



Dom Maklerski BDM S.A.

## REL POL

### RAPORT ANALITYCZNY

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Relpol od zalecenia KUPUJ z ceną docelową 16,5 PLN/akcję, czyli 111% powyżej obecnej ceny rynkowej. Spółka z ponad 60-letnią tradycją jest jednym z trzech największych w Europie producentów przekładników elektromagnetycznych wykorzystywanych gł. w automatyce przemysłowej, energetyce zawodowej czy OZE (przekładniki do inwerterów solarnych). Branże te stanowią ok. 70% sprzedaży spółki i mają dobre perspektywy rozwoju u progu szeroko zakrojonej transformacji energetycznej. Obecnie spółka jest w trakcie dużego programu inwestycyjnego mającego na celu wzrost sprzedaży do 2026 roku o blisko 50% (ponad 180 mln PLN) i poprawę efektywności.

**Relpol** to producent przekładników trafiających do branży elektrotechnicznej i energetycznej z długą tradycją, od 1996 roku notowany na GPW. Spółka ponad 70% sprzedaży realizuje na rynkach eksportowych do ponad 50 krajów na świecie, przy czym ok. 40% ogółu to rynek niemiecki (do 2012 roku była to Rosja) z wiodącym klientem ABB (15-20% sprzedaży). Tym samym spółce sprzyja wysoki kurs EUR/PLN.

**Rentowna, generująca gotówkę firma bez zadłużenia.** Po restrukturyzacji zakończonej w latach 2010/2011 Relpol charakteryzuje stabilna rentowność (ponad 20% marży brutto z odchyleniem +/- 2 p.p.) i wysoka generacja wolnych przepływów pieniężnych (średnio 4 mln PLN rocznie czyli ponad 5% bieżącej kapitalizacji). Tym samym na koniec 2020 roku spółka nie posiadała zobowiązań kredytowych i była przygotowana do nowych, strategicznych wyzwań.

**Program inwestycyjny szansą na duży skok.** Spółka jest w trakcie realizacji trzech dużych inwestycji o wartości blisko 50 mln PLN (w tym ok. 16 mln PLN dofinansowania NCBiR). Nowe inwestycje są kluczowe w realizacji celu strategicznego jakim jest 180 mln PLN przychodów w 2026 roku. Pierwsze efekty programu wynikające z ok. 30% zwiększenia potencjału produkcyjnego przekładników miniaturowych będą już widoczne w 2022 roku (potencjał wzrostu przychodów grupy o +10%). Inwestycje w automatyzację poprawią efektywność biznesu.

**Relatywna słabość kursu akcji 2019-2020.** W grudniu '17 fundusze Altus/Rockbridge TFI kontrolowały co najmniej 34% akcji spółki. Późniejsze problemy Altus TFI będące pokłosiem afery GetBack spowodowały podaż akcji i wyraźną presję na wycenie Relpolu mimo rekordowych wyników w 2018 roku. W maju '21 Rockbridge TFI poinformował o zejściu poniżej 5%, a wg SF Relpol za 1H'21 nie posiadał już akcji.

**Beneficjent transformacji energetycznej.** Kompetencje Relpol pozwalają oczekiwać, że spółka powinna być beneficjentem transformacji energetycznej w zakresie rozwoju fotowoltaiki (przekładniki solarne stanowią ok. 20% sprzedaży spółki), automatyki przemysłowej i energetycznej (ok. 50% sprzedaży spółki), elektromobilności i szybkich ładowarek czy wzrostu inwestycji w infrastrukturę mieszkaniową (smart home).

**Wśród potencjalnych zagrożeń...** dostrzegamy wysokie ceny surowców strategicznych (miedzi i srebra) i ograniczoną dostępność komponentów elektronicznych, spadek kursu EUR/PLN obniżający konkurencyjność spółki, wzrost kosztów pracy (pracochłonna produkcja) czy długoterminowe ryzyko technologiczne związane z potencjalnym wypieraniem przekładników elektromagnetycznych przez półprzewodnikowe.

|                       | 2018  | 2019  | 2020  | 2021P | 2022P | 2023P |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody [mln PLN]   | 135,8 | 122,2 | 121,0 | 132,4 | 139,7 | 149,2 |
| EBITDA adj. [mln PLN] | 18,8  | 13,8  | 14,0  | 16,1  | 16,7  | 18,5  |
| EBITDA [mln PLN]      | 17,8  | 13,1  | 16,2  | 16,2  | 16,7  | 18,5  |
| EBIT [mln PLN]        | 11,9  | 6,7   | 9,2   | 9,3   | 8,3   | 8,6   |
| Wynik netto [mln PLN] | 9,2   | 4,9   | 7,7   | 6,4   | 5,0   | 6,0   |
| P/BV                  | 0,9   | 0,9   | 0,9   | 0,8   | 0,8   | 0,8   |
| P/E                   | 8,1   | 15,4  | 9,7   | 11,7  | 15,0  | 12,5  |
| EV/EBITDA             | 4,4   | 6,2   | 4,6   | 4,8   | 4,8   | 4,9   |
| EV/EBIT               | 6,5   | 12,2  | 8,1   | 8,4   | 9,6   | 10,4  |
| DPS w okresie         | 0,40  | 0,42  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,40  |
| DY                    | 5,1%  | 5,4%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 5,1%  |

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

## KUPUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 16,5 PLN

30 SIERPNIA 2021, 07:00 CEST

|                               |        |
|-------------------------------|--------|
| Wycena końcowa [PLN]          | 16,5   |
| Potencjał do wzrostu / spadku | 111,3% |
| Koszt kapitału                | 8,00%  |
| Cena rynkowa [PLN]            | 7,80   |
| Kapitalizacja [mln PLN]       | 75,0   |
| Ilość akcji [mln. szt.]       | 9,6    |
| Cena maksymalna za 6 mc [PLN] | 8,9    |
| Cena minimalna za 6 mc [PLN]  | 5,9    |
| Stopa zwrotu za 3 mc          | 1,4%   |
| Stopa zwrotu za 6 mc          | -7,2%  |
| Stopa zwrotu za 9 mc          | 19,5%  |
| Akcjonariat (% głosów):       |        |
| Adam Ambroziak                | 33,0%  |
| Piotr Osiński                 | 7,2%   |
| TFI Quercus                   | 5,3%   |
| Pozostali                     | 54,5%  |

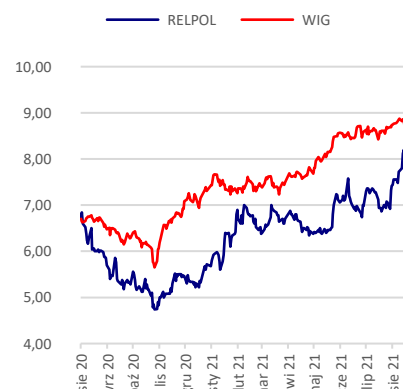
Krystian Brymora

brymora@bdm.com.pl

tel. (+48) 501 238 443

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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

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

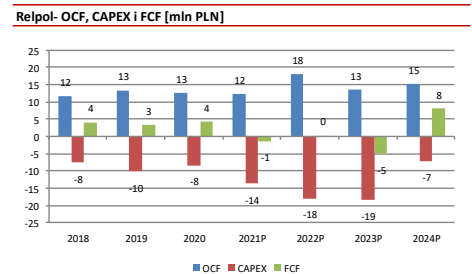
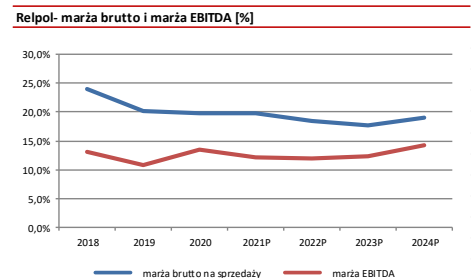
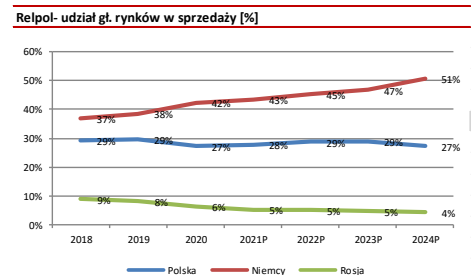
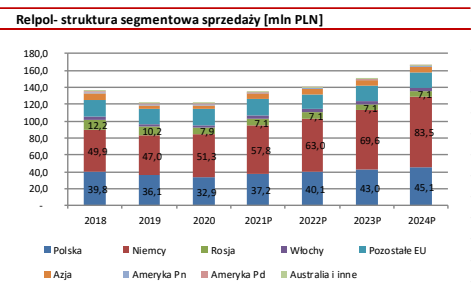
## SPIS TREŚCI:

|                                                                                     |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------|----|
| WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE.....                                              | 3  |
| WYCENA I PODSUMOWANIE.....                                                          | 4  |
| BLISKO 50 MLN PLN NA INWESTYCJE 2021-2023 I 180 MLN PLN SPRZEDAŻY W 2026 ROKU ..... | 4  |
| BENEFICJENT TRANSFORMACJI ENERGETYCZNEJ W SZCZEGÓLNOŚCI ROZWOJU FOTOWOLTAIKI.....   | 4  |
| WYCENA DCF .....                                                                    | 5  |
| WYCENA PORÓWNAWCZA.....                                                             | 8  |
| MODEL BIZNESOWY .....                                                               | 9  |
| PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE .....                                                | 9  |
| STRUKTURA SEGMENTOWA SPRZEDAŻY.....                                                 | 10 |
| CO TO JEST PRZekaźNIK I CZY MA SUBSTYTUTY ? .....                                   | 11 |
| KOSZTY SPÓŁKI .....                                                                 | 12 |
| WIZJA DO ROKU 2026 (REL POL VS KONKURENCJA).....                                    | 13 |
| PLAN INWESTYCYJNY 2021-2023P .....                                                  | 14 |
| OTOCZENIE RYNKOWE .....                                                             | 15 |
| GLOBALNY RYNEK PRZekaźNIKÓW ELEKTROMAGNETYCZNYCH I KONKURENCJA .....                | 15 |
| ESTYMATORY SPRZEDAŻY .....                                                          | 16 |
| ROZWÓJ FOTOWOLTAIKI W POLSCE I EUROPIE .....                                        | 16 |
| TRANSFORMACJA ENERGETYCZNA I ROLA REL POL .....                                     | 18 |
| WYNIKI ZA 2Q'21 .....                                                               | 19 |
| PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....                                                     | 20 |
| PROGNOZA NA NAJBLIŻSZE KWARTAŁY .....                                               | 20 |
| PERSPEKTYWA 2022+ .....                                                             | 21 |

## WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

| Rachunek wyników [mln PLN]              | 2018         | 2019         | 2020         | 2021P        | 2022P        | 2023P        | 2024P        |
|-----------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>           | <b>135,8</b> | <b>122,2</b> | <b>121,0</b> | <b>132,4</b> | <b>139,7</b> | <b>149,2</b> | <b>165,3</b> |
| kraj                                    | 39,8         | 36,1         | 32,9         | 37,2         | 40,1         | 43,0         | 45,1         |
| eksport                                 | 95,9         | 86,2         | 88,1         | 95,2         | 99,6         | 106,2        | 120,1        |
| w tym Niemcy                            | 49,9         | 47,0         | 51,3         | 57,8         | 63,0         | 69,6         | 83,5         |
| <b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>         | <b>32,5</b>  | <b>24,7</b>  | <b>23,9</b>  | <b>26,2</b>  | <b>25,7</b>  | <b>26,4</b>  | <b>31,5</b>  |
| marża brutto na sprzedaży               | 23,9%        | 20,2%        | 19,8%        | 19,8%        | 18,4%        | 17,7%        | 19,1%        |
| koszty SG&A                             | 19,5         | 17,9         | 16,9         | 17,0         | 17,3         | 17,8         | 18,2         |
| % sprzedaży                             | 14,4%        | 14,7%        | 14,0%        | 12,8%        | 12,4%        | 11,9%        | 11,0%        |
| PPO                                     | 0,9          | 1,1          | 3,9          | 0,2          | -            | -            | -            |
| PKO                                     | 1,9          | 1,2          | 1,7          | 0,2          | -            | -            | -            |
| <b>EBITDA</b>                           | <b>17,8</b>  | <b>13,1</b>  | <b>16,2</b>  | <b>16,2</b>  | <b>16,7</b>  | <b>18,5</b>  | <b>23,6</b>  |
| marża EBITDA                            | 13,1%        | 10,7%        | 13,4%        | 12,2%        | 11,9%        | 12,4%        | 14,3%        |
| <b>EBITDA adj.</b>                      | <b>18,8</b>  | <b>13,8</b>  | <b>14,0</b>  | <b>16,1</b>  | <b>16,7</b>  | <b>18,5</b>  | <b>23,6</b>  |
| marża EBITDA adj.                       | 13,9%        | 11,3%        | 11,6%        | 12,2%        | 11,9%        | 12,4%        | 14,3%        |
| <b>EBIT</b>                             | <b>11,9</b>  | <b>6,7</b>   | <b>9,2</b>   | <b>9,3</b>   | <b>8,3</b>   | <b>8,6</b>   | <b>13,3</b>  |
| przychody finansowe                     | 0,3          | 0,3          | 1,0          | 0,0          | -            | -            | -            |
| koszty finansowe                        | 0,1          | 0,5          | 0,1          | 1,2          | 2,0          | 1,1          | 1,0          |
| <b>Zysk brutto</b>                      | <b>12,1</b>  | <b>6,4</b>   | <b>10,1</b>  | <b>8,1</b>   | <b>6,3</b>   | <b>7,6</b>   | <b>12,3</b>  |
| podatek                                 | 2,6          | 1,5          | 2,1          | 1,7          | 1,3          | 1,6          | 2,6          |
| <b>Zysk netto</b>                       | <b>9,2</b>   | <b>4,9</b>   | <b>7,7</b>   | <b>6,4</b>   | <b>5,0</b>   | <b>6,0</b>   | <b>9,7</b>   |
| marża zysku netto                       | 6,8%         | 4,0%         | 6,4%         | 4,9%         | 3,6%         | 4,0%         | 5,9%         |
| <b>Bilans [mln PLN]</b>                 | <b>2018</b>  | <b>2019</b>  | <b>2020</b>  | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> | <b>2024P</b> |
| <b>Aktywa trwałe</b>                    | <b>40,2</b>  | <b>44,1</b>  | <b>43,9</b>  | <b>48,4</b>  | <b>58,0</b>  | <b>66,7</b>  | <b>63,6</b>  |
| RAT                                     | 32,8         | 37,0         | 38,6         | 42,6         | 52,1         | 60,8         | 57,7         |
| WNiP i wartość firmy                    | 6,9          | 6,5          | 5,0          | 5,5          | 5,5          | 5,5          | 5,5          |
| Aktywa finansowe/inne                   | 0,4          | 0,5          | 0,4          | 0,4          | 0,4          | 0,4          | 0,4          |
| <b>Aktywa obrotowe</b>                  | <b>66,0</b>  | <b>63,0</b>  | <b>63,9</b>  | <b>69,0</b>  | <b>69,9</b>  | <b>69,3</b>  | <b>78,5</b>  |
| Zapasy                                  | 31,5         | 32,7         | 31,3         | 31,0         | 35,6         | 38,0         | 42,1         |
| Należności                              | 30,4         | 25,8         | 29,5         | 35,4         | 28,5         | 30,4         | 33,7         |
| Środki pieniężne i ekwiwalenty          | 1,4          | 1,8          | 3,1          | 2,5          | 5,8          | 0,9          | 2,7          |
| Pozostałe                               | 2,7          | 2,7          | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>Aktywa razem</b>                     | <b>106,2</b> | <b>107,1</b> | <b>107,9</b> | <b>117,4</b> | <b>127,9</b> | <b>136,0</b> | <b>142,0</b> |
| <b>Kapitał własny</b>                   | <b>79,9</b>  | <b>80,5</b>  | <b>87,7</b>  | <b>91,2</b>  | <b>96,2</b>  | <b>98,4</b>  | <b>104,2</b> |
| <b>Zobowiązania długoterminowe</b>      | <b>3,8</b>   | <b>6,1</b>   | <b>5,3</b>   | <b>4,8</b>   | <b>9,8</b>   | <b>14,8</b>  | <b>13,4</b>  |
| Oprocentowane                           | 0,6          | 2,5          | 1,9          | 1,5          | 6,5          | 11,5         | 10,1         |
| <b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>     | <b>21,1</b>  | <b>19,1</b>  | <b>13,7</b>  | <b>20,2</b>  | <b>20,6</b>  | <b>21,6</b>  | <b>23,2</b>  |
| Oprocentowane                           | 3,6          | 5,3          | 1,0          | 4,0          | 4,0          | 4,0          | 4,0          |
| Zobowiązania handlowe                   | 9,6          | 7,1          | 11,4         | 13,8         | 14,2         | 15,2         | 16,8         |
| Pozostałe rezerwy                       | 7,8          | 6,6          | 1,2          | 2,3          | 2,3          | 2,3          | 2,3          |
| <b>Pasywa razem</b>                     | <b>106,2</b> | <b>107,1</b> | <b>107,9</b> | <b>117,4</b> | <b>127,9</b> | <b>136,0</b> | <b>142,0</b> |
| <b>Cash Flow [mln PLN]</b>              | <b>2018</b>  | <b>2019</b>  | <b>2020</b>  | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> | <b>2024P</b> |
| <b>Przepływy z dział. operacyjnej</b>   | <b>11,7</b>  | <b>13,4</b>  | <b>12,6</b>  | <b>12,2</b>  | <b>18,2</b>  | <b>13,5</b>  | <b>15,3</b>  |
| Amortyzacja                             | 5,9          | 6,5          | 7,0          | 6,9          | 8,3          | 9,8          | 10,3         |
| Kapitał obrotowy                        | -4,9         | 1,9          | 0,1          | -1,4         | 2,9          | -3,4         | -5,7         |
| <b>Przepływy z dział. inwestycyjnej</b> | <b>-7,5</b>  | <b>-9,3</b>  | <b>-8,7</b>  | <b>-14,6</b> | <b>-17,9</b> | <b>-18,5</b> | <b>-7,2</b>  |
| CAPEX                                   | -7,6         | -10,1        | -8,3         | -13,7        | -17,9        | -18,5        | -7,2         |
| <b>Przepływy z dział. finansowej</b>    | <b>-4,3</b>  | <b>-3,7</b>  | <b>-2,6</b>  | <b>1,7</b>   | <b>3,0</b>   | <b>0,1</b>   | <b>-6,3</b>  |
| Zmiana zadłużenia                       | 0,2          | 1,3          | -4,1         | 3,2          | 5,0          | 5,0          | -1,4         |
| Dywidenda                               | -3,9         | -4,2         | 0,0          | -0,1         | 0,0          | -3,8         | -3,8         |
| Odsetki/leasing                         | -0,6         | -0,9         | -1,2         | -1,4         | -2,0         | -1,1         | -1,0         |
| <b>Zmiana środków pieniężnych</b>       | <b>-0,2</b>  | <b>0,4</b>   | <b>1,3</b>   | <b>-0,6</b>  | <b>3,3</b>   | <b>-4,9</b>  | <b>1,8</b>   |
| <b>Środki pieniężne</b>                 | <b>1,4</b>   | <b>1,8</b>   | <b>3,1</b>   | <b>2,5</b>   | <b>5,8</b>   | <b>0,9</b>   | <b>2,7</b>   |
| <b>Dynamiki (%)</b>                     | <b>2018</b>  | <b>2019</b>  | <b>2020</b>  | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> | <b>2024P</b> |
| Przychody                               | 10,0%        | -10,0%       | -1,0%        | 9,4%         | 5,5%         | 6,8%         | 10,8%        |
| EBITDA                                  | 27,8%        | -26,5%       | 23,7%        | -0,5%        | 3,2%         | 10,8%        | 27,8%        |
| EBITDA adj.                             | 27,3%        | -26,9%       | 2,0%         | 15,0%        | 3,3%         | 10,8%        | 27,8%        |
| Zysk netto                              | 60,4%        | -47,2%       | 59,1%        | -16,9%       | -22,5%       | 20,1%        | 62,2%        |
| <b>Wybrane dane i wskaźniki*</b>        | <b>2018</b>  | <b>2019</b>  | <b>2020</b>  | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> | <b>2024P</b> |
| Liczba akcji (mln)                      | 9,6          | 9,6          | 9,6          | 9,6          | 9,6          | 9,6          | 9,6          |
| ROE                                     | 11,5%        | 6,0%         | 8,8%         | 7,0%         | 5,2%         | 6,1%         | 9,3%         |
| ROA                                     | 8,7%         | 4,5%         | 7,2%         | 5,5%         | 3,9%         | 4,4%         | 6,8%         |
| Dług netto [mln PLN]                    | 2,8          | 6,0          | -0,2         | 3,0          | 4,7          | 14,6         | 11,4         |
| /EBITDA 12m                             | 0,2          | 0,5          | -0,0         | 0,2          | 0,3          | 0,8          | 0,5          |
| Wskaźnik wypłaty dywidendy              | 63,6%        | 72,9%        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 59,8%        | 77,1%        |
| DPS w okresie (PLN)                     | 0,40         | 0,42         | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,40         | 0,40         |
| Stopa dywidendy                         | 5,1%         | 5,4%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 5,1%         | 5,1%         |
| P/E (x)                                 | 8,1          | 15,4         | 9,7          | 11,7         | 15,0         | 12,5         | 7,7          |
| P/BV (x)                                | 0,9          | 0,9          | 0,9          | 0,8          | 0,8          | 0,8          | 0,7          |
| EV/EBITDA (x)                           | 4,4          | 6,2          | 4,6          | 4,8          | 4,8          | 4,9          | 3,7          |
| EV/EBIT (x)                             | 6,5          | 12,2         | 8,1          | 8,4          | 9,6          | 10,4         | 6,5          |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*obliczone przy cenie rynkowej 7,8 PLN/akcje.



