



Dom Maklerski BDM S.A.

## RELPOL

### RAPORT ANALITYCZNY

## TRZYMAJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: TRZYMAJ)

**WYCENA 5,03 PLN**

11 KWIECIEŃ 2025, 15:00 CEST

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). Jednocześnie, biorąc pod uwagę niepewność związaną z „wojną celną”, dużym znakiem zapytania jest trwałość tego ożywienia (szczególnie na rynkach eksportowych, które generują 2/3 sprzedaży spółki). Oceniamy, że okres 1H'25 może być nadal wymagający wynikowo, liczymy na poprawę w 2H'25, ale „widoczność” wyników jest niska. Z jednej strony spółce powinny pomagać inwestycje w elektroenergetyce w kraju czy uruchomienie programu inwestycyjnego w Niemczech (infrastruktura), z drugiej trudno obecnie ocenić dalszy przebieg i efekty „wojny celnej”. Po aktualizacji modelu cenę docelową wyznaczamy obecnie na poziomie 5,03 PLN, co implikuje pozostanie przy zaleceniu Trzymaj.

#### Wyniki za ostatnie okresy

W 2024 spółka osiągnęła według wstępnych danych na poziomie jednostkowym 109,3 mln PLN przychodów (-31% r/r), 0,5 mln PLN EBITDA (vs 16,3 mln PLN rok wcześniej) oraz -6,5 mln PLN straty netto (vs +7,2 mln PLN w 2024 roku). Wyniki skonsolidowane nie powinny się w istotny sposób różnić. W samym 4Q'24 spółka miała szacunkowo 26,9 mln PLN jednostkowych przychodów (-4% r/r) oraz -0,1 mln PLN EBITDA (vs +4,3 mln PLN rok wcześniej). Przychody nieco wzrosły vs 3Q'24 (+11% q/q), ale nie pozwoliło to na poprawę EBITDA (+0,3 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). Przekaznik 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 w II oraz III'25) i Europie (PMI w DE najwyższy od 2,5 roku). Ostatnie wyniki ABB (jeden z głównych odbiorców spółki) wskazywały na pozytywne trendy w poziomie nowych zamówień (w 3 i 4Q'24 pierwszy od półtora roku wzrost zamówień w samych Niemczech). Zarząd Relpolu liczy m.in. na wpływ środków z KPO na rynku polskim (inwestycje w sektorze elektroenergetycznym). Dużym znakiem zapytania jest jednak trwałość ożywienia z początku roku, biorąc pod uwagę „wojnę celną”. 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, 7,1 mln PLN EBITDA oraz -0,4 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 144/ 13,1/ 5,0 mln PLN w 2026 oraz 158/ 15,4/ 6,9 mln PLN w 2027. Nasze prognozy implikują EV/EBITDA'25=9,0x, '26=4,6x. Obecna kapitalizacja to 50 mln PLN, co odpowiada CAPEX spółki za ostatnie 4 lata.

	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	151,0	159,5	109,3	121,2	143,8	158,0
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	24,2	32,4	12,1	20,3	27,1	31,1
Wynik na sprzedaży [mln PLN]	6,9	12,9	-6,7	0,7	6,8	9,1
EBITDA [mln PLN]	12,7	17,2	-0,5	7,1	13,1	15,4
EBIT [mln PLN]	6,0	11,1	-6,9	0,7	6,7	9,1
Wynik brutto [mln PLN]	2,8	10,0	-7,8	-0,5	6,2	8,5
Wynik netto [mln PLN]	1,2	8,6	-7,5	-0,4	5,0	6,9
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	13,9	23,7	14,5	14,2	10,2	4,5
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
P/E	39,7	5,8	---	---	9,9	7,2
EV/EBITDA	5,0	4,3	---	9,0	4,6	3,5
EV/EBIT	10,6	6,6	---	96,7	8,9	6,0

Wycena DCF [PLN]	4,72
Wycena porównawcza [PLN]	6,28
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>5,03</b>
Potencjał do wzrostu / spadku	-2,5%
Koszt kapitału	14,7%
Cena rynkowa [PLN]	5,16
Kapitalizacja [mln PLN]	49,6
Ilość akcji [mln. szt.]	9,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	5,78
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	5,12
Stopa zwrotu za 3 mc	-7,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	-7,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	-12,2%
Struktura akcjonariatu:	
Adam Ambroziak	33,0%
Piotr Osiński	10,8%
Pozostali	56,2%

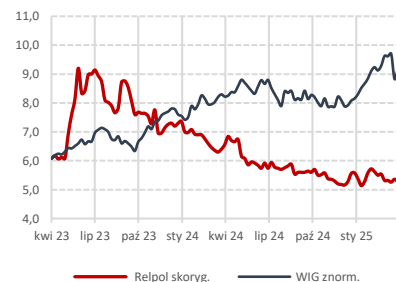
Krzysztof Pado

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



## 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 4,72 PLN. Wycena porównawcza oparta na prognozach wyników na lata 2025 – 2027 dała wartość 1 akcji na poziomie 6,28 PLN. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 5,03 PLN.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	4,72
Wycena metodą porównawczą	20%	6,28
<b>Wycena 1 akcji [PLN]</b>		<b>5,03</b>

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 (5,2%), premii za ryzyko rynkowe (9,5%) oraz współczynnika beta = 1,0.

### Główne założenia modelu:

- Spółka opublikowała już szacunkowe jednostkowe wyniki za 2024 rok (109 mln PLN przychodów, spodziewamy się podobnego poziomu w danych skonsolidowanych). W 2025 roku zakładamy lekki wzrost sprzedaży do 121 mln PLN (w lutym spółka podniosła lekko ceny, zakładamy także pozyskanie nowych klientów).
- Zakładany przez nas 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).
- Jednostkowa marża EBITDA w 2024 roku wyniosła 0,4% (vs 10,2% rok wcześniej). Skonsolidowany poziom może być jeszcze trochę niższy (konsolidacja spółki zależnej z Ukrainy, która świadczy „wewnętrzne” podwykonawstwo). Średnia ważona za ostatnie 5 lat wynosi według naszych szacunków 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 6% w 2025 roku i 9-11% 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 szacowanym poziomie z końca 2024 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 9,6 mln akcji a końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 11 kwietnia 2025 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 45,3 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 4,72 PLN.

