistyczny).
- Marża EBITDA w 2024 roku wyniosła -0,2% (vs 10,8% rok wcześniej). Średnia ważona za ostatnie 5 lat wynosi ok 9% (a wyłączając 2024 rok - 11%). Zakładamy, że w kolejnych okresach większe wykorzystanie mocy czy efekty inwestycji w automatyzację produkcji (zwracamy uwagę, że przejście części produktów na nowe linie wymagać może np. ponownej certyfikacji u klientów) przełożą się na odbudowanie rentowności (zakładamy poziom 7% 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, że spółka poprawi w najbliższych latach cykl konwersji gotówki (zwracamy uwagę m.in. na relatywnie wysoki poziom rotacji zapasów).
- Efektywną stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 19,0%.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1,0%.
- Dług netto przyjęto na poziomie z końca 2024 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 9,6 mln akcji a końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 19 maja 2025 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 43,6 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 4,54 PLN.

Model DCF

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	121,2	144,8	159,8	168,3	173,8	177,4	179,9	181,8	183,2	184,3
EBIT [mln PLN]	1,2	7,4	9,9	11,5	12,7	13,7	14,3	14,4	14,5	14,6
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	0,2	1,4	1,9	2,2	2,4	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8
NOPLAT [mln PLN]	1,0	6,0	8,0	9,3	10,3	11,1	11,6	11,7	11,8	11,8
Amortyzacja [mln PLN]	6,8	6,8	6,8	6,7	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6
CAPEX [mln PLN]	-2,2	-2,2	-5,3	-6,2	-6,7	-6,6	-6,6	-6,6	-6,6	-6,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-3,0	-6,6	-3,0	-1,1	-2,1	-1,4	-1,0	-0,7	-0,6	-0,4
FCF [mln PLN]	2,6	4,0	6,5	8,7	8,1	9,7	10,6	11,0	11,2	11,4
DFCF [mln PLN]	2,4	3,2	4,7	5,5	4,5	4,8	4,5	4,1	3,7	3,3
Suma DFCF [mln PLN]	40,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	85,1									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	24,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]	65,2									
Dług netto 2024 [mln PLN]	21,6									
Wyplacona dywidenda [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału [mln PLN]	43,6									
Ilość akcji [mln szt.]	9,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	4,54									
Przychody zmiana r/r	10,9%	19,5%	10,3%	5,3%	3,2%	2,1%	1,4%	1,0%	0,8%	0,6%
EBIT zmiana r/r	---	498,4%	33,2%	16,6%	9,7%	8,2%	4,3%	0,9%	0,7%	0,6%
FCF zmiana r/r	23,7%	50,4%	64,6%	33,6%	-7,4%	19,9%	9,0%	3,5%	2,4%	1,7%
Marża EBITDA	6,6%	9,8%	10,4%	10,8%	11,1%	11,5%	11,6%	11,6%	11,6%	11,5%
Marża EBIT	1,0%	5,1%	6,2%	6,9%	7,3%	7,7%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Marża NOPLAT	0,8%	4,2%	5,0%	5,5%	5,9%	6,3%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
CAPEX / Przychody	1,8%	1,5%	3,3%	3,7%	3,8%	3,7%	3,7%	3,7%	3,6%	3,6%
CAPEX / Amortyzacja	32,4%	32,4%	77,2%	92,4%	100,4%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	2,4%	4,6%	1,9%	0,7%	1,2%	0,8%	0,5%	0,4%	0,3%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	24,9%	28,1%	20,2%	12,9%	38,9%	38,9%	38,9%	38,9%	38,9%	38,9%

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

Kalkulacja WACC

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Stopa wolna od ryzyka	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%
Premia za ryzyko	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%
Udział kapitału własnego	83,1%	84,3%	85,4%	85,8%	86,2%	87,4%	90,2%	92,7%	95,2%	95,9%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Udział kapitału obcego	16,9%	15,7%	14,6%	14,2%	13,8%	12,6%	9,8%	7,3%	4,8%	4,1%
WACC	13,3%	13,4%	13,5%	13,6%	13,6%	13,7%	14,0%	14,2%	14,5%	14,5%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					Beta				
beta	0,00%	1,00%	2,00%	Premia za ryzyko	0,00%	1,00%	2,00%	Premia za ryzyko	0,9	1,0	1,1			
	0,8	5,43	5,72		6,08	7,5%	5,49		5,80	6,16	7,5%	6,39	5,80	5,28
	0,9	4,85	5,09		5,37	8,5%	4,87		5,12	5,41	8,5%	5,69	5,12	4,62
	1,0	4,34	4,54		4,77	9,5%	4,34		4,54	4,77	9,5%	5,09	4,54	4,06
	1,1	3,90	4,06		4,25	10,5%	3,87		4,04	4,22	10,5%	4,56	4,04	3,58
	1,2	3,50	3,64		3,80	11,5%	3,46		3,60	3,75	11,5%	4,11	3,60	3,16

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza została dokonana w oparciu o prognozy na lata 2025-2027 dla wybranych polskich firm elektrotechnicznych o niskiej i średniej kapitalizacji (spółki te posiadają podobnie jak Relpol znaczącą ekspozycję na eksport, ich produkty trafiają także do branży OZE/EV). Waga polskich spółek w modelu wynosi 70%. Pozostałe 30% jest wynikiem porównania do Hongfy, która jest liderem produkcji przekładników na świecie (w przypadku pozostałych podmiotów obecnych na tym rynku jest to tylko jedna z różnych działalności). Udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie to 20% (polskie podmioty z grupy porównawczej nie produkują przekładników, natomiast skala Hongfy jest nieporównywalnie większa). Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (waga 0% dla 2025 roku ze względu na zakładany ujemny wynik netto oraz po 50% dla lat 2026-27). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 7,55 PLN/akcję.

Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym:		7,55
- wycena do krajowych producentów elektrotechniki	70%	6,41
- wycena do zagranicznych producentów przekładników	30%	10,20

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Apator	12,0	9,7	9,4	5,6	5,0	4,8
Aplisens	9,2	8,2	7,8	4,5	3,9	3,3
Sonel	10,7	9,7	9,4	5,6	5,0	4,8
Mediana	10,7	9,7	9,4	5,6	5,0	4,8
Relpol	---	9,6	7,0	9,0	4,8	3,7
Premia/dyskonto do mediany	---	-1%	-25%	61%	-4%	-22%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	---	5,44	7,23	2,55	5,71	7,25
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		6,33			6,48	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	6,41					

Źródło: BDM S.A., szacunki własne, Bloomberg

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Hongfa	18,4	15,9	14,2	8,9	7,8	7,0
Mediana	18,4	15,9	14,2	8,9	7,8	7,0
Relpol	---	9,6	7,0	9,0	4,8	3,7
Premia/dyskonto do mediany	---	-40%	-51%	0%	-38%	-47%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	---	8,96	10,92	5,38	9,85	11,08
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		9,94			10,46	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	10,20					