**Czynnik ryzyka dla naszej rekomendacji**

- wysokie ceny surowców strategicznych: miedzi i srebra oraz problemy z dostępnością komponentów (w okresach wysokiej dynamiki wzrostu surowców w 2010 czy w 2017 marża brutto spółki spadała o ok. 2-3% p.p.);
- spadek kursu EUR/PLN (spółka >70% produktów eksportuje. Oceniamy, że utrata konkurencyjności może nastąpić przy kursie <4,0 EUR/PLN);
- wzrost kosztów pracy (koszty pracy to 27% kosztów ogółem spółki, a spółkę charakteryzuje relatywnie niższy poziom płac w przemyśle);
- ryzyko technologiczne: wypieranie przekazników elektromagnetycznych przez półprzewodnikowe (jedne i drugie mają swoje zalety/wady, ale są substytutami);
- wysoka koncentracja odbiorców (3 gł. klientów spółki może odpowiadać za 30-40% sprzedaży);
- wysoki program inwestycyjny w latach 2021-2023 (w latach 2021-2023 spółka planuje wydać ok. 40 mln PLN na swoje strategiczne inwestycje, które mogą nie dać zakładanego zwrotu);
- długi cykl operacyjny (130-150 dni) i wysokie zapotrzebowanie na kapitał obrotowy (spółka zarządza magazynem gł. klienta ABB, relatywnie długi cykl operacyjny zapasów i należności przekraczający 3 miesiące);
- ryzyko konkurencji (spółka jest jednym z większych producentów przekazników w Europie, ale z relatywnie niskim udziałem rynkowym);

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2021-2030 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 15,2 PLN. Natomiast wycena porównawcza do spółek elektrotechnicznych i producentów przekładników, oparta na prognozach wyników na lata 2021 – 2023 dała wartość 1 akcji na poziomie 17,7 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 50% dla wyceny porównawczej. **W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 16,5 PLN, czyli 111% powyżej obecnej ceny rynkowej.**

### Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

|                            |                       | mln PLN      | PLN/akcję   | Potencjał     |
|----------------------------|-----------------------|--------------|-------------|---------------|
| A                          | Wycena DCF            | 146,2        | 15,2        | 95,1%         |
| B                          | Wycena porównawcza    | 170,5        | 17,7        | 127,5%        |
| <b>C = (50%*A + 50%*B)</b> | <b>Wycena końcowa</b> | <b>158,4</b> | <b>16,5</b> | <b>111,3%</b> |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Relpol to jedyny producent przekładników elektromagnetycznych w Polsce i jeden z trzech największych w Europie (lider w EU to włoski Finder, największy na świecie chińska Hongfa). Spółka posiada 3 zakłady produkcyjne: w Żarach, Mirosławicach i w Czerniachowie na Ukrainie. Zatrudnia łącznie ok. 750 osób w tym ok. 260 na Ukrainie (zakład od 2005 roku).

Spółka ma ponad 60-letnią historię, a od 1996 roku notowana jest na GPW (maksymalna kapitalizacja ponad 220 mln PLN w 2007 roku). Głównym akcjonariuszem jest prywatny przedsiębiorca Adam Ambroziak (33%), który skupował akcje w 2008 i 2011 roku w okolicach 4-5 PLN/akcję. Wcześniej strategicznym inwestorem był Ponar Wadowice.

Praktycznie całość sprzedaży spółki to przekładniki elektromagnetyczne wykorzystywane gł. w automatyce przemysłowej (28%), energetyce zawodowej (21%) czy OZE (przekładniki do inwerterów solarnych ok. 20%). Ponadto spółka posiada przekładniki do automatyki budynkowej (modułowe), z atestami do przemysłu kolejowego (nowy obszar budowany od 2015/2016), AGD, czy samochodowego (np. w ładowarkach do samochodów elektrycznych).

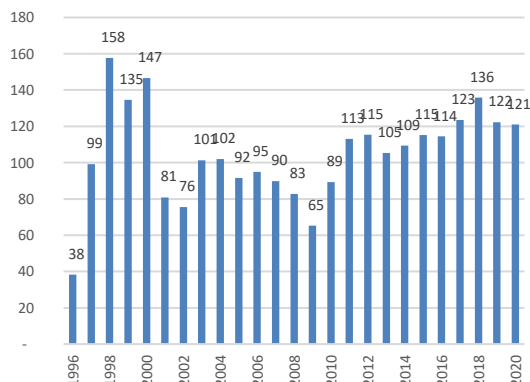
### Blisko 50 mln PLN na inwestycje w 2021-2023 i 180 mln PLN sprzedaży w 2026 roku

Nowe inwestycje są kluczowe w realizacji celu strategicznego jakim jest 180 mln PLN przychodów w 2026 roku. łączny CAPEX to ok. 48,3 mln PLN w tym 16,3 mln PLN dofinansowania z NCBiR (CAPEX netto 32 mln PLN). Na wydatki odtworzeniowe spółka wydaje 5-7 mln PLN rocznie czyli poziom zbliżony do amortyzacji. W 2020 roku ukończona została automatyczna linia do przekładników solarnych. W 2022 roku firma skorzysta już ze zwiększonych zdolności przekładników miniaturowych do przemysłu (nowa hala za 9 mln PLN).

### Beneficjent transformacji energetycznej w szczególności rozwoju fotowoltaiki

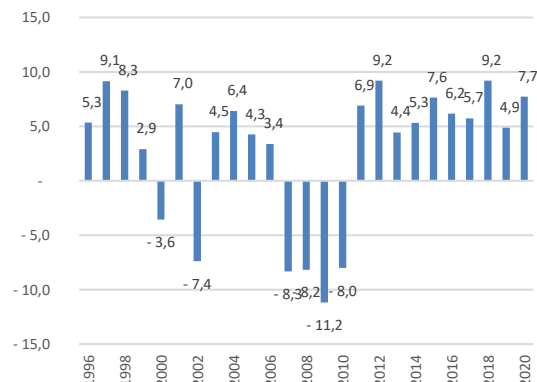
Fotowoltaika to obecnie najszybciej rosnący obszar OZE w Europie i w Polsce. W 2020 roku przekładniki spółki do inwerterów solarnych, będących „sercem” każdej instalacji, stanowiły ok. 20% sprzedaży spółki, a Relpol ukończył inwestycję w zautomatyzowaną linię i nie wykorzystuje w pełni zdolności. Przekładniki mogą być również wykorzystywane w produkcji szybkich ładowarek do samochodów elektrycznych.

Historyczne przychody 1996-2020 [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczny zysk netto 1996-2020 [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## 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 (3,0%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,0.