**Model DCF**

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	121,2	143,8	158,0	165,8	170,7	173,9	176,0	177,6	178,8	179,7
EBIT [mln PLN]	0,7	6,7	9,1	10,6	11,7	12,7	13,6	13,7	13,8	13,9
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]	0,1	1,3	1,7	2,0	2,2	2,4	2,6	2,6	2,6	2,6
NOPLAT [mln PLN]	0,5	5,4	7,3	8,6	9,5	10,3	11,0	11,1	11,2	11,2
Amortyzacja [mln PLN]	6,4	6,4	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3
CAPEX [mln PLN]	-3,0	-2,7	-5,8	-6,0	-6,3	-6,3	-6,3	-6,3	-6,3	-6,3
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-2,7	-4,9	-1,9	-0,4	-1,6	-1,0	-0,7	-0,5	-0,4	-0,3
FCF [mln PLN]	1,2	4,2	6,0	8,5	7,8	9,2	10,3	10,6	10,8	10,9
DFCF [mln PLN]	1,1	3,4	4,2	5,2	4,3	4,4	4,3	3,9	3,5	3,0
Suma DFCF [mln PLN]	37,4									
Wartość rezydualna [mln PLN]	80,5									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	22,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	59,8									
Dług netto 2024P [mln PLN]	14,5									
Wyplacona dywidenda [mln PLN]	0,0									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>45,3</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	9,6									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>4,72</b>									
Przychody zmiana r/r	10,9%	18,7%	9,8%	5,0%	3,0%	1,8%	1,3%	0,9%	0,7%	0,5%
EBIT zmiana r/r	---	920,2%	34,9%	17,1%	9,9%	8,4%	7,5%	0,8%	0,6%	0,5%
FCF zmiana r/r	-88,5%	248,8%	42,1%	41,0%	-7,7%	17,9%	11,8%	2,8%	1,9%	1,3%
Marża EBITDA	5,8%	9,1%	9,7%	10,2%	10,5%	10,9%	11,3%	11,2%	11,2%	11,2%
Marża EBIT	0,5%	4,7%	5,7%	6,4%	6,8%	7,3%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Marża NOPLAT	0,4%	3,8%	4,7%	5,2%	5,5%	5,9%	6,3%	6,3%	6,2%	6,2%
CAPEX / Przychody	2,5%	1,9%	3,6%	3,6%	3,7%	3,6%	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%
CAPEX / Amortyzacja	46,9%	41,9%	91,2%	95,7%	100,2%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	2,2%	3,4%	1,2%	0,3%	1,0%	0,6%	0,4%	0,3%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	22,9%	21,9%	13,5%	5,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%

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

**Kalkulacja WACC**

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Stopa wolna od ryzyka	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%
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	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%
Udział kapitału własnego	87,4%	88,3%	89,1%	89,5%	89,8%	91,0%	94,0%	96,6%	99,3%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Udział kapitału obcego	12,6%	11,7%	10,9%	10,5%	10,2%	9,0%	6,0%	3,4%	0,7%	0,0%
WACC	13,5%	13,6%	13,7%	13,7%	13,8%	13,9%	14,1%	14,4%	14,6%	14,7%

Źródło: BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF**

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					Beta			
	0,00%	1,00%	2,00%			0,00%	1,00%	2,00%			0,9	1,0	1,1	
beta	0,8	5,60	5,87	6,20	Premia za ryzyko	7,5%	5,66	5,94	6,28	Premia za ryzyko	7,5%	6,52	5,94	5,44
	0,9	5,03	5,25	5,51		8,5%	5,06	5,28	5,54		8,5%	5,84	5,28	4,79
	1,0	4,53	4,72	4,92		9,5%	4,53	4,72	4,92		9,5%	5,25	4,72	4,25
	1,1	4,10	4,25	4,42		10,5%	4,08	4,23	4,40		10,5%	4,74	4,23	3,79
	1,2	3,72	3,85	3,99		11,5%	3,69	3,81	3,94		11,5%	4,30	3,81	3,39

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 6,28 PLN/akcję.

### Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Wycena
<b>Wycena metodą porównawczą, w tym:</b>		<b>6,28</b>
- wycena do krajowych producentów elektrotechniki	70%	4,95
- wycena do zagranicznych producentów przekładników	30%	9,41

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Aparator	8,8	7,2	6,0	4,8	4,2	3,7
Aplisens	9,1	8,1	7,7	4,4	3,8	3,2
Sonel	9,1	8,1	7,7	4,8	4,2	3,7
<b>Mediana</b>	<b>9,1</b>	<b>8,1</b>	<b>7,7</b>	<b>4,8</b>	<b>4,2</b>	<b>3,7</b>
<b>Relpol</b>	---	<b>9,9</b>	<b>7,2</b>	<b>9,0</b>	<b>4,6</b>	<b>3,5</b>
Premia/dyskonto do mediany	---	22%	-6%	89%	10%	-5%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	---	4,22	5,51	2,04	4,62	5,44
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>4,86</b>			<b>5,03</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>4,95</b>					

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

### Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Hongfa	17,8	15,4	13,7	8,9	7,8	6,7
<b>Mediana</b>	<b>17,8</b>	<b>15,4</b>	<b>13,7</b>	<b>8,9</b>	<b>7,8</b>	<b>6,7</b>
<b>Relpol</b>	---	<b>9,9</b>	<b>7,2</b>	<b>9,0</b>	<b>4,6</b>	<b>3,5</b>
Premia/dyskonto do mediany	---	-36%	-47%	2%	-41%	-47%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	---	8,02	9,82	5,03	9,54	10,24
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>8,92</b>			<b>9,89</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>9,41</b>					

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

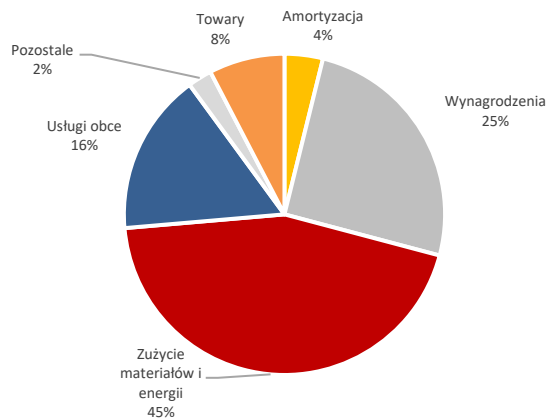
## OTOCZENIE KOSZTOWE I RYNKOWE

### Aktualna sytuacja po stronie kosztowej

Największą pozycję w strukturze kosztów spółki stanowią koszty zużycia materiałów i energii (około 45% kosztów, w tym kilka % stanowią 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 wyżki 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, w zużycie energii elektrycznej wyniosło 4,1 tys MWh, ciepłej 6,2 tys GJ a gazu ziemnego 2,3 tys MWh

### Zatrudnienie

Koszty wynagrodzeń to 25% kosztów za 2023 rok a koszt usług obcych to ok. 16% kosztów. W 1-3Q'24 średnie zatrudnienie wyniosło 571 etatów (-138 etatów r/r). Z tego 208 osób były zatrudnionych w spółce ukraińskiej (vs 299 rok wcześniej). Outsourcing pracowniczy w 1-3Q'24 ograniczono do jedynie 22 osób (vs 99 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, odpowiednią spółki są inwestycje poczynione w automatyzację (nowa linia) oraz redukcja zatrudniania.

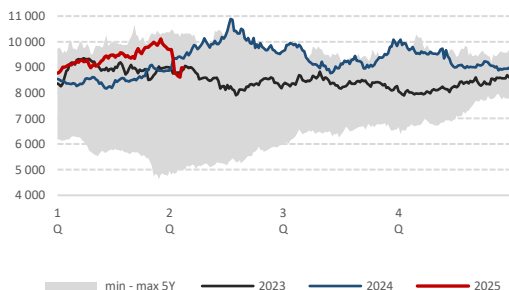
### Cennik spółki

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

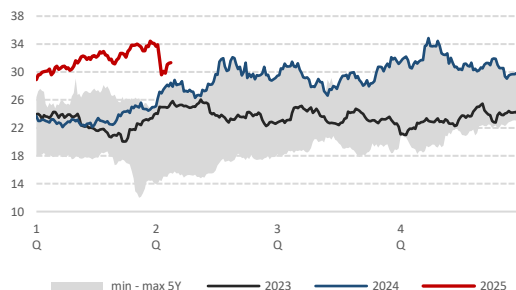
Negatywnie na wyniki spółki po stronie przychodowej wpływało w ostatnich kwartałach umocnienie PLN vs EUR (w 2023 roku ponad 60% przychodów spółki uzyskiwanych było w EUR, a ok 9% w USD). W tym samym czasie PLN umacniało się vs USD – co częściowo rekompensowało koszty „dolarowych” surowców. Spółka szacuje, że przeciętnie w skali roku nadwyżka wpływów nad wydatkami walutowymi wynosi ok. 6,0 mln EUR. Warto także dodać w kontekście walut, że osłabienie CNY zwiększa atrakcyjność cenową konkurencji z Chin (Hongfa).