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

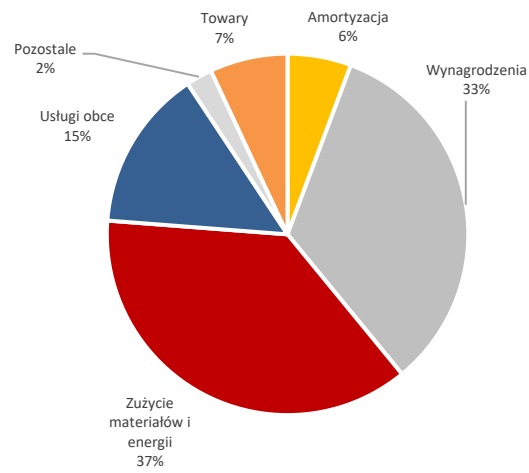
OTOCZENIE KOSZTOWE I RYNKOWE

Aktualna sytuacja po stronie kosztowej

Największą pozycję w strukturze kosztów spółki stanowią koszty zużycia materiałów i energii (około 37% kosztów, w tym kilka % stanowić mogą 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 2024 otoczenie surowcowe dla spółki wyglądało mniej korzystnie niż w 2023 roku. Początek 2025 przynosił dalsze wzrosty cen miedzi i srebra (dopiero ogłoszenie amerykańskich ceł na import towarów przełożyło się na pewną korektę cenową).

Struktura kosztów (ostatni pełny rok obrotowy)



Źródło: BDM S.A., spółka

Zatrudnienie

Koszty wynagrodzeń to 33% kosztów za 2024 rok a koszt usług obcych to ok. 15% kosztów. W 2024 średnie zatrudnienie wyniosło 564 etaty (-122 etaty r/r). Z tego 213 osób były zatrudnionych w spółce ukraińskiej (vs 292 rok wcześniej). Outsourcing pracowników w 2024 ograniczono do jedynie 32 osób (vs 80 rok wcześniej). W Ukrainie spółka posiada zakład montażowy (elementy przekładników przemysłowych, które później trafiają głównie na eksport) i stara się korzystać 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, odpowiedź spółki są inwestycje poczynione w automatyzację (nowa linia) oraz redukcja zatrudniania.

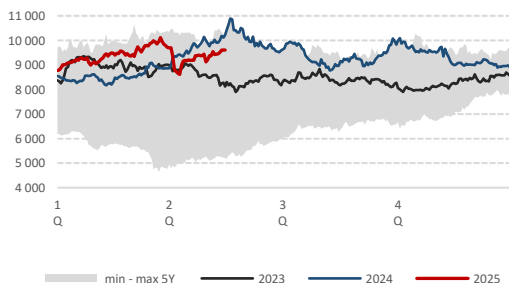
Cennik spółki

Pomiędzy 2022 a 2023 rokiem spółka podniosła ceny katalogowe o przeciętnie kilkanaście procent. Kolejna większa korekta nastąpiła w lipcu 2024, kiedy podwyżki cen wyniosła ok 5%. W ostatnim cenniku z lutego 2025 podwyżka to 3%.

Ekspozycja walutowa

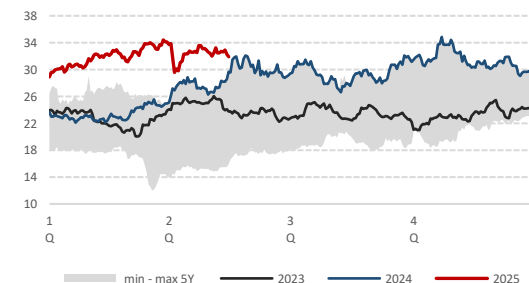
Negatywnie na wyniki spółki po stronie przychodowej wpływało w ostatnich kwartałach umocnienie PLN vs EUR (w 2023 i 2024 roku ponad 60% przychodów spółki uzyskiwanych było w EUR, a ok 9% w USD). W tym samym czasie PLN umacniało się vs USD – co częściowo rekompensowało koszty „dolarowych” surowców. Spółka szacuje, że przeciętnie w skali roku nadwyżka wpływów nad wydatkami walutowymi wynosi ok. 5,7 mln EUR. Warto także dodać w kontekście walut, że osłabienie CNY zwiększa atrakcyjność cenową konkurencji z Chin (Hongfa).

Cena miedzi [USD/t]



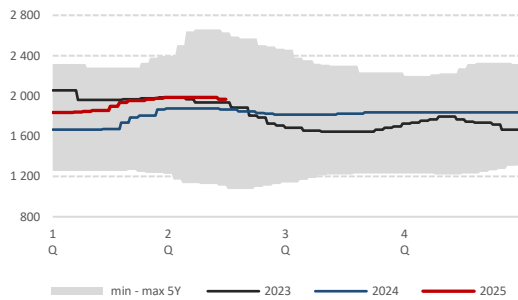
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena srebra [USD/oz]



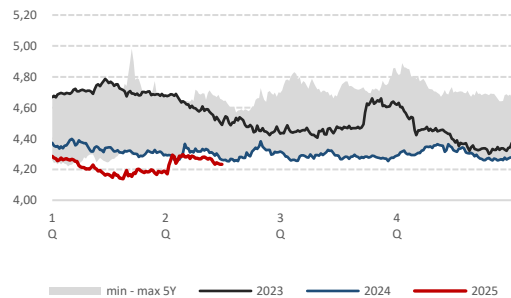
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena polietylenu [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EUR/PLN



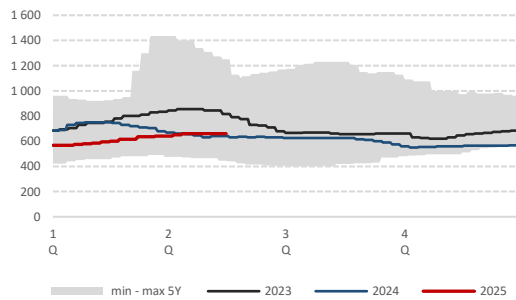
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Koniunktura rynkowa

Generalnie popyt na produkty spółki jest powiązany m.in. z koniunkturą w przemyśle w Niemczech i w Polsce. W lutym-kwietniu wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu wskazał po raz pierwszy od blisko 3 lat poziomy powyżej 50 pkt. Natomiast w przypadku Niemiec mamy nadal odczyty poniżej 50 pkt, ale w kwietniu wskaźnik był najwyższy od 3Q'22.

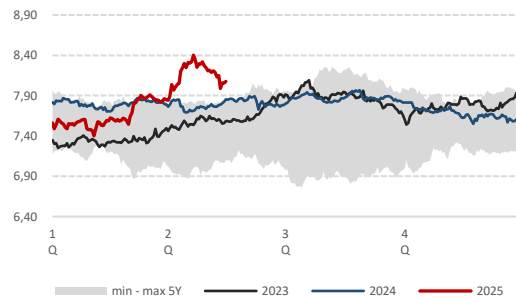
Zaprezentowane za 1Q'25 wyniki ABB (jeden z głównych odbiorców spółki) wykazały, że 1Q'25 był trzecim z rzędu kwartałem wzrostu zamówień na rynku europejskim (+1% r/r, ale przy spadku o -4% w Niemczech po dwóch kwartałach mocnych wzrostów). Zwracamy uwagę, że w średnim terminie atrakcyjność Relpolu vs Chin dla kontrahentów z Europy Zachodniej wzrosła ze względu na bliską lokalizację i rozbudowę mocy produkcyjnych.