### Główne założenia w modelu:

#### Przychody, waluty

Sprzedaż na rynku polskim (ok. 30% udziału) uzależniamy w kolejnych latach od dynamiki wzrost inwestycji (wg. prognoz  $+7/+8\%$  r/r do 2023 roku). W przypadku kluczowego rynku niemieckiego (ok. 40% udziału) sprzedaż uzależniamy od wartości wskaźnika PMI dla niemieckiej gospodarki dającego przewidywalność koniunktury w okresie ok. dwóch kwartałów. Po 2023 roku oczekujemy wzrostu sprzedaży wynikającego z oddania nowych inwestycji i realizację strategicznego celu spółki min. 180 mln PLN sprzedaży w 2026 roku.

Ok. 70% sprzedaży spółka realizuje w EUR, a koszty w większości ponosi w PLN lub USD. W rezultacie kluczowy dla działalności jest kurs EUR/PLN (szacujemy, że każde  $+0,1$  EUR/PLN to  $+1,5/+2$  mln PLN EBIT w skali roku ceteris paribus). W modelu przyjmujemy kursy walut zgodne z krzywą terminową (ok. 4,6 EUR/PLN). Z kolei wysoki kurs USD/PLN zwiększa konkurencyjność Relpol wobec azjatyckich konkurentów.

Wskazujemy, iż większość cen sprzedaży w eksporcie (ok. 70% sprzedaży) jest indeksowana do notowań surowców, co ogranicza wpływ kosztów surowcowych na wyniki operacyjne.

#### Koszty surowców i pracy

Koszty surowcowe odbijają się na wynikach spółki z kwartalnym opóźnieniem. Kluczowe są notowania miedzi i srebra. W kolejnych okresach przyjmujemy stałe koszty miedzi w wysokości 10 tys. USD/t, a srebra ok. 25 USD/oz.

Spółkę charakteryzuje relatywnie duża pracochłonność (koszty pracy aż 27% ogółu). Z uwagi na relatywnie niskie płace (efekt spółki ukraińskiej) spodziewamy się średniego wzrostu wynagrodzeń do 2026 roku w wysokości 5% r/r ( $+4\%$  po 2026 roku) i niewielkiego wzrostu etatów w związku z programem inwestycyjnym.

#### CAPEX, dotacje

Spółka do 2023 roku realizuje program inwestycyjny o wartości 48,3 mln PLN, na który pozyskała dotacje z NCBiR w wysokości 16,3 mln PLN. W raporcie uwzględniamy więc 32 mln PLN nakładów finansowych netto + bieżące inwestycje odtworzeniowe w wysokości 6,5-7,0 mln PLN rocznie, co daje konserwatywnie ok. 50 mln PLN wartości inwestycji w tym okresie (2021-2023). W okresie rezydualnym CAPEX = amortyzacji.

#### Kapitał obrotowy

Spółkę charakteryzuje długa rotacja kapitału obrotowego w szczególności zapasów i należności. Od 2022 roku zakładamy, że cykl operacyjny zmniejszy się o ok. 15 dni do 128 dni, co jest zgodne z długoterminową medianą. W 2020-2021 cykl operacyjny wzrósł w okolice 140-150 dni z uwagi na pandemię i trudności w dostępie do surowców/komponentów.

#### Dywidenda

Oczekujemy, że spółka wróci do praktyki wypłaty dywidendy dopiero w 2023 roku, a więc po zakończeniu programu inwestycyjnego, co jest założeniem konserwatywnym. Spółka mogłaby wcześniej wypłacić dywidendę kosztem zwiększenia zadłużenia finansowego. Ostatni raz wypłata dywidendy miała miejsce w 2019 roku (0,4 PLN/akcję).

#### Finansowanie

Program inwestycyjny spółka zamierza finansować ze środków własnych, dotacji NCBiR (16,3 mln PLN) i długu. W sierpniu spółka pozyskała kredyt inwestycyjny w ING na kwotę 16,1 mln PLN ( $+2$  mln PLN odnawialny), co zabezpiecza finansowanie największego projektu opracowania przekładników bistabilnych do 2023 roku. Zakładamy, że nie zostanie on w pełni wykorzystany. Dodatkowo spółka dysponuje otwartymi limitami kredytowymi w BNP Paribas i mBank w wysokości  $>4$  mln PLN.

#### Zmiany w GK

W dniu 19.10.20 Relpol podpisał z Lumel umowę sprzedaży oddziału produkcyjnego Zakład Polon w Zielonej Górze (produkcja, urządzeń i systemów dla segmentu średnich napięć oraz stacjonarnych monitorów promieniowania). Cena sprzedaży ustalona została w oparciu o pięciokrotną wartość EBITDA średnią z lat 2018-2019 i wycenę majątku. Polon odpowiadał za  $<5\%$  sprzedaży Relpol bez znaczącego wyniku finansowego. Członkiem RN Lumel jest p. Rafał Gulka (były CEO Relpol). Nie zakładamy innych zmian w grupie kapitałowej.

### Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w najbliższych latach przyjęliśmy na poziomie ok. 21% (historyczna mediana);
- Do obliczeń przyjęliśmy 9 609,193 tys. akcji;
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy konserwatywnie na poziomie  $+1\%$ ;
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 30 sierpnia 2021 roku.

**Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 146 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 15,2 PLN.**

#### Model DCF

|                                          | 2020  | 2021P        | 2022P                                            | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P |
|------------------------------------------|-------|--------------|--------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody ze sprzedaży [mln PLN]         | 121,0 | 132,4        | 139,7                                            | 149,2 | 165,3 | 175,9 | 180,1 | 184,5 | 189,0 | 193,7 | 198,6 |
| EBIT [mln PLN]                           | 9,2   | 9,3          | 8,3                                              | 8,6   | 13,3  | 16,3  | 16,6  | 17,2  | 18,0  | 18,7  | 19,5  |
| Stopa podatkowa                          | 20,8% | 20,9%        | 21,0%                                            | 21,0% | 21,0% | 21,0% | 21,0% | 21,0% | 21,0% | 21,0% | 21,0% |
| Podatek od EBIT [mln PLN]                | 1,9   | 1,9          | 1,7                                              | 1,8   | 2,8   | 3,4   | 3,5   | 3,6   | 3,8   | 3,9   | 4,1   |
| NOPLAT [mln PLN]                         | 7,3   | 7,3          | 6,6                                              | 6,8   | 10,5  | 12,9  | 13,1  | 13,6  | 14,2  | 14,8  | 15,4  |
| Amortyzacja [mln PLN]                    | 7,0   | 6,9          | 8,3                                              | 9,8   | 10,3  | 9,8   | 9,5   | 9,2   | 9,0   | 8,8   | 8,7   |
| CAPEX [mln PLN]                          | -8,3  | -13,7        | -17,9                                            | -18,5 | -7,2  | -7,4  | -7,6  | -7,8  | -8,0  | -8,2  | -8,4  |
| Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]  | 0,1   | -1,4         | 2,9                                              | -3,4  | -5,7  | -3,8  | -1,5  | -1,6  | -1,6  | -1,7  | -1,7  |
| FCF [mln PLN]                            | 6,0   | -0,8         | -0,1                                             | -5,2  | 7,9   | 11,5  | 13,4  | 13,4  | 13,5  | 13,7  | 14,0  |
| DFCF [mln PLN]                           | -     | -0,8         | -0,1                                             | -4,4  | 6,2   | 8,4   | 9,1   | 8,4   | 7,9   | 7,4   | 7,0   |
| Suma DFCF [mln PLN]                      |       | 48,9         |                                                  |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Wartość rezydualna [mln PLN]             |       | 197,4        | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0% |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN] |       | 98,3         |                                                  |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Wartość firmy EV [mln PLN]               |       | 147,2        |                                                  |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Dług netto [mln PLN]                     |       | -0,2         |                                                  |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Udziały mniejszości [mln PLN]            |       | 1,2          |                                                  |       |       |       |       |       |       |       |       |
| <b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>        |       | <b>146,2</b> |                                                  |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Ilość akcji [mln szt.]                   |       | 9,6          |                                                  |       |       |       |       |       |       |       |       |
| <b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>   |       | <b>15,2</b>  |                                                  |       |       |       |       |       |       |       |       |

|                               |        |        |        |       |       |       |       |       |       |       |
|-------------------------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody zmiana r/r          | 9,4%   | 5,5%   | 6,8%   | 10,8% | 6,4%  | 2,4%  | 2,4%  | 2,5%  | 2,5%  | 2,5%  |
| EBIT zmiana r/r               | 0,6%   | -10,4% | 3,8%   | 53,7% | 23,0% | 1,4%  | 4,1%  | 4,2%  | 4,2%  | 4,3%  |
| FCF zmiana r/r                | -      | -      | -      | -     | 46,8% | 16,4% | 0,0%  | 0,8%  | 1,5%  | 2,1%  |
| Marża EBITDA                  | 12,2%  | 11,9%  | 12,4%  | 14,3% | 14,9% | 14,4% | 14,3% | 14,2% | 14,2% | 14,2% |
| Marża EBIT                    | 7,0%   | 5,9%   | 5,8%   | 8,0%  | 9,3%  | 9,2%  | 9,3%  | 9,5%  | 9,7%  | 9,8%  |
| Marża NOPLAT                  | 5,5%   | 4,7%   | 4,6%   | 6,3%  | 7,3%  | 7,3%  | 7,4%  | 7,5%  | 7,6%  | 7,8%  |
| CAPEX / Przychody             | 10,3%  | 12,8%  | 12,4%  | 4,4%  | 4,2%  | 4,2%  | 4,2%  | 4,2%  | 4,2%  | 4,2%  |
| CAPEX / Amortyzacja           | 198,8% | 214,4% | 188,3% | 69,9% | 75,3% | 80,4% | 85,0% | 89,2% | 92,9% | 96,1% |
| Zmiana KO / Przychody         | 1,0%   | -2,1%  | 2,3%   | 3,5%  | 2,2%  | 0,8%  | 0,8%  | 0,9%  | 0,9%  | 0,9%  |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | 12,0%  | -39,2% | 35,6%  | 35,6% | 35,6% | 35,6% | 35,6% | 35,6% | 35,6% | 35,6% |

Źródło: BDM S.A.