Cena miedzi [USD/t]

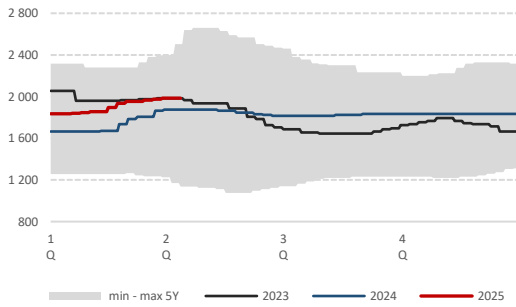
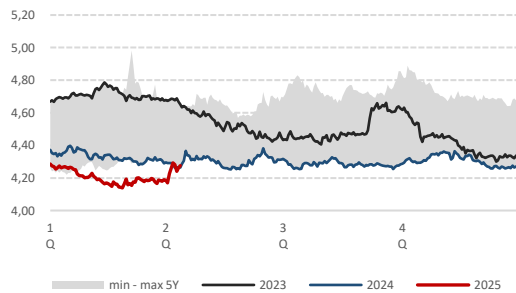


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena srebra [USD/oz]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

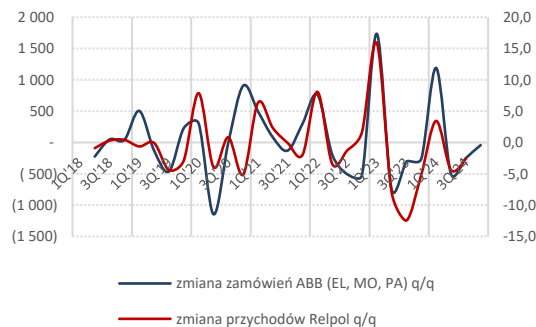
**Cena polietylenu [EUR/t]**

 Źródło: BDM S.A., Bloomberg  
 EUR/PLN


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

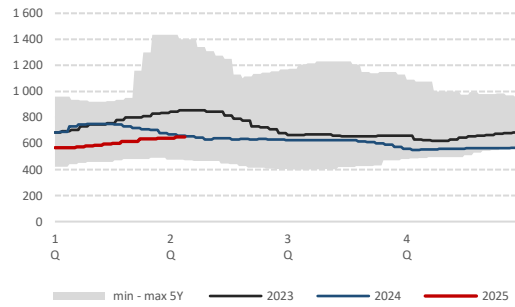
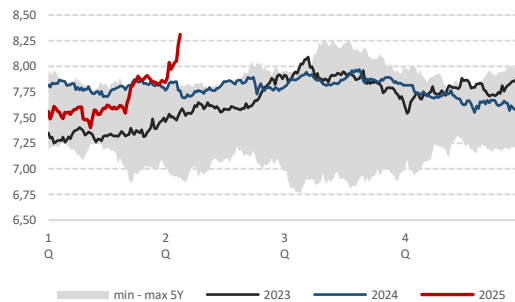
**Koniunktura rynkowa**

Generalnie popyt na produkty spółki jest powiązany m.in. z koniunkturą w przemyśle w Niemczech i w Polsce. W lutym wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu wskazał po raz pierwszy od blisko 3 lat poziom powyżej 50 pkt. Natomiast w przypadku Niemiec mamy odczyty wyraźnie poniżej 50 pkt, ale w lutym wskaźnik była najwyższej od 1Q'23.

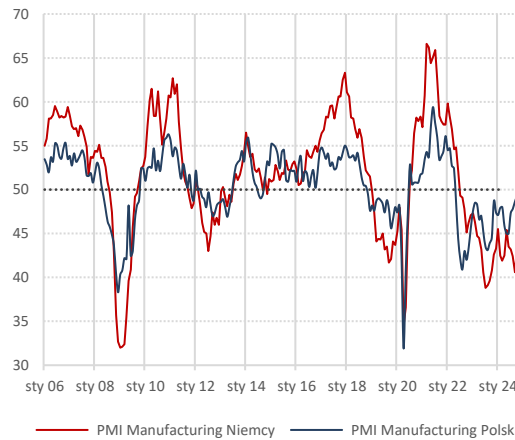
Zaprezentowane za 4Q'24 wyniki ABB (jeden z głównych odbiorców spółki) wykazały, że 4Q'24 był drugim z rzędu kwartałem wyraźnego wzrostu zamówień na rynku niemieckim (+18% r/r, przy także +9% na całym rynku europejskim). Natomiast globalny napływ nowych zamówień był nieco niższy q/q, ale wzrósł r/r. 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.

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


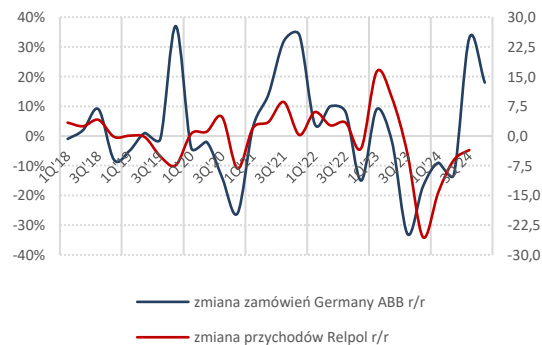
Źródło: BDM S.A., ABB, \*suma segmentów: Electrification, Motion, Process Automation

**Cena 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 z rynku niemieckiego r/r [%] vs zmiana przychodów Relpol r/r [mln PLN]**


Źródło: BDM S.A., ABB



**Program inwestycyjny**

- W roku 2022 spółka przeniósła 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 planuje 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).

## WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

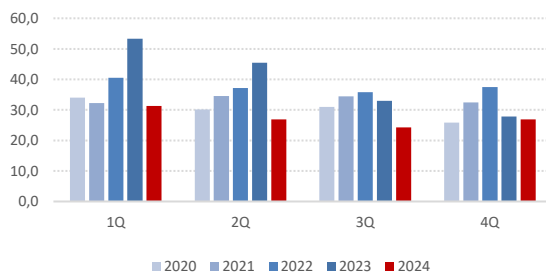
Wstępne jednostkowe wyniki za 4Q'24 vs prognozy BDM\* [mln PLN]

	jednostkowe wstępne							skonsolidowane prognoza BDM z 31/01/2025		
	4Q'23	4Q'24W	zmiana r/r	2022	2023	2024W	zmiana r/r	4Q'23	4Q'24P BDM*	
Przychody ze sprzedaży	27,9	26,9	-3,7%	146,5	159,5	109,3	-31,5%	Przychody ze sprzedaży	27,8	27,3
Zysk brutto ze sprzedaży	4,4	3,0	-33,2%	22,3	30,4	12,1	-60,1%	Zysk brutto ze sprzedaży	4,7	4,3
EBITDA	4,3	-0,1	---	12,5	16,3	0,5	-97,1%	EBITDA	3,6	1,2
EBIT	2,2	-1,2	---	5,9	9,7	-5,5	---	EBIT	2,0	-0,7
Zysk netto	1,6	-1,4	---	4,4	7,2	-6,5	---	Zysk netto	1,5	-1,0
Marża zysku brutto ze sprzedaży	15,8%	11,0%		15,2%	19,0%	11,1%		Marża zysku brutto ze sprzedaży	16,8%	15,6%
Marża EBITDA	15,3%	-0,3%		8,5%	10,2%	0,4%		Marża EBITDA	12,8%	4,3%
Marża EBIT	7,8%	-4,5%		4,0%	6,1%	-5,1%		Marża EBIT	7,3%	-2,5%
Marża zysku netto	5,6%	-5,3%		3,0%	4,5%	-5,9%		Marża zysku netto	5,4%	-3,5%