Cena stali [EUR/t]



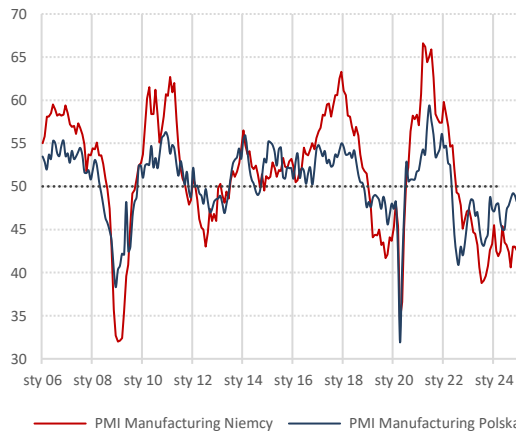
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EUR/CNY



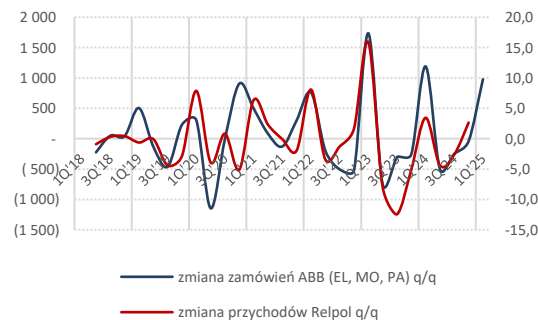
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

PMI dla przemysłu w Polsce i w Niemczech



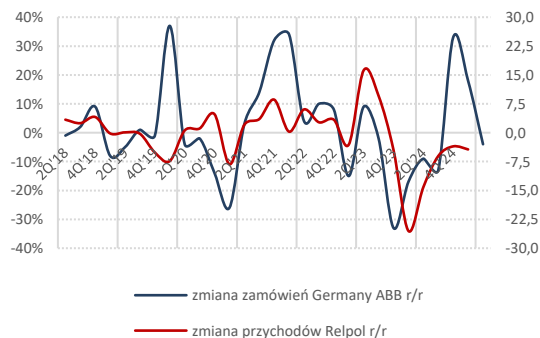
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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



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

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 słabą 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 ma 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 przełącznikiem, który zmienia stan pod wpływem wielkości zasilającej i pozostaje trwale w tym stanie po zaniku tej wielkości (co przekłada się na mniejsze koszty energii). Natomiast standardowy przełącznik monostabilny wraca do stanu poprzedniego, gdy zasilanie zaniknie albo odpowiednio zmieni się jej wartość. Najprostsze zastosowanie przełącznika bistabilnego to np. sterowanie oświetleniem z różnych miejsc pomieszczenia.
- Po wstępnych wynikach 4Q'24 spółka podała, że w 1Q'25 planowała osiągnąć pełną wydajność nowych, zautomatyzowanych linii produkcyjnych, co pozwoli na zwiększenie efektywności procesów oraz poprawę rentowności - zwracamy przy tym uwagę, że przejście części klientów na nowe linie może wymagać ponownych certyfikacji produkcji. W raporcie rocznym podano, że do końca 2025 roku spółka planuje w pełni wykorzystać potencjał nowych linii produkcyjnych.

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki skonsolidowane za 4Q'24 [mln PLN]

	4Q'23	4Q'24	zmiana r/r	4Q'24P BDM*	odchyl.	2023	2024	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	27,8	26,9	-3,3%	26,9	0,1%	159,5	109,3	-31,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	4,7	2,7	-42,5%	3,0	-10,6%	32,4	11,9	-63,4%
Zysk na sprzedaży	-0,3	-1,9	---	-1,7	---	12,9	-6,9	---
EBITDA	3,6	0,0	---	-0,3	---	17,2	-0,2	---
EBIT	2,0	-1,7	---	-1,7	---	11,1	-6,8	---
Zysk brutto	1,4	-1,9	---	-2,2	---	10,0	-7,5	---
Zysk netto	1,5	-1,9	---	-1,8	---	8,6	-7,5	---
Marża zysku brutto ze sprzedaży	16,8%	10,0%		11,2%		20,3%	10,8%	
Marża EBITDA	-1,0%	-6,9%		-6,3%		8,1%	-6,3%	
Marża EBIT	7,3%	-6,3%		-6,3%		7,0%	-6,2%	
Marża zysku netto	5,4%	-7,0%		-6,7%		5,4%	-6,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *z 11/04/2025

Jednostkowe wyniki za 2024 vs wyniki wstępne [mln PLN]

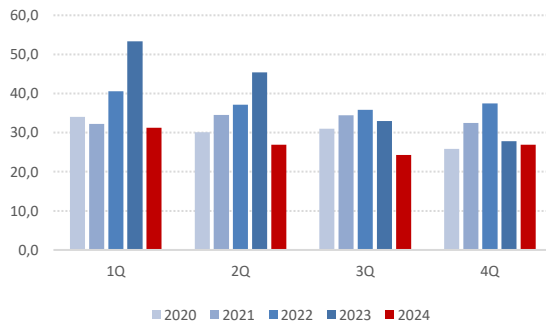
	4Q'23J	4Q'24J	zmiana r/r	4Q'24J W	odchyl.	2023J	2024J	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	27,9	26,9	-3,7%	26,9	0,0%	159,5	109,3	-31,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	4,4	3,0	-33,2%	3,0	0,0%	30,4	12,1	-60,1%
EBITDA	4,3	0,3	-92,8%	-0,1	---	16,3	0,9	-94,7%
EBIT	2,2	-1,4	---	-1,2	---	9,7	-5,7	---
Zysk netto	1,6	-1,4	---	-1,4	---	7,2	-6,5	---
Marża zysku brutto ze sprzedaży	15,8%	11,0%		11,0%		19,0%	11,1%	
Marża EBITDA	15,3%	1,2%		---		10,2%	0,8%	
Marża EBIT	7,8%	-5,1%		-4,5%		6,1%	-5,2%	
Marża zysku netto	5,6%	-5,3%		-5,3%		4,5%	-5,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Spółka podała w końcówce marca'25 wstępne jednostkowe wyniki za 2024 a w kwietniu'25 pełne wyniki skonsolidowane. Finalne jednostkowe wyniki były minimalnie wyższe na poziomie EBITDA. Poniżej komentarz do finalnych wyników skonsolidowanych.
- W 4Q'24 na poziomie przychodów Relpol miał 26,9 mln PLN (-3% r/r). Sprzedaż na rynku polskim wzrosła o 1% r/r (pierwszy raz od 3Q'23). Sprzedaż eksportowa spadła o -5% r/r (w tym w Niemczech o -16% r/r).
- Rentowność brutto ze sprzedaży była istotnie niższa r/r (10% vs 17% rok temu, w 1-3Q'24 było to 11%). Mocny PLN mógł ograniczać marżowość eksportu.
- Rentowność produkcji w 4Q'24 wyniosła 7% (rok temu 4%) a sprzedaż towarów miała 47%.
- EBITDA wyniosła 0,0 mln PLN (vs 3,6 mln PLN rok temu, wynik był wtedy wsparty przez +2,3 mln PLN salda pozostałej działalności operacyjnej – w 4Q'24 było to +0,2 mln PLN).
- Wynik netto wyniósł -1,9 mln PLN (vs +1,5 mln PLN w 4Q'23).
- Cash flow operacyjny: +0,6 mln PLN (vs +0,4 mln PLN rok temu).
- CAPEX: 3,4 mln PLN w 4Q'24 (9,2 mln PLN w całym 2024 roku). W 4Q'24 spółka zwiększyła także zobowiązania z tyt. leasingu o 4,4 mln PLN w ujęciu q/q (leasing zwrotny maszyny).
- Dług netto po 4Q'24: 21,6 mln PLN (vs 23,7 mln PLN rok temu).