#### Kalkulacja WACC

|                                        | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P  |
|----------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Stopa wolna od ryzyka                  | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00%  |
| Premia za ryzyko                       | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%   |
| Beta                                   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0    |
| Premia kredytowa                       | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%   |
| Koszt kapitału własnego                | 8,0%  | 8,0%  | 8,0%  | 8,0%  | 8,0%  | 8,0%  | 8,0%  | 8,0%  | 8,0%  | 8,0%   |
| Udział kapitału własnego               | 95,3% | 91,7% | 88,6% | 90,1% | 92,7% | 95,1% | 96,2% | 97,1% | 98,1% | 100,0% |
| Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu | 3,6%  | 3,6%  | 3,6%  | 3,6%  | 3,6%  | 3,6%  | 3,6%  | 3,6%  | 3,6%  | 3,6%   |
| Udział kapitału obcego                 | 4,7%  | 8,3%  | 11,4% | 9,9%  | 7,3%  | 4,9%  | 3,8%  | 2,9%  | 1,9%  | 0,0%   |
| WACC                                   | 7,8%  | 7,6%  | 7,5%  | 7,6%  | 7,7%  | 7,8%  | 7,8%  | 7,9%  | 7,9%  | 8,0%   |

Źródło: BDM S.A.

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

|      |     | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym |       |       |      |      |      |      |      |      |
|------|-----|-------------------------------------------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|
| beta |     | -3,0%                                     | -2,0% | -1,0% | 0,0% | 1,0% | 2,0% | 3,0% | 4,0% | 5,0% |
|      | 0,7 | 13,7                                      | 14,7  | 16,0  | 17,8 | 20,2 | 23,6 | 29,1 | 38,8 | 61,6 |
|      | 0,8 | 12,8                                      | 13,7  | 14,8  | 16,3 | 18,3 | 21,0 | 25,1 | 32,0 | 45,7 |
|      | 0,9 | 12,0                                      | 12,8  | 13,7  | 15,0 | 16,6 | 18,8 | 22,0 | 27,1 | 36,2 |
|      | 1,0 | 11,2                                      | 11,9  | 12,8  | 13,8 | 15,2 | 17,0 | 19,6 | 23,4 | 29,8 |
|      | 1,1 | 10,6                                      | 11,2  | 11,9  | 12,8 | 14,0 | 15,5 | 17,6 | 20,6 | 25,3 |
|      | 1,2 | 10,0                                      | 10,5  | 11,2  | 12,0 | 12,9 | 14,2 | 15,9 | 18,3 | 21,9 |
|      | 1,3 | 9,4                                       | 9,9   | 10,5  | 11,2 | 12,0 | 13,1 | 14,5 | 16,4 | 19,2 |

Źródło: BDM S.A.

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

|                  |      | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym |       |       |      |      |      |      |      |      |
|------------------|------|-------------------------------------------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|
| Premia za ryzyko |      | -3,0%                                     | -2,0% | -1,0% | 0,0% | 1,0% | 2,0% | 3,0% | 4,0% | 5,0% |
|                  | 3,0% | 14,6                                      | 15,9  | 17,5  | 19,6 | 22,5 | 26,9 | 34,3 | 49,1 | 93,4 |
|                  | 4,0% | 12,8                                      | 13,7  | 14,8  | 16,3 | 18,3 | 21,0 | 25,1 | 32,0 | 45,7 |
|                  | 5,0% | 11,2                                      | 11,9  | 12,8  | 13,8 | 15,2 | 17,0 | 19,6 | 23,4 | 29,8 |
|                  | 6,0% | 10,0                                      | 10,5  | 11,2  | 12,0 | 12,9 | 14,2 | 15,9 | 18,3 | 21,9 |
|                  | 7,0% | 8,9                                       | 9,4   | 9,9   | 10,5 | 11,2 | 12,1 | 13,3 | 14,9 | 17,1 |
|                  | 8,0% | 8,0                                       | 8,4   | 8,8   | 9,2  | 9,8  | 10,5 | 11,3 | 12,4 | 13,9 |
|                  | 9,0% | 7,3                                       | 7,5   | 7,9   | 8,2  | 8,7  | 9,2  | 9,8  | 10,6 | 11,7 |

Źródło: BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta**

|                  |      | Beta |      |      |      |      |      |      |      |      |
|------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Premia za ryzyko |      | 0,7  | 0,8  | 0,9  | 1,0  | 1,1  | 1,2  | 1,3  | 1,4  | 1,5  |
|                  | 3,0% | 28,2 | 26,0 | 24,2 | 22,5 | 21,1 | 19,8 | 18,6 | 17,6 | 16,6 |
|                  | 4,0% | 23,6 | 21,5 | 19,8 | 18,3 | 16,9 | 15,8 | 14,7 | 13,8 | 12,9 |
|                  | 5,0% | 20,2 | 18,3 | 16,6 | 15,2 | 14,0 | 12,9 | 12,0 | 11,2 | 10,5 |
|                  | 6,0% | 17,6 | 15,8 | 14,2 | 12,9 | 11,8 | 10,9 | 10,1 | 9,3  | 8,7  |
|                  | 7,0% | 15,5 | 13,8 | 12,4 | 11,2 | 10,2 | 9,3  | 8,6  | 7,9  | 7,3  |
|                  | 8,0% | 13,8 | 12,2 | 10,9 | 9,8  | 8,9  | 8,1  | 7,4  | 6,8  | 6,3  |
|                  | 9,0% | 12,4 | 10,9 | 9,7  | 8,7  | 7,8  | 7,1  | 6,5  | 5,9  | 5,4  |

Źródło: BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2021-2023 do wybranych zagranicznych (producentów przełączników) i polskich firm elektrotechnicznych. Udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie to 50%. Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT przypisując im równą wagę. Obliczenia bazują na kursach z 27 sierpnia 2021 roku.

Porównując wyniki Relpol ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 171 mln PLN, co odpowiada 17,7 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 7,8 PLN (bieżąca cena rynkowa) Relpol handlowany jest z wyraźnym dyskontem do zagranicznych konkurentów i krajowych spółek notowanych na GPW.

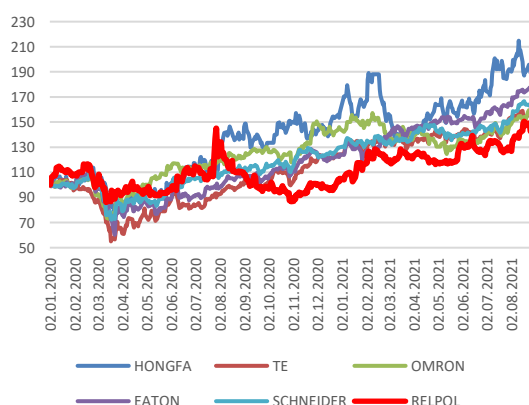
### Wycena porównawcza

|                                 | P/E         |             |             | EV/EBITDA   |             |             | EV/EBIT     |             |             |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                                 | 2021P       | 2022P       | 2023P       | 2021P       | 2022P       | 2023P       | 2021P       | 2022P       | 2023P       |
| <b>Firmy elektrotechnika PL</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Sonel SA                        | 11,7        | 11,1        | 10,9        | 6,8         | 6,1         | 5,9         | 9,8         | 8,6         | 8,1         |
| ELEKTROTIM SA*                  | 8,0         | 12,0        | 8,9         | 3,5         | 4,5         | 3,8         | 5,0         | 7,6         | 5,9         |
| TIM SA*                         | 14,2        | 17,2        | -           | 8,1         | 8,8         | -           | 10,4        | 11,7        | -           |
| <b>Producenci przełączników</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| HONGFA TECHNOLOGY CO LTD-A      | 44,6        | 36,4        | 30,2        | 22,4        | 17,7        | 14,7        | 28,4        | 22,3        | 18,1        |
| TE CONNECTIVITY LTD**           | 23,1        | 21,5        | 19,4        | 15,1        | 14,0        | 12,9        | 19,5        | 17,8        | 15,7        |
| ABB LTD-REG                     | 24,6        | 21,5        | 19,6        | 15,1        | 13,2        | 12,1        | 19,0        | 16,2        | 14,5        |
| OMRON CORP                      | 47,4        | 33,9        | 30,5        | 22,1        | 16,6        | 15,0        | 28,6        | 21,2        | 18,4        |
| EATON CORP PLC                  | 25,3        | 23,5        | 21,8        | 20,3        | 17,8        | 16,6        | 26,2        | 22,7        | 20,5        |
| SCHNEIDER ELECTRIC SE           | 27,1        | 24,6        | 22,3        | 16,7        | 15,2        | 13,7        | 20,3        | 18,6        | 16,5        |
| <b>Mediana</b>                  | <b>24,6</b> | <b>21,5</b> | <b>20,7</b> | <b>15,1</b> | <b>14,0</b> | <b>13,3</b> | <b>19,5</b> | <b>17,8</b> | <b>16,1</b> |
| <b>RELPOL</b>                   | <b>11,7</b> | <b>15,0</b> | <b>12,5</b> | <b>4,8</b>  | <b>4,8</b>  | <b>4,9</b>  | <b>8,4</b>  | <b>9,6</b>  | <b>10,4</b> |
| Premia/dyskonto grupa           | -53%        | -30%        | -39%        | -68%        | -66%        | -63%        | -57%        | -46%        | -36%        |
| <b>Wycena wg wskaźnika</b>      | <b>16,4</b> | <b>11,2</b> | <b>12,9</b> | <b>25,1</b> | <b>23,7</b> | <b>24,0</b> | <b>18,5</b> | <b>14,9</b> | <b>12,9</b> |
| Waga roku                       | 33%         | 33%         | 33%         | 33%         | 33%         | 33%         | 33%         | 33%         | 33%         |
| <b>Wycena wg wskaźników</b>     |             | <b>13,5</b> |             |             | <b>24,3</b> |             |             | <b>15,5</b> |             |
| Waga wskaźnika                  |             | 33%         |             |             | 33%         |             |             | 33%         |             |
| <b>Wycena końcowa [PLN]</b>     | <b>17,7</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 27.08.2021. \*- własne prognozy. \*\*- Tyco Electronics przed zmianą nazwy