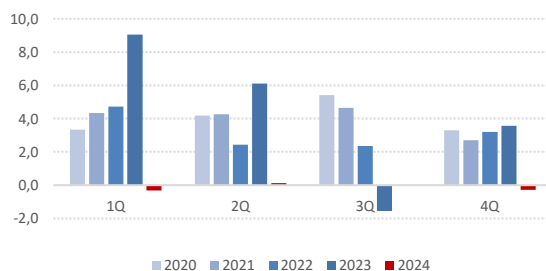
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, \*prognoza wyników skonsolidowanych

- Spółka w końcówce marca podała wstępne jednostkowe wyniki za 4Q'24/2024 (wyniki jednostkowe stanowią zwykle ponad 90% wyników grupy). Pełny raport skonsolidowany spółka przedstawi 25 kwietnia 2025.
- W 4Q'24 na poziomie przychodów Relpol miał 26,9 mln PLN (-4% r/r). EBITDA wyniosła -0,1 mln PLN (vs 4,3 mln PLN rok temu) a strata netto -1,4 mln PLN (vs +1,6 mln PLN rok temu). W 3Q'24 spółka jednostkowo miała 24,3 mln PLN przychodów, +0,3 mln PLN EBITDA oraz -1,8 mln PLN straty netto.
- Nasza prognoza na 4Q'24 na poziomie skonsolidowanym zakładała 27,3 mln PLN przychodów, +1,2 mln PLN EBITDA oraz -1,0 mln PLN straty netto.
- W komentarzu zarząd spółki wskazał, że słaby popyt utrzymywał się przez cały 2024 rok (od 2H'23) a spółka dotkliwie odczuwała dekonunkturę na rynku polskim i europejskim, w szczególności w Niemczech (niskie nakłady na inwestycje w przemyśle, budownictwie i na transformację energetyczną). Dodatkowo, mocny kurs PLN negatywnie wpłynął na rentowność, obniżając przychody ze sprzedaży eksportowej.
- Wyniki jednostkowe za 4Q'24 nie przyniosły przełomu, koniunktura w końcówce roku była nadal słaba (dodatkowo nie sprzyjał układ kalendarza). Nieco wzrosły w stosunku do 3Q'24 przychody, ale EBITDA spadła minimalnie poniżej break-even. Wyniki są nieco poniżej naszych prognoz, które przedstawialiśmy na poziomie skonsolidowanym (różnica pomiędzy wynikami skonsolidowanymi, a jednostkowymi nie powinna być znacząca na poziomie przychodów czy EBITDA).

Przychody skonsolidowane [mln PLN]\*

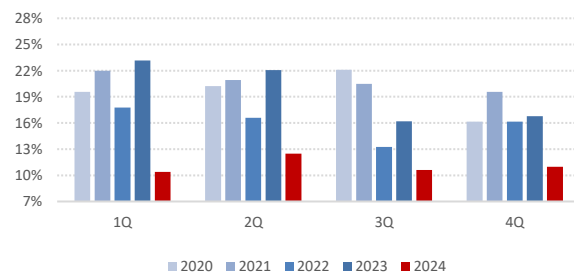


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, \*4Q'24 = prognoza DM BDM EBITDA skonsolidowana [mln PLN]

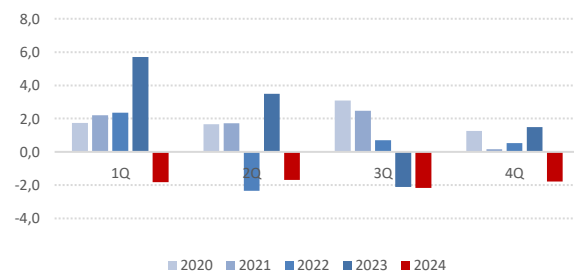


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, \*4Q'24 = prognoza DM BDM

Marża brutto ze sprzedaży skonsolidowana \*

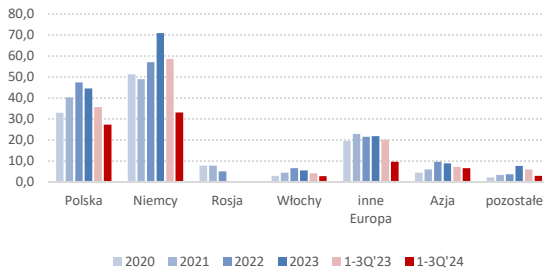


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, \*4Q'24 = prognoza DM BDM Wynik netto skonsolidowany [mln PLN]



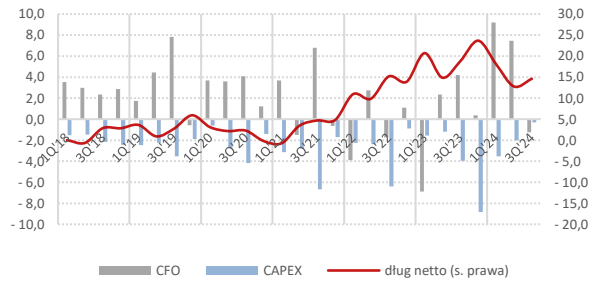
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, \*4Q'24 = prognoza DM BDM