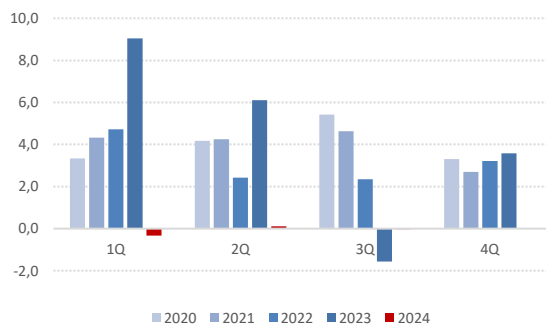
Podsumowując, wyniki za 4Q'24 nie były zaskoczeniem w świetle przedstawionych wcześniej wstępnych wyników jednostkowych. Koniunktura w końcówce roku była nadal słaba (dodatkowo nie sprzyjał układ kalendarza). Nieco wzrosły w stosunku do 3Q'24 przychody, ale EBITDA z trudem wyszła na break-even. W 4Q'24 spółka zwiększyła dług netto, głównie ze względu na wzrost wartości leasingu finansowego q/q (finansowanie maszyn i urządzeń). Zdaniem spółki widać delikatnie rosnące zamówienia, zwłaszcza w segmencie przekładników przemysłowych. Zarząd wskazuje m.in. na inwestycje poczynione w ostatnich latach (m.in. nowa, automatyczna linia, które w pierwszej kolejności będzie obsługiwać produkcję przekładników przemysłowych) oraz optymalizację kosztową na przestrzeni ostatnich miesięcy, co łącznie ma poprawić wyniki w kolejnych okresach, ale z naciskiem na 2H'25 (1H'25 wynikowo może pozostać „trudny”).

Przychody skonsolidowane [mln PLN]



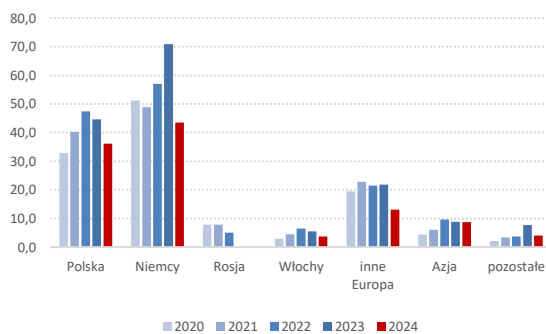
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA skonsolidowana [mln PLN]



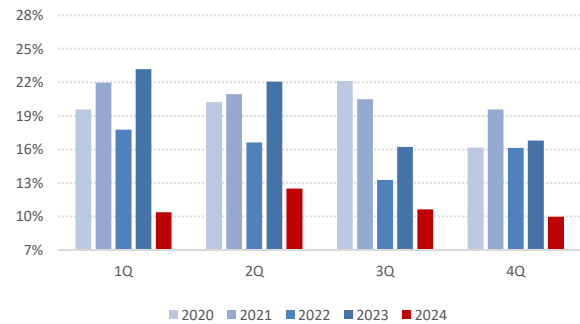
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura przychodów geograficznie [mln PLN]



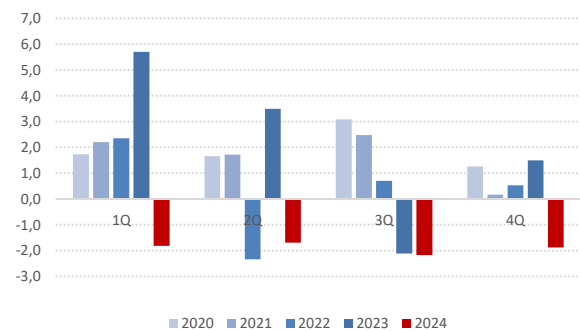
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży skonsolidowana



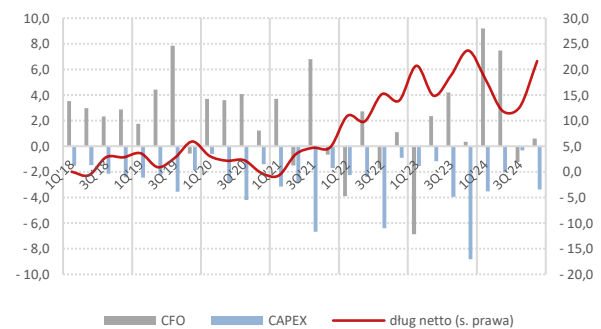
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wynik netto skonsolidowany [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dług netto [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozy wyników na kolejne okresy