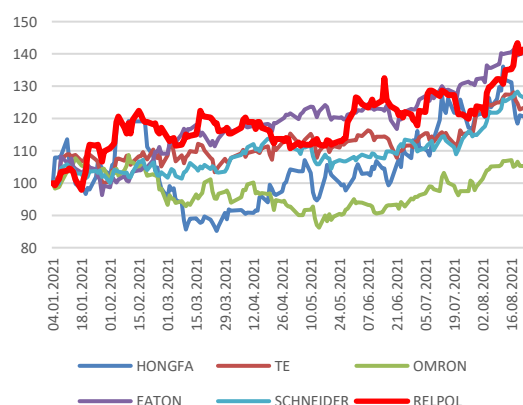
W 2020 roku obserwowana była relatywna słabość akcji Relpol w relacji do innych producentów przełączników, co naszym zdaniem wynikało z dużej podaży akcji przez jednego z akcjonariuszy finansowych (Rockbridge TFI). Od maja'21, kiedy fundusz poinformował o zejściu z progu poniżej 5%, akcje Relpol odznaczają się relatywną siłą i nadrabiają zaległości, choć dotychczasowy zwrot od tego czasu wciąż odbiega od branży. W 2021 roku kurs akcji Relpol zyskał ponad 40% YTD przy ponad 20% YTD zwrocie z WIG.

Zachowanie kursów akcji producentów przełączników 2020-2021\*



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., Bloomberg. \*- znormalizowane do 100 (31.12.2019=100)

Zachowanie kursów akcji producentów przełączników w 2021 YTD\*



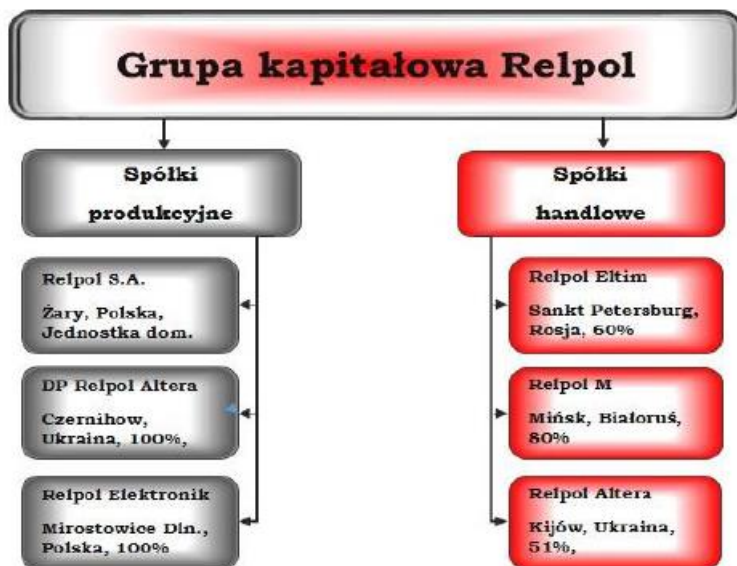
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., Bloomberg. \*- znormalizowane do 100 (31.12.2020=100)

## MODEL BIZNESOWY

### Podstawowe informacje o spółce

Relpol to jedyny producent przekaźników elektromagnetycznych w Polsce i jeden z trzech największych w Europie (lider w EU to włoski Finder). Spółka posiada 3 zakłady produkcyjne: w Żarach (główny zakład), Mirosławicach (Relpol Elektronik, krótkie serie) i w Czerniachowie na Ukrainie (DP Relpol Altera, montaż). Zatrudnia łącznie ok. 750 osób w tym ok. 260 na Ukrainie (zakład od 2005 roku).

Struktura GK Relpol na 30.06.2021

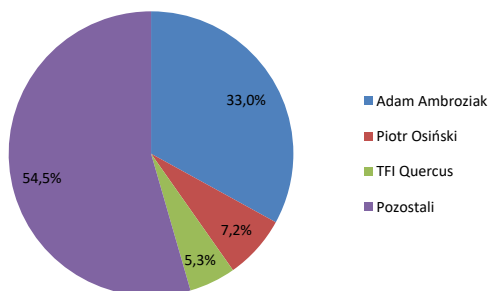


Źródło: spółka. Handlowe spółki Relpol-M (Białoruś) i Relpol Altera (Ukraina) wyłączone z konsolidacji. Reszta metodą pełną.

Produkty spółki trafiają gł. to branży elektrotechnicznej i energetycznej. Firma swoją działalność rozpoczęła w 1958 roku, a od 1996 roku notowana jest na GPW (maksymalna kapitalizacja ponad 220 mln PLN w 2007 roku). Od tego czasu spółka wypłaciła ok. 37 mln PLN dywidend pozyskując z giełdy ok. 67 mln PLN (15 mln PLN na debiucie w 1996 roku i 52,4 mln PLN w 2007 roku w emisji akcji serii E po 6,0 PLN). Głównym akcjonariuszem jest prywatny przedsiębiorca Adam Ambroziak (33%), który skupował akcje w 2008 i 2011 roku w okolicach 4-5 PLN/akcję. Wcześniej strategicznym inwestorem był Ponar Wadowice.

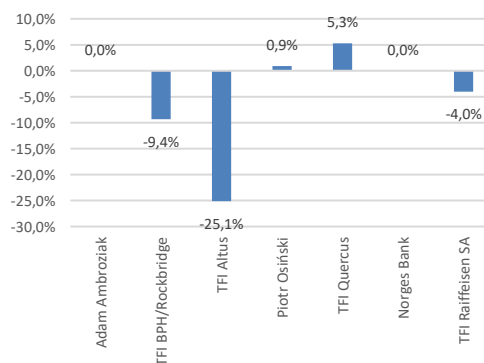
Spółka ma za sobą długą i burzliwą historię. Strategia ekspansji Relpol przyjęta w 2004 roku zakończyła się dużymi stratami i odpisami spółek zależnych (-36 mln PLN netto w 2007-2010), a Relpol przetrwał dzięki wcześniej przeprowadzonej emisji akcji serii E (+52 mln PLN). Powołany w maju 2010 CEO p. Rafał Gulka (obecny do 2017 roku) dokończył restrukturyzację spółki, obniżył koszty i spłacił zobowiązania finansowe. Od tego czasu Relpol jest rentowny i unika ekspozycji na ryzyko kredytowe. Stery w firmie w 2018 roku przejął p. Sławomir Bialik, wieloletni pracownik Relpol, dyrektor produkcji i ówczesny wiceprezes zarządu.

Główni akcjonariusze spółki



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Zmiany w akcjonariacie 2017-2021 [%]

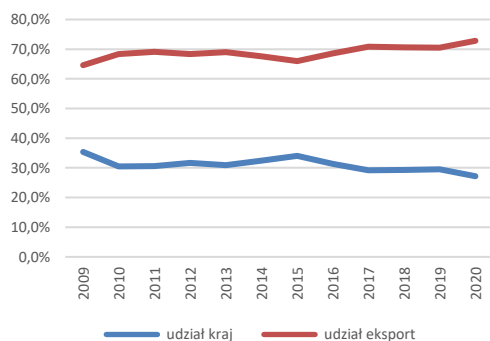


Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

### Struktura segmentowa sprzedaży

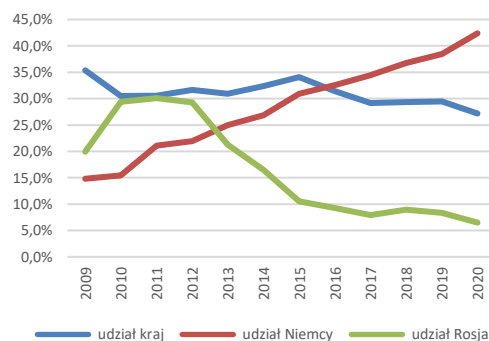
Spółka >70% sprzedaży realizuje na rynkach eksportowych przy czym ponad 40% ogółu to rynek niemiecki (do 2012 roku była to Rosja) z wiodącym klientem ABB (15-20% sprzedaży). W przypadku obrotu krajowego ok. 80% stanowią hurtownie elektrotechniczne i wyspecjalizowani dystrybutorzy.