Struktura przychodów geograficznie [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'24P	1Q'25P	2Q'25P	3Q'25P	4Q'25P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>40,6</b>	<b>37,1</b>	<b>35,8</b>	<b>37,5</b>	<b>53,3</b>	<b>45,4</b>	<b>32,9</b>	<b>27,8</b>	<b>31,3</b>	<b>26,9</b>	<b>24,3</b>	<b>26,9</b>	<b>27,0</b>	<b>31,4</b>	<b>32,0</b>	<b>30,9</b>
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	10,2	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	2,0	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	1,5	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	23,4	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	2,8	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	0,6	0,6	0,6	0,9	0,6
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>7,2</b>	<b>6,2</b>	<b>4,8</b>	<b>6,0</b>	<b>12,4</b>	<b>10,0</b>	<b>5,3</b>	<b>4,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>4,7</b>	<b>6,0</b>	<b>6,4</b>
Komponenty automatyki	4,9	2,9	3,3	3,7	9,9	9,2	4,4	0,8	2,1	2,3	1,7	2,1	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	0,9	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	0,0	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	4,7	5,0	4,9	4,6	5,1
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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>4,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>3,2</b>	<b>9,0</b>	<b>6,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>3,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>
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	-1,8	-0,2	1,4	1,3
Saldo finansowe	0,0	-2,9	0,0	-0,3	-0,3	-0,6	0,3	-0,6	-0,2	0,1	-0,3	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Zysk brutto	7,1	4,2	-2,7	1,4	-2,0	-1,5	-2,0	-2,2	-2,1	-0,6	1,0	1,0	-5,4	-5,6	-5,3	-5,5
<b>Zysk netto</b>	<b>2,3</b>	<b>-2,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>5,7</b>	<b>3,5</b>	<b>-2,1</b>	<b>1,5</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>
CFO	-3,9	2,7	-1,7	1,1	-6,9	2,3	4,2	0,4	9,2	7,5	-1,2	1,9	0,9	0,4	0,5	2,0
CAPEX	2,3	2,4	6,4	0,9	1,5	1,2	4,0	8,8	3,5	2,0	0,3	1,6	0,8	0,8	0,8	0,8
Dług netto	10,9	9,9	15,2	13,9	20,7	14,9	18,8	23,7	18,1	12,8	14,6	14,5	14,7	15,3	15,8	14,2
<b>Przychody zmiana r/r</b>	<b>26%</b>	<b>8%</b>	<b>4%</b>	<b>15%</b>	<b>32%</b>	<b>22%</b>	<b>-8%</b>	<b>-26%</b>	<b>-41%</b>	<b>-41%</b>	<b>-26%</b>	<b>-3%</b>	<b>-14%</b>	<b>17%</b>	<b>32%</b>	<b>15%</b>
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%	-18%	-21%	9%	47%	18%
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%	12%	3%	32%	15%	15%
inne	215%	-41%	-31%	42%	95%	215%	219%	19%	-7%	-58%	-82%	-13%	-16%	59%	161%	-27%
<b>Marża zysku brutto ze sprzedaży</b>	<b>17,8%</b>	<b>16,6%</b>	<b>13,3%</b>	<b>16,1%</b>	<b>23,2%</b>	<b>22,1%</b>	<b>16,2%</b>	<b>16,8%</b>	<b>10,4%</b>	<b>12,5%</b>	<b>10,6%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,9%</b>	<b>14,9%</b>	<b>18,6%</b>	<b>20,8%</b>
Komponenty automatyki	14,5%	10,3%	10,5%	11,5%	21,1%	22,5%	15,0%	3,5%	7,5%	9,6%	7,8%	8,9%	9,0%	13,0%	17,0%	19,0%
Towary	35,7%	39,6%	36,6%	39,1%	39,8%	25,9%	32,2%	66,4%	42,6%	40,8%	41,5%	30,0%	37,5%	37,5%	37,5%	37,5%
Pozostałe	20,1%	20,4%	18,6%	56,6%	35,0%	2,6%	14,3%	246,4%	23,5%	-6,0%	1,1%	0,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
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%	17,4%	18,5%	15,7%	14,4%	16,5%
<b>Marża EBITDA</b>	<b>11,6%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,5%</b>	<b>8,6%</b>	<b>17,0%</b>	<b>13,5%</b>	<b>-4,7%</b>	<b>12,8%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>0,4%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>-0,7%</b>	<b>4,3%</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,5%</b>
<b>Marża EBIT</b>	<b>7,6%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,7%</b>	<b>4,2%</b>	<b>13,9%</b>	<b>10,4%</b>	<b>-9,3%</b>	<b>7,3%</b>	<b>-5,7%</b>	<b>-6,0%</b>	<b>-7,1%</b>	<b>-6,4%</b>	<b>-6,6%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,3%</b>
<b>Marża zysku netto</b>	<b>5,8%</b>	<b>-6,3%</b>	<b>2,0%</b>	<b>1,4%</b>	<b>10,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>-6,4%</b>	<b>5,4%</b>	<b>-5,8%</b>	<b>-6,3%</b>	<b>-8,9%</b>	<b>-6,6%</b>	<b>-6,2%</b>	<b>-1,4%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,7%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Prognozy wyników skonsolidowanych na 4Q'2025 oraz 1Q'2025**

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	1Q'24	1Q'25P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	27,8	26,9	-3,3%	31,3	27,0	-13,8%	159,5	109,3	-31,5%	121,2	10,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	4,7	3,0	-36,8%	3,2	3,2	-1,0%	32,4	12,1	-62,5%	20,3	67,2%
Zysk na sprzedaży	-0,3	-1,7	---	-1,8	-1,8	---	12,9	-6,7	---	0,7	---
EBITDA	3,6	-0,3	---	-0,3	-0,2	---	17,2	-0,5	---	7,1	---
EBIT	2,0	-1,7	---	-1,8	-1,8	---	11,1	-6,9	---	0,7	---
Zysk brutto	1,4	-2,2	---	-2,0	-2,1	---	10,0	-7,8	---	-0,5	---
Zysk netto	1,5	-1,8	---	-1,8	-1,7	---	8,6	-7,5	---	-0,4	---
Marża brutto ze sprzedaży	16,8%	11,0%		10,4%	11,9%		20,3%	11,1%		16,7%	
marża EBITDA	12,8%	-1,0%		-1,0%	-0,7%		10,8%	-0,5%		5,8%	
marża EBIT	7,3%	-6,4%		-5,7%	-6,6%		7,0%	-6,3%		0,5%	
marża netto	5,4%	-6,6%		-5,8%	-6,2%		5,4%	-6,8%		-0,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Prognoza na 4Q'24.** Nie spodziewamy się większych odchyień na wynikach skonsolidowanych vs szacunkowe wyniki jednostkowe na poziomie przychodów i EBITDA (odpowiednio 26,9 mln PLN / -0,3 mln PLN vs 26,9 mln PLN / -0,1 mln PLN). Nieznacznie większa różnica może pojawić się na wyniku netto (zakładamy -1,8 mln PLN vs -1,4 mln PLN w jednostkowych), co jest pochodną większej amortyzacji. Cały 2024 był rokiem bardzo trudnym zarówno od strony przychodowej (niski popyt ze wszystkich obszarów) jak i marżowej (wzrost kosztów usług obcych, wynagrodzeń czy ponoszenie kosztów niewykorzystanych mocy produkcyjnych).
- 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). W przypadku Polski wskaźnik w 1Q'25 miał wartość 50,0 pkt (vs 48,8 pkt kwartał wcześniej). Zaprezentowane już wyniki ABB (jeden z głównych odbiorców spółki) za 3 i 4Q'24 wskazały na pewne pozytywne trendy w poziomie nowych zamówień (wzrost zamówień w Europie r/r po okresie wyraźnych spadków w 3Q'23-2Q'24, wzrost także w Niemczech z dynamiką wyższą niż cała Europa).
- Prognoza na 1Q'25.** W lutym spółka wprowadziła nieznaczny podwyżkę cen (średnio +3%, poprzednia miała miejsce 3Q'24 o +5%), co pozwala częściowo rekompensować wzrosty cen surowców i negatywny efekt kursu EUR/PLN. W 1Q'25 oczekujemy podobnych wyników do 4Q'24, co implikuje słabsze rezultaty r/r. Prognozujemy 27,0 mln PLN przychodów oraz -1,7 mln PLN straty netto.
- Prognoza średnioterminowa.** W komunikacie po szacunkowych wynikach 4Q'24 (końcówka marca) spółka podała, że "patrzy z nadzieją" na 2025 rok, opierając się na prognozach stopniowego ożywienia w polskim i europejskim przemyśle (kwartał wcześniej spółka wskazywała, że dostrzega przesłanki do powolnej poprawy sytuacji rynkowej w 2025 roku, wydzwięk ostatniego komentarza zarządu jest w podobnym tonie). Spółka obserwuje "delikatnie" rosnące zamówienia, zwłaszcza w segmencie przekładników przemysłowych oraz OZE. Intensywnie pracuje nad pozyskaniem nowych klientów. Na 1Q'25 planowane było osiągnięcie pełnej wydajności nowych, zautomatyzowanych linii produkcyjnych (formalnie inwestycja ukończona była już rok temu), co ma pozwolić na zwiększenie efektywności procesów oraz poprawę rentowności. Spółka od kilku kwartałów sygnalizuje także, że prowadzi również szereg działań w kierunku optymalizacji kosztów operacyjnych. Zwracamy uwagę, że spółka powinna być beneficjentem zakładanego w Polsce wzrostu inwestycji w sieci PSE/OSD. Oceniamy, że okres 1H'25 może być nadal wymagający wynikowo, liczymy na poprawę w 2H'25, ale „widoczność” wyników jest niska. Z jednej strony spółce powinny pomagać wyżej opisane czynniki, z drugiej trudno obecnie ocenić dalszy przebieg i efekty „wojny celnej” (m.in. kwestia cen materiałów, zamówienia od klientów z Niemiec czy podaż produktów z Chin).