Wyniki i prognozy wyników kwartalne [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25P	2Q'25P	3Q'25P	4Q'25P
Przychody ze sprzedaży	40,6	37,1	35,8	37,5	53,3	45,4	32,9	27,8	31,3	26,9	24,3	26,9	27,0	31,4	32,0	30,9
Polska	12,7	12,4	7,9	14,5	14,6	11,7	9,4	8,8	9,4	8,8	9,1	8,9	9,0	11,0	11,3	11,0
Niemcy	15,1	13,7	15,3	12,9	23,0	21,1	14,5	12,4	13,3	11,0	8,8	10,4	10,5	12,0	13,0	12,0
Rosja	2,1	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Europa pozostałe	7,0	6,4	10,1	4,5	11,3	7,8	5,2	3,1	4,8	4,5	3,2	4,3	4,0	4,8	3,3	4,5
Azja	2,7	1,1	1,8	4,0	2,5	3,2	1,4	1,8	1,9	1,9	2,8	2,1	2,0	2,5	3,2	2,3
inne	1,0	0,5	0,8	1,5	1,9	1,7	2,4	1,7	1,8	0,7	0,4	1,2	1,5	1,1	1,1	1,1
Komponenty automatyki	33,5	28,0	31,2	32,0	46,9	40,9	29,5	24,2	27,6	24,2	21,2	23,9	23,8	28,5	28,6	27,3
Towary	6,0	7,4	3,5	4,0	4,5	3,1	2,3	2,9	2,7	2,2	2,2	2,3	2,5	2,3	2,4	3,0
Pozostałe	1,0	1,7	1,2	1,4	2,0	1,4	1,2	0,8	1,0	0,6	0,9	0,7	0,6	0,6	0,9	0,6
Zysk brutto ze sprzedaży	7,2	6,2	4,8	6,0	12,4	10,0	5,3	4,7	3,2	3,4	2,6	2,7	3,2	4,7	6,0	6,4
Komponenty automatyki	4,9	2,9	3,3	3,7	9,9	9,2	4,4	0,8	2,1	2,3	1,7	1,7	2,1	3,7	4,9	5,2
Towary	2,1	2,9	1,3	1,6	1,8	0,8	0,7	1,9	1,1	0,9	0,9	1,1	0,9	0,9	0,9	1,1
Pozostałe	0,2	0,4	0,2	0,8	0,7	0,0	0,2	1,9	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,1
SG&A	4,3	4,6	3,9	4,4	4,9	5,1	4,5	4,9	5,1	4,8	4,3	4,5	4,7	4,8	4,6	4,9
Saldo PPO/PKO	0,2	-0,9	-0,3	0,0	0,0	-0,2	-3,9	2,3	0,0	-0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	4,7	2,4	2,3	3,2	9,0	6,1	-1,6	3,6	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,2	1,6	3,1	3,3
EBIT	3,1	0,7	0,6	1,6	7,4	4,7	-3,1	2,0	-1,8	-1,6	-1,7	-1,7	-1,5	-0,1	1,4	1,6
Saldo finansowe	0,0	-2,9	0,0	-0,3	-0,3	-0,6	0,3	-0,6	-0,2	0,1	-0,3	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Zysk brutto	7,1	4,2	-2,7	1,4	-2,0	-1,5	-2,0	-1,9	-2,0	-0,6	0,9	1,2	-5,5	-5,7	-5,4	-5,6
Zysk netto	2,3	-2,3	0,7	0,5	5,7	3,5	-2,1	1,5	-1,8	-1,7	-2,2	-1,9	-1,6	-0,5	0,8	0,9
CFO	-3,9	2,7	-1,7	1,1	-6,9	2,3	4,2	0,4	9,2	7,5	-1,2	0,6	1,3	0,7	0,7	1,6
CAPEX	2,3	2,4	6,4	0,9	1,5	1,2	4,0	8,8	3,5	2,0	0,3	3,4	0,3	0,3	0,3	1,5
Dług netto	10,9	9,9	15,2	13,9	20,7	14,9	18,8	23,7	18,1	11,9	12,7	21,6	21,0	21,0	20,9	20,2
Przychody zmiana r/r	26%	8%	4%	15%	32%	22%	-8%	-26%	-41%	-41%	-26%	-3%	-14%	17%	32%	15%
Polska	28%	18%	-15%	37%	15%	-5%	20%	-39%	-36%	-25%	-4%	1%	-4%	25%	24%	24%
Niemcy	26%	6%	24%	10%	52%	54%	-5%	-4%	-42%	-48%	-39%	-16%	-21%	9%	47%	15%
Rosja	16%	55%	-100%	-100%	-100%	-100%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Europa pozostałe	6%	-11%	21%	-13%	61%	21%	-49%	-31%	-57%	-42%	-39%	38%	-18%	6%	6%	5%
Azja	62%	4%	19%	129%	-6%	181%	-20%	-56%	-23%	-40%	97%	20%	3%	32%	15%	7%
inne	215%	-41%	-31%	42%	95%	215%	219%	19%	-7%	-58%	-82%	-33%	-16%	59%	161%	-4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	17,8%	16,6%	13,3%	16,1%	23,2%	22,1%	16,2%	16,8%	10,4%	12,5%	10,6%	10,0%	11,9%	14,9%	18,6%	20,8%
Komponenty automatyki	14%	10%	10%	11%	21%	22%	15%	3%	7%	10%	8%	7%	9%	13%	17%	19%
Towary	36%	40%	37%	39%	40%	26%	32%	66%	43%	41%	41%	47%	38%	38%	38%	38%
Pozostałe	20%	20%	19%	57%	35%	3%	14%	246%	23%	-6%	1%	-11%	20%	20%	20%	20%
S&GA/przychody	10,6%	12,4%	10,8%	11,9%	9,3%	11,1%	13,8%	17,8%	16,2%	17,8%	17,8%	16,9%	17,6%	15,4%	14,4%	15,8%
Marża EBITDA	11,6%	6,5%	6,5%	8,6%	17,0%	13,5%	-4,7%	12,8%	-1,0%	0,4%	-0,1%	0,0%	0,6%	5,0%	9,6%	10,5%
Marża EBIT	7,6%	1,9%	1,7%	4,2%	13,9%	10,4%	-9,3%	7,3%	-5,7%	-6,0%	-7,1%	-6,3%	-5,7%	-0,5%	4,2%	5,0%
Marża zysku netto	5,8%	-6,3%	2,0%	1,4%	10,7%	7,7%	-6,4%	5,4%	-5,8%	-6,3%	-8,9%	-7,0%	-5,9%	-1,5%	2,4%	3,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozy wyników na 1Q'2025

	1Q'24	1Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r
Przychody	31,3	27,0	-13,8%	109,3	121,2	10,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	3,2	3,2	-1,0%	11,9	20,3	71,0%
Zysk na sprzedaży	-1,8	-1,5	---	-6,9	1,2	---
EBITDA	-0,3	0,2	---	-0,2	8,0	---
EBIT	-1,8	-1,5	---	-6,8	1,2	---
Zysk brutto	-2,0	-2,0	---	-7,5	-0,4	---
Zysk netto	-1,8	-1,6	---	-7,5	-0,3	---
Marża brutto ze sprzedaży	10,4%	11,9%	---	10,8%	16,7%	---
marża EBITDA	-1,0%	0,6%	---	-0,2%	6,6%	---
marża EBIT	-5,7%	-5,7%	---	-6,2%	1,0%	---
marża netto	-5,8%	-5,9%	---	-6,9%	-0,3%	---

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Otoczenie rynkowe.** PMI dla niemieckiego przemysłu (kluczowy kierunek eksportowy spółki) w 1Q'25 wyniósł średnio 46,6 pkt (vs 42,8 pkt w 4Q'24). Wyniki ABB (jeden z głównych odbiorców spółki) za 2H'24 i 1Q'25 wskazały na pewne pozytywne trendy w poziomie nowych zamówień (wzrost zamówień w Europie r/r po okresie wyraźnych spadków w 3Q'23-2Q'24, w Niemczech spory wzrost r/r w 2H'24 i lekki spadek r/r w 1Q'25).