Udział sprzedaży kraj/eksport [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Udział gł. rynków w sprzedaży [%]



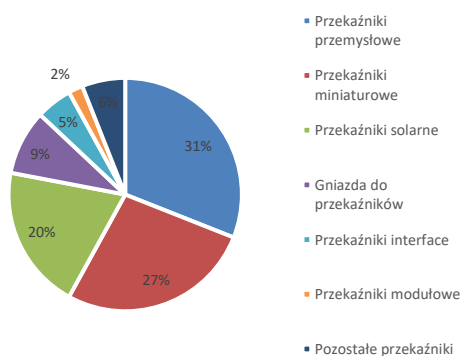
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

### Struktura produktowa sprzedaży i odbiorcy docelowi

Obecnie ok. 84% przychodów to własne produkty, a 16% towary. Do 2013 roku udział towarów w sprzedaży przekraczał 30%, a spółka była w większym stopniu handlowa. Po trudnych latach 2007-2010, kiedy zlikwidowano większość zagranicznych spółek handlowych, skupiono się na rozwoju własnego potencjału wytwórczego, a dominującym rynkiem eksportowym zamiast Rosji (ok. 30% sprzedaży w 2010) stały się Niemcy (>40% sprzedaży).

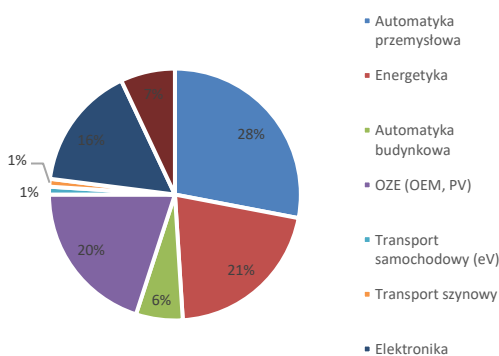
Praktycznie całość sprzedaży spółki to przekładniki elektromagnetyczne (w tym przemysłowe 31%, miniaturowe 27%, solarne 20% etc.), których Relpol jest producentem, wykorzystywane gł. w automatyce przemysłowej (28%), energetyce zawodowej (21%) czy OZE (przekładniki do inwerterów solarnych ok. 20%). Ponadto spółka posiada przekładniki do automatyki budynkowej (modułowe), z atestami do przemysłu kolejowego (nowy obszar budowany od 2015/2016), AGD, czy samochodowego (np. w ładowarkach do samochodów elektrycznych).

Struktura produktowa sprzedaży 2020 [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Struktura odbiorców 2020 [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

### Co to jest przekaźnik i czy ma substytuty ?

Przekaźnik jest urządzeniem, które otwiera i zamyka obwód elektryczny, a ich stosowanie jest powszechne, w wielu urządzeniach. W przypadku przekaźników elektromagnetycznych (EMR) miniaturowych i przemysłowych za sterowanie pracą znajdujących się w nich styków odpowiedzialne jest pole magnetyczne wytwarzane przez zwojnicę. Przepływ prądu powoduje, że dochodzi do ich zwarcia lub rozwarcia.

Przekaźniki przemysłowe wykorzystuje się gł. do sterowania pracą w automatyce energetycznej i przemysłowej np. silników, siłowników, klimatyzacji, wentylacji, itp. Z kolei przekaźnik miniaturowy to produkt uniwersalnego zastosowania. Używa się go do załączania małych obciążeń np. sterowania oświetleniem

Substytutami przekaźników elektromagnetycznych są przekaźniki półprzewodnikowe zwane inaczej SSR-ami – od Solid State Relay. SSR-y, w przeciwieństwie do przekaźników elektromagnetycznych, w całości są urządzeniami elektronicznymi i nie posiadają w swojej budowie części ruchomych, a elementami przełączającymi są w nich tyrystory, triaki bądź tranzystory.

O ile przekaźniki elektromagnetyczne powstały w latach 30 XIX wieku, to półprzewodnikowe są stosunkowo młodym wynalazkiem (lata 80 XX wieku).

Zarówno przekaźniki SSR (półprzewodnikowe), jak i EMR (elektromagnetyczne) mają swoje zalety i wady, tak że nie można stwierdzić, że jedno z tych rozwiązań jest jednoznacznie lepsze od drugiego. Zaletą technologii EMR jest niski koszt, duża odporność na przepięcia czy odporność na wysokie temperatury. Przekaźniki SSR są trwalsze, szybsze i bardziej niezawodne choć wrażliwe na wysoką temperaturę (konieczność stosowania radiatorów) i mają skończoną odporność na przepięcia.

### Przykładowe grupy wyrobów spółki



Źródło: spółka

### Koszty spółki

W strukturze kosztów rodzajowych >40% to koszty materiałów i energii, a koszty samej energii (e.e. + gaz) szacujemy w tym na ok. 2-3% ogółu. Kluczowe są więc koszty surowcowe w szczególności miedzi i srebra (zakładamy, że 35% ogółu to miedź+ srebro w tym 60-70% to miedź). Istotną pozycją kosztową są też taśmy stalowe, tworzywa i opakowania.

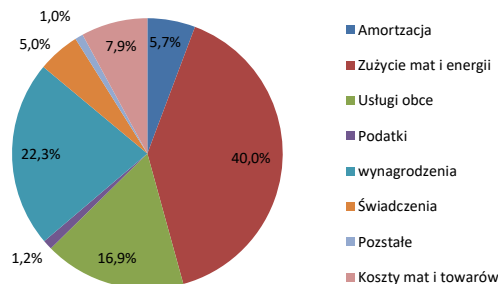
Zwracamy również uwagę na długi cykl rotacji zapasów. W rezultacie ceny surowców przekładają się na wyniki finansowe spółki z 2,5-3 miesięcznym opóźnieniem.

Drugą najważniejszą grupą są koszty świadczeń pracowniczych, które stanowią ok. 27% kosztów ogółem. Spółka w 2020 roku zatrudniała 745 osób w tym 260 na Ukrainie (montaż), aby obniżyć koszty pracy. Tym samym średnia płaca jest niska (<4 tys. PLN brutto). Z drugiej strony przy wysokim udziale kosztów stałych spółkę charakteryzuje duża dźwignia operacyjna.

Spółka sporo inwestuje w park maszynowy. Stąd obserwowany w ostatnich latach spadek zatrudnienia w GK (+wzrost na Ukrainie). Spółka nie przewiduje również wyraźnego wzrostu zatrudnienia po okresie oddania kluczowych inwestycji.

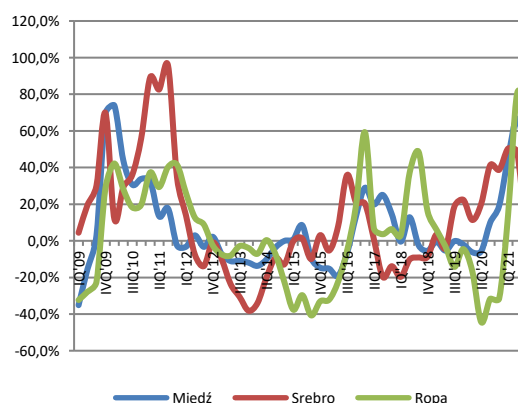
W okresach wysokiej dynamiki wzrostu surowców (metali szlachetnych) jak w latach 2010 czy w 2017 marża brutto spółki spadała o ok. 2-3% p.p. Obecnie znowu mamy do czynienia z dynamicznym wzrostem miedzi, srebra czy tworzyw, co powinno negatywnie przełożyć się na wyniki 2021 roku. Wskazujemy natomiast, że przez ostatnie lata spółka wprowadziła indeksację cen produktów do gł. surowców dla największych klientów (praktycznie cały eksport czyli 60-70% sprzedaży), a jeszcze w 2017 roku było to tylko 30% eksportu czyli 20% ogółu sprzedaży. Po drugie, struktura sprzedaży spółki przesunęła się w stronę bardziej przetworzonych przekazników jak m.in. przekazniki do inwerterów solarnych. Tym samym wzrost cen miedzi/srebra nie będzie tak destrukcyjny dla marży w 2021 roku jak bywało wcześniej.

Struktura kosztów rodzajowych 2020 [%]



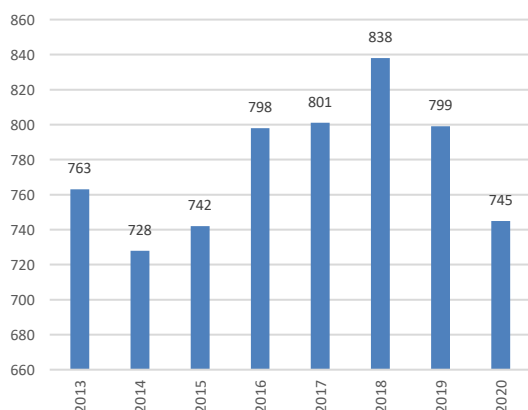
Źródło: BDM S.A., Spółka

Zmiana cen miedzi, srebra i ropy w PLN [r/r]



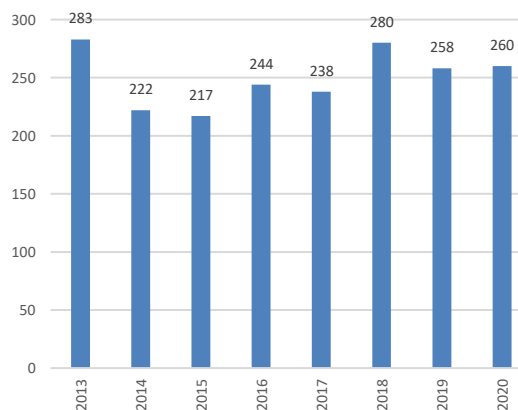
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Zatrudnienie w GK Relpol [os.]



Źródło: BDM S.A., Spółka

Zatrudnienie w Relpol Altera (Ukraina) [os.]