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

	2024		zmiana	2025		zmiana	2026		zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	114,6	109,3	-4,6%	140,4	121,2	-13,7%	168,4	143,8	-14,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	14,9	12,1	-18,6%	25,8	20,3	-21,4%	32,1	27,1	-15,4%
EBITDA	2,0	-0,5	---	12,4	7,1	-43,1%	17,2	13,1	-23,7%
EBIT	-4,7	-6,9	---	5,5	0,7	-88,0%	10,4	6,7	-35,3%
Zysk (strata) netto	-5,5	-7,5	---	3,3	-0,4	---	7,8	5,0	-35,8%
Dług (gotówka) netto	12,8	14,5	13,4%	18,0	14,2	-21,3%	17,4	10,2	-41,6%
Marża brutto ze sprzedaży	13,0%	11,1%		18,4%	16,7%		19,1%	18,9%	
Marża EBITDA	1,7%	-0,5%		8,8%	5,8%		10,2%	9,1%	
Marża EBIT	-4,1%	-6,3%		3,9%	0,5%		6,2%	4,7%	
Marża zysku netto	-4,8%	-6,8%		2,4%	-0,4%		4,6%	3,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \*poprzednia rekomendacja z 25.10.2024

- Według raportu Relays Global Market Report 2025 ([link](#)) globalny rynek przekaźników 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 zapytania biorąc pod uwagę wyhamowanie dynamik wzrostu w 2024 roku w tym obszarze).
- Uważamy, że do poprawy sentymentu do spółki konieczna jest trwalsza poprawa nastrojów w europejskim, a szczególnie niemieckim, przemyśle. Wyniki ABB w 3-4Q'24, gdzie pojawiły się pewne pozytywne trendy w poziomie nowych zamówień w Niemczech 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 przebieg „wojny celnej” (europejski klienci spółki mogą odczuć negatywnie wpływ amerykańskich taryf celnych, jednocześnie zapowiadane np. w Niemczech luzowanie fiskalne i duże programy inwestycyjne mogą wpływać amortyzująco).
- 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 7,1 mln PLN EBITDA oraz -0,4 mln PLN straty netto. Nasze prognozy są kolejny raz obniżone - wychodzenie z dołka w europejskim przemyśle trwa dłużej niż zakładaliśmy, dodatkowo obecnie doszła niepewność związana z wpływem cef na koniunkturę.
- W kolejnych latach oczekujemy zwiększenia wykorzystania mocy produkcyjnych (obecnie szacujemy, że wykorzystane są w około połowie). Przekłada się to w naszych prognozach na 144 mln PLN przychodów i 13,1 mln PLN EBITDA w 2026 oraz odpowiednio 158 / 15,4 mln PLN w 2027.
- Zakładany przez nas wcześniej cel wzrostu przychodów do >200 mln PLN wyraźnie się ostatnio 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).
- Jednostkowa marża EBITDA w 2024 roku wyniosła 0,4% (vs 10,2% rok wcześniej). Skonsolidowany poziom może być jeszcze trochę niższy (konsolidacja kosztów spółki zależnej z Ukrainy). Średnia ważona za ostatnie 5 lat wynosi według naszych szacunków 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 6% w 2025 roku i 9-11% w kolejnych latach). Ryzykiem dla takiego scenariusza może być np. ewentualnie trwalsze umocnienie PLN vs EUR (spółka jest eksporterem netto) czy niskie wykorzystanie mocy.
- Spółce udało się ograniczyć dług netto do 14,6 mln PLN po 3Q'24 (z 23,7 mln PLN po 4Q'23), dzięki zoptymalizowaniu kapitału obrotowego i braku większych nakładów inwestycyjnych. Główny kredytodawca spółki (ING) przesunął do 1Q'25 konieczność osiągnięcia wymaganego kowenantu, drugi (BNP) podwyższył jego limit. Zakładamy, że poziom długu netto na poziomie małych kilkunastu mln PLN uda się utrzymać w 4Q'24 i najbliższych kwartałach. 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 może spaść nawet poniżej amortyzacji. Spółka ma za sobą duży program inwestycyjny, zwiększający o kilkadziesiąt procent zdolności produkcyjne. Jednocześnie będą prowadzone jeszcze inwestycje uzupełniające. Doinwestowania może wymagać także obszar IT. W długim terminie zakładamy CAPEX zbliżony do amortyzacji.