- **Prognoza na 1Q'25.** W lutym'25 spółka wprowadziła kolejną nieznaczną podwyżkę cen (średnio +3%, wcześniej +5% w 3Q'24), co może nieco poprawić perspektywę dla marży. Okres 1H'25 wynikowo pozostanie jednak trudny ze względu na niski poziom backlogu z poprzednich miesięcy. W 1Q'25 oczekujemy delikatnej poprawy wyników w ujęciu q/q (w ujęciu r/r nadal będzie naszym zdaniem słabiej na przychodach, ale powinien być widoczny efekt cięcia kosztów). Nadal ciężko spodziewać się wyjścia na break-even na poziomie netto. Prognozujemy 27,0 mln PLN przychodów oraz -1,6 mln PLN straty netto.

Zmiana prognoz w stosunku do poprzedniego raportu analitycznego* [mln PLN]

	2024	2024	zmiana	2025	2025	zmiana	2026	2026	zmiana
	poprzednio	wykonanie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	109,3	109,3	0,0%	121,2	121,2	0,0%	143,8	144,8	0,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	12,1	11,9	-2,0%	20,3	20,3	-0,1%	27,1	27,3	0,6%
EBITDA	-0,5	-0,2	---	7,1	8,0	13,3%	13,1	14,2	8,6%
EBIT	-6,9	-6,8	---	0,7	1,2	77,4%	6,7	7,4	10,9%
Zysk (strata) netto	-7,5	-7,5	---	-0,4	-0,3	---	5,0	5,4	8,3%
Dług (gotówka) netto	14,5	21,6	49,0%	14,2	20,2	42,2%	10,2	16,6	62,6%
Marża brutto ze sprzedaży	11,1%	10,8%		16,7%	16,7%		18,8%	18,8%	
Marża EBITDA	-0,5%	-0,2%		5,9%	6,6%		9,1%	9,8%	
Marża EBIT	-6,3%	-6,2%		0,6%	1,0%		4,7%	5,1%	
Marża zysku netto	-6,9%	-6,9%		-0,3%	-0,3%		3,5%	3,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednia rekomendacja z 11.04.2025

- Według raportu Relays Global Market Report 2025 ([link](#)) globalny rynek przekładników wzrośnie z 6,71 mld USD w 2024 (poprzednia prognoza zakładała 7,05 mld USD) do 6,92 mld USD w roku 2025, a w 2029 roku oczekuje się poziomu 8,46 mld USD (poprzednio zakładano 8,65 mld USD w 2028 roku). Źródłem wzrostu mają być inwestycje w projekty pozyskiwania energii słonecznej czy rosnąca liczba pojazdów elektrycznych (co może stać pod pewnym znakiem zapytanie biorąc pod uwagę wyhamowanie dynamik wzrostu w 2024 roku w tym obszarze).
- W liście do akcjonariuszy po wynikach rocznych prezes podkreślił, że 2024 rok okazał się okresem "pełnym trudności i wyzwań". Słabnący popyt, który rozpoczął się w połowie 2023 roku, utrzymywał się przez cały 2024 rok.
- Spółka wskazuje, że podjęta szereg działań mających na celu dostosowanie produkcji do niższego zapotrzebowania rynku (uelastycznienie stanów magazynowych, redukcje zatrudnienia, rewizja kosztów dostaw usług, ograniczenie wartości inwestycji), skupiając się na jak najszybszym skomercjalizowaniu inwestycji z ostatnich trzech lat.
- 1H'25 wynikowo pozostanie trudny. Pozytywny wpływ działań (przy równoczesnym ożywieniu w krajowym przemyśle) spodziewany jest w 2H'25. Spółka wskazuje, że zwiększa dostawy w kierunku Płw. Arabskiego. Spółka pozyskała również nowych klientów oraz prowadzi rozmowy z kolejnymi z szansą na strategiczną współpracę. Liczy również na stopniową poprawę sytuacji gospodarczej w Niemczech, gdzie zapowiadane są inwestycje w infrastrukturę energetyczną. Do końca 2025 roku spółka planuje w pełni wykorzystać potencjał nowych, zautomatyzowanych linii produkcyjnych.
- Zdaniem spółki obecnie widać delikatnie rosnące zamówienia, zwłaszcza w segmencie przekładników przemysłowych i produktach uzupełniających aplikacje energetyczne.
- Uważamy, że do poprawy sentymentu do spółki konieczna jest trwalsza poprawa nastrojów w europejskim, a szczególnie niemieckim, przemyśle. Ostatnie wyniki ABB, gdzie pojawiły się pewne pozytywne trendy w poziomie nowych zamówień w Europie, mogą być jakąś zapowiedzią wychodzenia z dołka, ale wymagają potwierdzenia w kolejnych okresach, podobnie jak wskaźniki koniunktury w przemyśle (wyraźne odbicie w PMI dla przemysłu w Polsce i w Niemczech w ostatnich miesiącach). Trudno odpowiedzieć na ile ten trend zostanie zastopowany przez dalszy przebieg „wojny celnej”.
- W 2025 roku zakładamy lekki wzrost sprzedaży do 121 mln PLN (w lutym spółka podniosła lekko ceny, zakładamy także pozyskanie nowych klientów). Estymujemy, że spółka wypracuje 8,0 mln PLN EBITDA oraz -0,3 mln PLN straty netto. Minimalnie podnieśliśmy nasze prognozy (założyliśmy efekty cięcia kosztów ogólnych, wychodzenie z dołka w europejskim przemyśle potwierdzają kolejne wskaźniki).
- W kolejnych latach oczekujemy zwiększenia wykorzystania mocy produkcyjnych (obecnie szacujemy, że wykorzystane są w około połowie). Przekłada się to w naszych prognozach na 145 mln PLN przychodów i 14,2 mln PLN EBITDA w 2026 oraz odpowiednio 160 / 16,7 mln PLN w 2027.
- W 2021 roku zarząd spółki informował, że zgodnie ze strategią do 2026 roku przychody spółki dzięki inwestycjom miały wzrosnąć do ponad 180 mln PLN - cel ten wydaje się obecnie mało realistyczny.
- Marża EBITDA w 2024 roku wyniosła -0,2% (vs 10,8% rok wcześniej). Średnia ważona za ostatnie 5 lat wynosi ok 9% (a wyłączając 2024 rok - 11%). Zakładamy, że w kolejnych okresach większe wykorzystanie mocy czy efekty inwestycji w automatyzację produkcji przełożą się na odbudowanie rentowności (zakładamy poziom 7% 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.

- Dług netto po 4Q'24 wyniósł 21,6 mln PLN (vs 23,7 mln PLN rok temu). CAPEX w 2024 wyniósł 9,2 mln PLN w całym 2024 roku). Spółka zwiększyła także zobowiązania z tyt. leasingu o 3,7 mln PLN w ujęciu r/r (leasing zwrotny).
- Główny kredytodawca spółki (ING) przesunął do 2Q'25 konieczność osiągnięcia wymaganego kowenantu, drugi (BNP) podwyższył jego limit. Zakładamy, że poziom długu netto w kolejnych okresach nie będzie już przrastał. W przypadku wyraźniejszej poprawy koniunktury należy liczyć się ze wzrostem zapotrzebowania na kapitał obrotowy, jednocześnie oceniamy, że spółka może mieć pole do optymalizacji np. wskaźnika rotacji zapasów.
- Zakładamy, że w najbliższych latach CAPEX powinien spaść 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.

Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży	122,2	121,0	133,6	151,0	159,5	109,3	121,2	144,8	159,8	168,3	173,8	177,4	179,9	181,8	183,2	184,3
Polska	36,1	32,9	40,3	47,4	44,6	36,2	42,3	50,8	55,8	58,6	60,8	62,5	63,9	64,9	65,6	66,2
Niemcy	47,0	51,3	48,9	57,0	70,9	43,5	47,5	58,0	64,3	67,9	69,7	70,7	71,2	71,4	71,5	71,6
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	0,0
Europa pozostałe	20,7	22,5	27,3	28,1	27,4	16,8	16,6	18,5	20,3	21,5	22,4	23,1	23,6	23,9	24,2	24,4
Azja	4,6	4,4	6,0	9,6	8,9	8,8	10,0	11,8	12,8	13,4	13,7	13,8	14,0	14,1	14,3	14,4
inne	3,6	2,1	3,3	3,7	7,7	4,1	4,8	5,9	6,6	6,9	7,1	7,2	7,3	7,4	7,5	7,7
Komponenty automatyki	---	100,6	109,8	124,8	141,4	96,9	108,2	131,0	145,5	153,8	159,1	162,5	165,0	166,8	168,2	169,3
Towary	---	17,3	18,9	20,9	12,8	9,3	10,2	10,9	11,2	11,4	11,6	11,6	11,7	11,7	11,8	11,8
Pozostałe	---	3,1	4,9	5,3	5,3	3,2	2,8	3,0	3,1	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Zysk brutto ze sprzedaży	24,7	23,8	27,7	24,2	32,4	11,9	20,3	27,3	31,4	33,7	35,6	37,1	38,0	38,4	38,7	38,9
Komponenty automatyki	---	17,5	19,2	14,7	24,3	7,7	15,9	22,6	26,6	28,8	30,6	32,1	33,0	33,4	33,6	33,9
Towary	---	5,8	5,3	7,9	5,3	4,0	3,8	4,1	4,2	4,3	4,3	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Pozostałe	---	0,7	3,2	1,6	2,8	0,1	0,6	0,6	0,6	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	18,7	19,0	19,8	21,4	22,1	22,8	23,3	23,6	23,9	24,1	24,2
Saldo PPO/PKO	-0,1	2,4	-0,3	-1,0	-1,8	0,0	0,0	-0,1	-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	-0,2	8,0	14,2	16,7	18,2	19,3	20,3	20,9	21,1	21,2	21,3
EBIT	6,7	9,2	9,2	6,0	11,1	-6,8	1,2	7,4	9,9	11,5	12,7	13,7	14,3	14,4	14,5	14,6
Saldo finansowe	-0,2	0,8	-0,8	-3,2	-1,1	-0,7	-1,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3
Zysk brutto	6,4	10,1	8,4	2,8	10,0	-7,5	-0,4	6,7	9,1	10,8	11,9	13,0	13,7	13,9	14,1	14,3
Zysk netto	4,9	7,7	6,6	1,2	8,6	-7,5	-0,3	5,4	7,4	8,7	9,6	10,5	11,1	11,3	11,5	11,6
CFO	13,4	12,6	8,3	-1,8	0,0	16,0	4,3	6,5	12,0	15,1	14,9	16,4	17,3	17,6	17,9	18,0
CAPEX	10,1	9,0	14,3	11,9	15,5	9,2	2,2	2,2	5,3	6,2	6,7	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6
Dług netto	5,9	-0,2	4,8	13,9	23,7	21,6	20,2	16,6	10,5	7,8	6,8	4,9	2,7	0,4	-2,0	-4,6
Przychody zmiana r/r	-10%	-1%	10%	13%	6%	-31%	11%	19%	10%	5%	3%	2%	1%	1%	1%	1%
Polska	-9%	-9%	22%	18%	-6%	-19%	17%	20%	10%	5%	4%	3%	2%	2%	1%	1%
Niemcy	-6%	9%	-5%	17%	24%	-39%	9%	22%	11%	5%	3%	1%	1%	0%	0%	0%
Rosja	-16%	-23%	-1%	-35%	-100%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Europa pozostałe	-12%	8%	22%	3%	-2%	-39%	-1%	11%	10%	6%	4%	3%	2%	2%	1%	1%
Azja	-36%	-5%	37%	61%	-8%	-1%	14%	18%	9%	4%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
inne	18%	-42%	59%	12%	107%	-47%	18%	23%	11%	6%	3%	1%	1%	1%	1%	1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	20,2%	19,7%	20,7%	16,0%	20,3%	10,8%	16,7%	18,8%	19,6%	20,0%	20,5%	20,9%	21,1%	21,1%	21,1%	21,1%
Komponenty automatyki	---	17,4%	17,5%	11,8%	17,2%	8,0%	14,7%	17,2%	18,2%	18,7%	19,2%	19,7%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Towary	---	33,3%	28,0%	37,9%	41,0%	42,9%	37,5%	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%	4,2%	20,0%	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%	17,1%	15,7%	13,6%	13,4%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%
Marża EBITDA	10,7%	13,4%	11,9%	8,4%	10,8%	-0,2%	6,6%	9,8%	10,4%	10,8%	11,1%	11,5%	11,6%	11,6%	11,6%	11,5%
Marża EBIT	5,4%	7,6%	6,9%	4,0%	7,0%	-6,2%	1,0%	5,1%	6,2%	6,9%	7,3%	7,7%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Marża zysku netto	4,0%	6,4%	4,9%	0,8%	5,4%	-6,9%	-0,3%	3,7%	4,6%	5,2%	5,5%	5,9%	6,1%	6,2%	6,3%	6,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Aktywa trwałe	70,2	71,5	66,9	62,3	60,7	60,2	60,3	60,3	60,3	60,3	60,3	60,3
Wartości niematerialne i prawne	18,2	17,4	16,6	15,8	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7
Rzeczowe aktywa trwałe	51,9	54,0	50,2	46,4	44,9	44,5	44,5	44,5	44,5	44,5	44,5	44,5
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	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aktywa obrotowe	74,1	63,7	65,9	79,8	91,3	95,7	99,3	101,3	100,0	99,1	98,3	100,3
Zapasy	44,7	37,4	41,5	47,5	50,2	50,6	52,2	53,3	54,0	54,6	55,0	55,4
Należności krótkoterminowe	28,0	25,4	22,2	26,6	29,3	30,9	31,9	32,5	33,0	33,3	33,6	33,8
Inwestycje krótkoterminowe	1,4	0,9	2,2	5,8	11,7	14,3	15,2	15,5	12,9	11,2	9,7	11,1
- w tym środki pieniężne	1,4	0,9	2,2	5,8	11,7	14,3	15,2	15,5	12,9	11,2	9,7	11,1
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	144,3	135,2	132,8	142,1	152,0	156,0	159,5	161,5	160,2	159,4	158,5	160,5
Kapitał (fundusz) własny	104,5	96,7	96,3	101,7	109,1	112,3	115,4	118,7	121,9	124,9	127,9	130,8
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	39,9	38,5	36,5	40,4	42,8	43,6	44,1	42,8	38,3	34,5	30,7	29,7
Rezerwy na zobowiązania	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Zobowiązania długoterminowe	15,2	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	11,4	6,8	6,8	6,8	6,8
- w tym zobowiązania oprocentowane	15,2	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	11,4	6,8	6,8	6,8	6,8
Zobowiązania krótkoterminowe	20,8	21,6	19,6	23,4	25,9	26,7	27,2	27,4	27,6	23,8	19,9	18,9
- w tym zobowiązania oprocentowane	9,9	9,5	9,4	9,3	9,2	9,1	9,0	8,9	8,8	4,8	0,8	-0,3
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	144,3	135,2	132,8	142,1	152,0	156,0	159,5	161,5	160,2	159,4	158,5	160,5