**Prognozy wyników rocznych [mln PLN]**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>122,2</b>	<b>121,0</b>	<b>133,6</b>	<b>151,0</b>	<b>159,5</b>	<b>109,3</b>	<b>121,2</b>	<b>143,8</b>	<b>158,0</b>	<b>165,8</b>	<b>170,7</b>	<b>173,9</b>	<b>176,0</b>	<b>177,6</b>	<b>178,8</b>	<b>179,7</b>
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	43,3	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	17,8	19,0	19,7	20,1	20,4	20,5	20,6	20,7	20,7
Azja	4,6	4,4	6,0	9,6	8,9	8,6	10,0	12,0	13,2	13,9	14,2	14,4	14,6	14,7	14,9	15,1
inne	3,6	2,1	3,3	3,7	7,7	4,4	4,8	5,3	5,6	5,8	5,9	5,9	5,9	6,0	6,0	6,1
Komponenty automatyki	---	100,6	109,8	124,8	141,4	96,4	108,2	130,1	143,7	151,4	156,1	159,2	161,3	162,8	164,0	164,9
Towary	---	17,3	18,9	20,9	12,8	9,8	10,2	10,8	11,2	11,4	11,5	11,6	11,6	11,6	11,7	11,7
Pozostałe	---	3,1	4,9	5,3	5,3	3,0	2,8	2,9	3,0	3,1	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2	3,2
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>24,7</b>	<b>23,8</b>	<b>27,7</b>	<b>24,2</b>	<b>32,4</b>	<b>12,1</b>	<b>20,3</b>	<b>27,1</b>	<b>31,1</b>	<b>33,3</b>	<b>35,1</b>	<b>36,5</b>	<b>37,7</b>	<b>38,0</b>	<b>38,3</b>	<b>38,5</b>
Komponenty automatyki	---	17,5	19,2	14,7	24,3	8,1	15,9	22,5	26,3	28,4	30,1	31,5	32,7	33,0	33,3	33,5
Towary	---	5,8	5,3	7,9	5,3	3,8	3,8	4,1	4,2	4,3	4,3	4,3	4,4	4,4	4,4	4,4
Pozostałe	---	0,7	3,2	1,6	2,8	0,2	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	18,9	19,6	20,4	22,0	22,6	23,3	23,7	24,0	24,2	24,4	24,5
Saldo PPO/PKO	-0,1	2,4	-0,3	-1,0	-1,8	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>EBITDA</b>	<b>13,1</b>	<b>16,2</b>	<b>15,9</b>	<b>12,7</b>	<b>17,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>7,1</b>	<b>13,1</b>	<b>15,4</b>	<b>16,9</b>	<b>17,9</b>	<b>18,9</b>	<b>19,9</b>	<b>20,0</b>	<b>20,0</b>	<b>20,1</b>
<b>EBIT</b>	<b>6,7</b>	<b>9,2</b>	<b>9,2</b>	<b>6,0</b>	<b>11,1</b>	<b>-6,9</b>	<b>0,7</b>	<b>6,7</b>	<b>9,1</b>	<b>10,6</b>	<b>11,7</b>	<b>12,7</b>	<b>13,6</b>	<b>13,7</b>	<b>13,8</b>	<b>13,9</b>
Saldo finansowe	-0,2	0,8	-0,8	-3,2	-1,1	-0,9	-1,2	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1
Zysk brutto	6,4	10,1	8,4	2,8	10,0	-7,8	-0,5	6,2	8,5	10,1	11,1	12,1	13,2	13,4	13,6	13,8
<b>Zysk netto</b>	<b>4,9</b>	<b>7,7</b>	<b>6,6</b>	<b>1,2</b>	<b>8,6</b>	<b>-7,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>5,0</b>	<b>6,9</b>	<b>8,2</b>	<b>9,0</b>	<b>9,8</b>	<b>10,7</b>	<b>10,9</b>	<b>11,0</b>	<b>11,1</b>
CFO	13,4	12,6	8,3	-1,8	0,0	17,3	3,8	7,2	11,9	14,6	14,1	15,5	16,6	16,8	17,0	17,1
CAPEX	10,1	9,0	14,3	11,9	15,5	7,5	3,0	2,7	5,8	6,0	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3
Dług netto	5,9	-0,2	4,8	13,9	23,7	14,5	14,2	10,2	4,5	1,6	0,3	-1,8	-4,4	-6,7	-9,2	-11,8
<b>Przychody zmiana r/r</b>	<b>-10%</b>	<b>-1%</b>	<b>10%</b>	<b>13%</b>	<b>6%</b>	<b>-31%</b>	<b>11%</b>	<b>19%</b>	<b>10%</b>	<b>5%</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>
Polska	-9%	-9%	22%	18%	-6%	-19%	17%	20%	10%	5%	4%	3%	2%	2%	1%	1%
Niemcy	-6%	9%	-5%	17%	24%	-39%	10%	22%	11%	5%	3%	1%	1%	0%	0%	0%
Rosja	-16%	-23%	-1%	-35%	-100%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Europa pozostałe	-12%	8%	22%	3%	-2%	-39%	-1%	7%	7%	4%	2%	1%	1%	0%	0%	0%
Azja	-36%	-5%	37%	61%	-8%	-3%	16%	20%	10%	5%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
inne	18%	-42%	59%	12%	107%	-43%	9%	11%	6%	3%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
<b>Marża zysku brutto ze sprzedaży</b>	<b>20,2%</b>	<b>19,7%</b>	<b>20,7%</b>	<b>16,0%</b>	<b>20,3%</b>	<b>11,1%</b>	<b>16,7%</b>	<b>18,9%</b>	<b>19,7%</b>	<b>20,1%</b>	<b>20,5%</b>	<b>21,0%</b>	<b>21,4%</b>	<b>21,4%</b>	<b>21,4%</b>	<b>21,4%</b>
Komponenty automatyki	---	17,4%	17,5%	11,8%	17,2%	8,4%	14,7%	17,3%	18,3%	18,8%	19,3%	19,8%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%
Towary	---	33,3%	28,0%	37,9%	41,0%	38,3%	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%	7,0%	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%	17,2%	16,2%	14,1%	13,9%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%
<b>Marża EBITDA</b>	<b>10,7%</b>	<b>13,4%</b>	<b>11,9%</b>	<b>8,4%</b>	<b>10,8%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>5,8%</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,7%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,9%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>
<b>Marża EBIT</b>	<b>5,4%</b>	<b>7,6%</b>	<b>6,9%</b>	<b>4,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>-6,3%</b>	<b>0,5%</b>	<b>4,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,8%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,7%</b>
<b>Marża zysku netto</b>	<b>4,0%</b>	<b>6,4%</b>	<b>4,9%</b>	<b>0,8%</b>	<b>5,4%</b>	<b>-6,8%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,7%</b>	<b>6,1%</b>	<b>6,1%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,2%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## DANE FINANSOWE

	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
<b>Bilans [mln PLN]</b>												
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>70,2</b>	<b>71,4</b>	<b>68,0</b>	<b>64,2</b>	<b>63,7</b>	<b>63,4</b>	<b>63,4</b>	<b>63,4</b>	<b>63,4</b>	<b>63,4</b>	<b>63,4</b>	<b>63,4</b>
Wartości niematerialne i prawne	18,2	18,4	18,5	18,4	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3
Rzeczowe aktywa trwałe	51,9	52,9	49,3	45,8	45,3	45,1	45,1	45,1	45,1	45,1	45,1	45,1
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
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>74,1</b>	<b>53,0</b>	<b>58,5</b>	<b>71,0</b>	<b>80,9</b>	<b>84,8</b>	<b>88,1</b>	<b>89,8</b>	<b>88,6</b>	<b>87,7</b>	<b>86,7</b>	<b>88,5</b>
Zapasy	44,7	30,6	33,9	38,3	39,8	39,5	40,7	41,4	42,0	42,3	42,6	42,8
Należności krótkoterminowe	28,0	20,9	22,9	27,1	29,8	31,3	32,2	32,8	33,2	33,5	33,7	33,9
Inwestycje krótkoterminowe	1,4	1,5	1,7	5,6	11,2	14,0	15,2	15,6	13,5	11,8	10,3	11,8
- w tym środki pieniężne	1,4	1,5	1,7	5,6	11,2	14,0	15,2	15,6	13,5	11,8	10,3	11,8
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Aktywa razem</b>	<b>144,3</b>	<b>124,4</b>	<b>126,5</b>	<b>135,3</b>	<b>144,6</b>	<b>148,3</b>	<b>151,6</b>	<b>153,3</b>	<b>152,1</b>	<b>151,1</b>	<b>150,1</b>	<b>152,0</b>
<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>104,5</b>	<b>97,0</b>	<b>96,6</b>	<b>101,6</b>	<b>108,5</b>	<b>111,5</b>	<b>114,4</b>	<b>117,4</b>	<b>120,7</b>	<b>123,6</b>	<b>126,5</b>	<b>129,3</b>
<b>Kapitał mniejszości</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>39,9</b>	<b>27,3</b>	<b>29,9</b>	<b>33,7</b>	<b>36,1</b>	<b>36,8</b>	<b>37,2</b>	<b>35,9</b>	<b>31,4</b>	<b>27,5</b>	<b>23,6</b>	<b>22,6</b>
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	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	15,2	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	20,8	17,3	19,8	23,6	26,0	26,7	27,1	27,3	27,4	23,6	19,7	18,7
- w tym zobowiązania oprocentowane	9,9	9,8	9,7	9,6	9,5	9,4	9,3	9,2	9,1	5,1	1,1	0,0
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pasywa razem</b>	<b>144,3</b>	<b>124,4</b>	<b>126,5</b>	<b>135,3</b>	<b>144,6</b>	<b>148,3</b>	<b>151,6</b>	<b>153,3</b>	<b>152,1</b>	<b>151,1</b>	<b>150,1</b>	<b>152,0</b>
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>												
Przychody netto ze sprzedaży	159,5	109,3	121,2	143,8	158,0	165,8	170,7	173,9	176,0	177,6	178,8	179,7
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	32,4	12,1	20,3	27,1	31,1	33,3	35,1	36,5	37,7	38,0	38,3	38,5
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	19,5	18,9	19,6	20,4	22,0	22,6	23,3	23,7	24,0	24,2	24,4	24,5
Zysk (strata) na sprzedaży	12,9	-6,7	0,7	6,8	9,1	10,7	11,8	12,7	13,7	13,8	13,9	13,9
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-1,8	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
EBITDA	17,2	-0,5	7,1	13,1	15,4	16,9	17,9	18,9	19,9	20,0	20,0	20,1
EBIT	11,1	-6,9	0,7	6,7	9,1	10,6	11,7	12,7	13,6	13,7	13,8	13,9
Saldo działalności finansowej	-1,1	-0,9	-1,2	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1
Zysk (strata) brutto	10,0	-7,8	-0,5	6,2	8,5	10,1	11,1	12,1	13,2	13,4	13,6	13,8
Zysk (strata) netto mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) netto**	8,6	-7,5	-0,4	5,0	6,9	8,2	9,0	9,8	10,7	10,9	11,0	11,1
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
<b>CF [mln PLN]</b>												
Przepływ z działalności operacyjnej	0,0	17,3	3,8	7,2	11,9	14,6	14,1	15,5	16,6	16,8	17,0	17,1
Przepływ z działalności inwestycyjnej	-14,0	-7,5	-3,0	-2,7	-5,8	-6,0	-6,3	-6,3	-6,3	-6,3	-6,3	-6,3
Przepływ z działalności finansowej	12,8	-9,7	-0,6	-0,6	-0,6	-5,7	-6,7	-8,9	-12,4	-12,2	-12,2	-9,4
Przepływ pieniężny netto	-1,1	0,0	0,3	3,9	5,6	2,8	1,2	0,4	-2,1	-1,6	-1,5	1,5
Środki pieniężne na początek okresu	2,6	1,4	1,5	1,7	5,6	11,2	14,0	15,2	15,6	13,5	11,8	10,3
Środki pieniężne na koniec okresu	1,4	1,5	1,7	5,6	11,2	14,0	15,2	15,6	13,5	11,8	10,3	11,8
<b>Wskaźniki</b>												
Przychody zmiana r/r	6%	-31%	11%	19%	10%	5%	3%	2%	1%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	35%	---	---	86%	17%	10%	6%	5%	5%	1%	0%	0%
Zysk netto zmiana r/r	587%	---	---	---	38%	18%	10%	9%	9%	2%	2%	1%
Marża brutto na sprzedaży	20,3%	11,1%	16,7%	18,9%	19,7%	20,1%	20,5%	21,0%	21,4%	21,4%	21,4%	21,4%
Marża EBITDA	10,8%	-0,5%	5,8%	9,1%	9,7%	10,2%	10,5%	10,9%	11,3%	11,2%	11,2%	11,2%
Marża EBIT	7,0%	-6,3%	0,5%	4,7%	5,7%	6,4%	6,8%	7,3%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Marża netto	5,4%	-6,8%	-0,4%	3,5%	4,4%	4,9%	5,3%	5,7%	6,1%	6,1%	6,2%	6,2%
SG&A / przychody	12,2%	17,2%	16,2%	14,1%	13,9%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%
ROE	8,2%	-7,7%	-0,5%	4,9%	6,4%	7,3%	7,9%	8,4%	8,8%	8,8%	8,7%	8,6%
ROA	5,9%	-6,0%	-0,3%	3,7%	4,8%	5,5%	5,9%	6,4%	7,0%	7,2%	7,3%	7,3%
Dług	25,1	16,0	15,9	15,8	15,7	15,6	15,5	13,8	9,1	5,1	1,1	0,0
D / (D+E)	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
D / E	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Dług / kapitał własny	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Dług netto	23,7	14,5	14,2	10,2	4,5	1,6	0,3	-1,8	-4,4	-6,7	-9,2	-11,8
Dług netto / kapitał własny	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Dług netto / EBITDA	1,4	---	2,0	0,8	0,3	0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6
EV	73,2	64,1	63,7	59,7	54,0	51,1	49,8	47,8	45,2	42,8	40,3	37,8
Dług / EV	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0
CAPEX / Przychody	10%	7%	2%	2%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	3%	3%
CAPEX / Amortyzacja	256%	118%	47%	42%	91%	96%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Zmiana KO / Przychody	4%	-17%	2%	3%	1%	0%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	71%	36%	23%	22%	13%	5%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
P/E*	5,8	---	---	9,9	7,2	6,1	5,5	5,0	4,6	4,6	4,5	4,5
P/BV*	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA*	4,3	---	9,0	4,6	3,5	3,0	2,8	2,5	2,3	2,1	2,0	1,9
EV/EBIT*	6,6	---	96,7	8,9	6,0	4,8	4,3	3,8	3,3	3,1	2,9	2,7
EV/S*	0,5	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,54	0,64	0,70	0,77	0,83	0,85	0,86
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 5,16 PLN

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

Dyrektor Wydziału  
tel. (032) 208 14 12  
e-mail: [maciej.bobrowski@bdm.pl](mailto:maciej.bobrowski@bdm.pl)  
[strategia\\_przemysl\\_media/rozrywka\\_TMT](#)

**Krzysztof Pado**

Zastępca Dyrektora  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 35  
e-mail: [krzysztof.pado@bdm.pl](mailto:krzysztof.pado@bdm.pl)  
[oil&gas\\_budownictwo\\_materiały\\_budowlane\\_deweloperzy](#)

**Anna Tobiasz**

Młodszy analityk rynku akcji  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 35  
e-mail: [anna.tobiasz@bdm.pl](mailto:anna.tobiasz@bdm.pl)

**Andrzej Wodecki**

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

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

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

**Maciej Fink-Finowicki**

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

**Piotr Komorowski**

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

**Tomasz Grzeszczyk**

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

**Historia rekomendacji spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
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 Wspierania 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 umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:**

	liczba	%	liczba	%
Kupuj	0	0%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	1	100%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

**INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:**

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Materiał analityczny został przygotowany przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>). BDM jest stroną „Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych” zawartej z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), na podstawie której świadczy usługę pokrycia analitycznego Emitenta przez okres obowiązywania umowy. Z tytułu usług świadczonych w ramach umowy BDM otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane przez BDM w ramach współpracy dostępne są pod adresem: <https://www.bdm.pl/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

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

**Data sporządzenia materiału: 2025-04-11**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-04-11 (15:00 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-04-11 (15:00 CEST).**

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

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

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

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

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrumenty lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahanom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”

**Na dzień 2025-04-11:**

- 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.