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody netto ze sprzedaży	159,5	109,3	121,2	144,8	159,8	168,3	173,8	177,4	179,9	181,8	183,2	184,3
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	32,4	11,9	20,3	27,3	31,4	33,7	35,6	37,1	38,0	38,4	38,7	38,9
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	19,5	18,7	19,0	19,8	21,4	22,1	22,8	23,3	23,6	23,9	24,1	24,2
Zysk (strata) na sprzedaży	12,9	-6,9	1,2	7,5	10,0	11,6	12,7	13,8	14,4	14,5	14,6	14,7
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-1,8	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
EBITDA	17,2	-0,2	8,0	14,2	16,7	18,2	19,3	20,3	20,9	21,1	21,2	21,3
EBIT	11,1	-6,8	1,2	7,4	9,9	11,5	12,7	13,7	14,3	14,4	14,5	14,6
Saldo działalności finansowej	-1,1	-0,7	-1,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3
Zysk (strata) brutto	10,0	-7,5	-0,4	6,7	9,1	10,8	11,9	13,0	13,7	13,9	14,1	14,3
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**	8,6	-7,5	-0,3	5,4	7,4	8,7	9,6	10,5	11,1	11,3	11,5	11,6
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
CF [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przepływy z działalności operacyjnej	0,0	16,0	4,3	6,5	12,0	15,1	14,9	16,4	17,3	17,6	17,9	18,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-14,0	-9,2	-2,2	-2,2	-5,3	-6,2	-6,7	-6,6	-6,6	-6,6	-6,6	-6,6
Przepływy z działalności finansowej	12,8	-7,3	-0,8	-0,8	-0,8	-6,3	-7,3	-9,5	-13,2	-12,7	-12,7	-9,9
Przepływy pieniężne netto	-1,1	-0,5	1,3	3,5	6,0	2,6	0,9	0,3	-2,5	-1,7	-1,5	1,5
Środki pieniężne na początek okresu	2,6	1,4	0,9	2,2	5,8	11,7	14,3	15,2	15,5	12,9	11,2	9,7
Środki pieniężne na koniec okresu	1,4	0,9	2,2	5,8	11,7	14,3	15,2	15,5	12,9	11,2	9,7	11,1
Wskaźniki	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody zmiana r/r	6%	-31%	11%	19%	10%	5%	3%	2%	1%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	35%	---	---	77%	17%	9%	6%	5%	3%	1%	0%	0%
Zysk netto zmiana r/r	587%	---	---	---	37%	18%	10%	9%	5%	2%	2%	1%
Marża brutto na sprzedaży	20,3%	10,8%	16,7%	18,8%	19,6%	20,0%	20,5%	20,9%	21,1%	21,1%	21,1%	21,1%
Marża EBITDA	10,8%	-0,2%	6,6%	9,8%	10,4%	10,8%	11,1%	11,5%	11,6%	11,6%	11,6%	11,5%
Marża EBIT	7,0%	-6,2%	1,0%	5,1%	6,2%	6,9%	7,3%	7,7%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Marża netto	5,4%	-6,9%	-0,3%	3,7%	4,6%	5,2%	5,5%	5,9%	6,1%	6,2%	6,3%	6,3%
SG&A / przychody	12,2%	17,1%	15,7%	13,6%	13,4%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%
ROE	8,2%	-7,8%	-0,4%	5,3%	6,8%	7,8%	8,4%	8,9%	9,1%	9,0%	9,0%	8,9%
ROA	5,9%	-5,6%	-0,3%	3,8%	4,9%	5,6%	6,0%	6,5%	6,9%	7,1%	7,2%	7,2%
Dług	25,1	22,5	22,4	22,3	22,2	22,1	22,0	20,4	15,6	11,6	7,6	6,5
D / (D+E)	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
D / E	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0
Dług / kapitał własny	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0
Dług netto	23,7	21,6	20,2	16,6	10,5	7,8	6,8	4,9	2,7	0,4	-2,0	-4,6
Dług netto / kapitał własny	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług netto / EBITDA	1,4	-88,9	2,5	1,2	0,6	0,4	0,4	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,2
EV	75,6	73,5	72,1	68,5	62,4	59,7	58,7	56,8	54,6	52,3	49,9	47,3
Dług / EV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,1
CAPEX / Przychody	10%	8%	2%	2%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
CAPEX / Amortyzacja	256%	140%	32%	32%	77%	92%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Zmiana KO / Przychody	4%	-11%	2%	5%	2%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	71%	23%	25%	28%	20%	13%	39%	39%	39%	39%	39%	39%
P/E*	6,1	---	-	9,6	7,0	5,9	5,4	4,9	4,7	4,6	4,5	4,5
P/BV*	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA*	4,4	---	9,0	4,8	3,7	3,3	3,0	2,8	2,6	2,5	2,4	2,2
EV/EBIT*	6,8	---	58,1	9,2	6,3	5,2	4,6	4,1	3,8	3,6	3,4	3,2
EV/S*	0,5	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,58	0,68	0,75	0,82	0,86	0,88	0,89
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 5,40 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](#)

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

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	5,14	Trzymaj	5,03	19.05.2025*	08:40 CEST	5,40	103 150
Trzymaj	5,03	Trzymaj	5,16	11.04.2025*	15:00 CEST	5,16	91 492
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 2Q'25*:			, 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	4	44%	0	0%
Akumuluj	1	11%	0	0%
Trzymaj	4	44%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwadzieścia miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazywania 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: 2025-05-19

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-05-19 (08:40 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-05-19 (08:40 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 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 obarczona 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 uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

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

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

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

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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 (analitiky) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitikowi 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 2025-05-19:

- 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 świadomym, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.