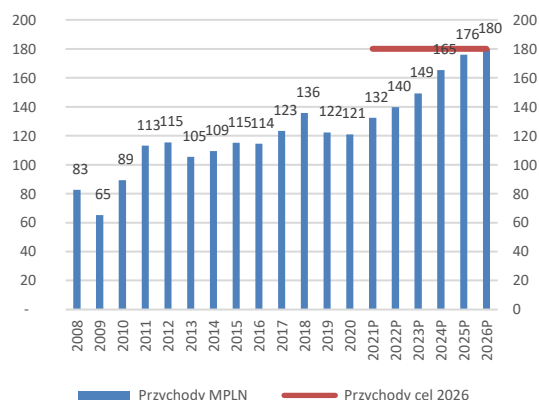
Źródło: BDM S.A., Spółka

### Wizja do roku 2026 (Relpol vs konkurencja)

Spółka nie ma oficjalnego dokumentu z celami strategicznymi (ostatni z 2008 roku z celem sprzedaży >100 mln PLN i marżą EBITDA 10-15%). Podczas wywiadu w kwietniu 2021 roku wiceprezes p. Krzysztof Pałgan przedstawił założenia strategiczne firmy do 2026 roku, których celem jest sprzedaż na poziomie ok. 180 mln PLN vs ok. 120 mln PLN w 2020 (bisko 50% wzrostu).

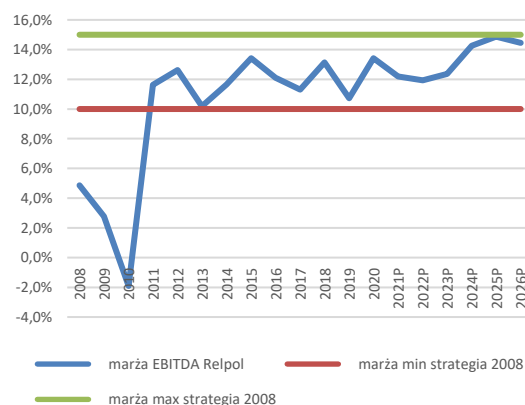
Kluczową kwestią w realizacji celu strategicznego mają być inwestycje (3 gł. projekty). „(...) Zakładamy, że inwestycje pozwolą nam w sposób organiczny w ciągu najbliższych pięciu lat doprowadzić do zwiększonych obrotów. Po planowanych inwestycjach nasz potencjał zwiększy się np. do około 7 mln sztuk przełączników przemysłowych czy do 15-18 mln przełączników miniaturowych” - powiedział Pałgan. "W perspektywie pięcioletniej, po pierwszych dwóch latach, do momentu ukończenia projektów inwestycyjnych, należy spodziewać się bardziej dynamicznego wzrostu sprzedaży" - dodał.

Przychody GK Relpol vs cel w strategii (aktualny) [mln PLN]



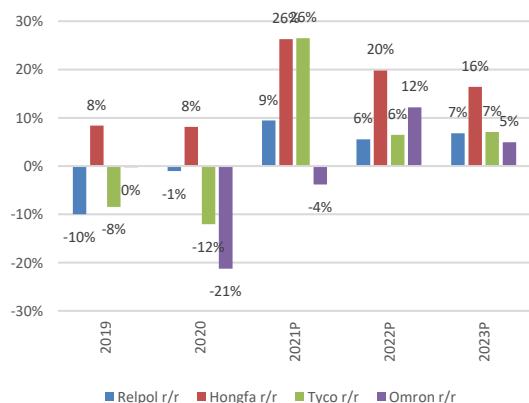
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, szacunki własne

Marża EBITDA Relpol\* vs założenia BDM na tle starej strategii [%]



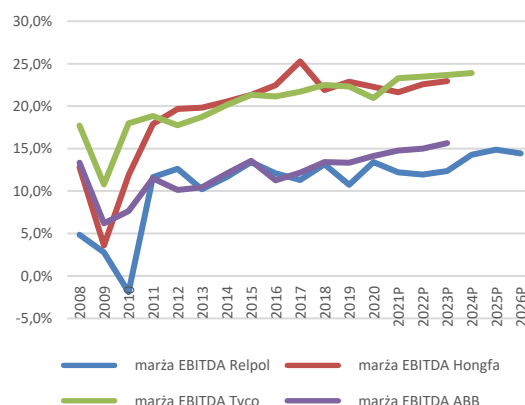
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, szacunki własne po 2020 roku. \*- założenia startowej strategii z 2008 roku.

Dynamika wzrostu przychodów 2019-2023P Relpol vs konkurencja\* [r/r]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, szacunki własne. \*- konsensus Bloomberg

Marża EBITDA Relpol vs konkurencja\* [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, szacunki własne po 2020 roku. \*- konsensus Bloomberg

### Plan inwestycyjny 2021-2023P

Nowe inwestycje są kluczowe w realizacji celu strategicznego jakim jest 180 mln PLN przychodów w 2026 roku. Łączny CAPEX to ok. 48,3 mln PLN w tym 16,3 mln PLN dofinansowania z NCBiR (CAPEX netto 32 mln PLN). Na wydatki odtworzeniowe spółka wydaje 5-7 mln PLN rocznie czyli poziom zbliżony do amortyzacji. W 2020 roku ukończona została automatyczna linia do przełączników solarnych.

Obecnie spółka jest w trakcie lub przygotowuje się do realizacji inwestycji:

- nowa hala produkcyjna do produkcji przełączników miniaturowych. CAPEX 9,0 mln PLN, koniec 4Q'21 (w pełni zautomatyzowana hala, wzrost zdolności przełączników miniaturowych o 30% do 15-18 mln szt. Przełączniki miniaturowe mają zastosowanie g. w elektronice wewnątrz sterowników programowalnych jak urządzenia medyczne, instalacje oświetleniowe, systemy ogrzewania, AGD czy automatyce przemysłowej. To gł. segment produktowy spółki);

- przełączniki do infrastruktury krytycznej. CAPEX 7,7 mln PLN w tym 3,6 mln PLN dofinansowania NCBiR, koniec do 2023 roku (projekt polega na opracowaniu technologii produkcji dwóch typów nowych przełączników o podwyższonych parametrach niezawodnościowych);

- przełączniki bistabilne. CAPEX 31,6 mln PLN w tym 12,7 mln PLN dofinansowania z NCBiR, koniec do 2023 roku („Rezultatem projektu będzie zarówno produkt jak i innowacyjna technologia jego produkcji, która dzięki automatyzacji będzie dawała firmie Relpol korzyści w postaci przyspieszonego cyklu produkcyjnego, podwyższonej jakości procesu, obniżonych kosztów wytworzenia. Opracowane w ramach projektu przełączniki bistabilne są szeroko wykorzystywane jako elementy wykonawcze automatyki do zasilania układów sterowania procesami produkcyjnymi maszyn, urządzeń i robotów.”. Szczególnie sprawdzają się w instalacjach oświetleniowych).

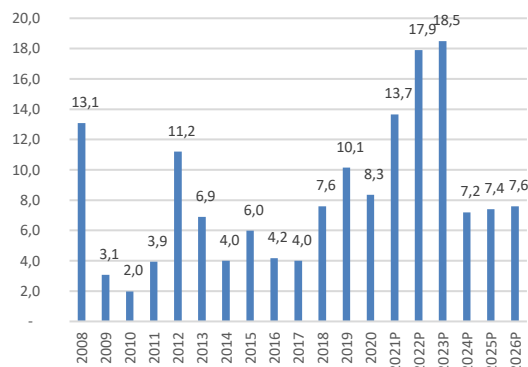
Spółka ma finansować inwestycje środkami własnymi, dotacjami i opcjonalnie kredytem (16,1 mln PLN).

#### Gł. projekty inwestycyjne Relpol do 2023 roku [mln PLN]

|                                           | CAPEX       | Dofinansowanie | CAPEX netto | koniec |
|-------------------------------------------|-------------|----------------|-------------|--------|
| Hala do przełączników miniaturowych       | 9,0         | 0,0            | 9,0         | 4Q'21  |
| Przełączniki do infrastruktury krytycznej | 7,7         | 3,6            | 4,1         | 2023   |
| Przełączniki bistabilne                   | 31,6        | 12,7           | 18,9        | 2023   |
| <b>RAZEM projekty</b>                     | <b>48,3</b> | <b>16,3</b>    | <b>32,0</b> |        |

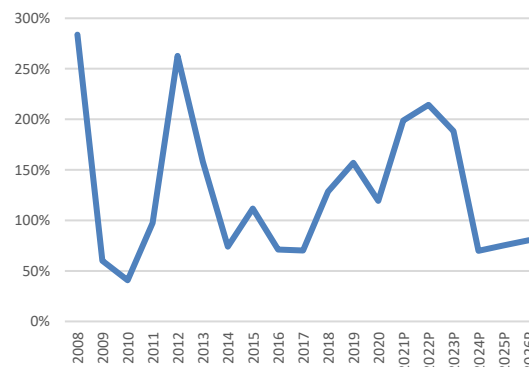
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### CAPEX Relpol [mln PLN]



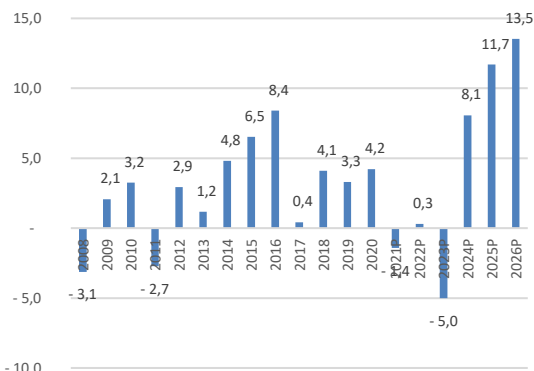
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, szacunki własne po 2020 roku.

#### CAPEX/amortyzację [%]



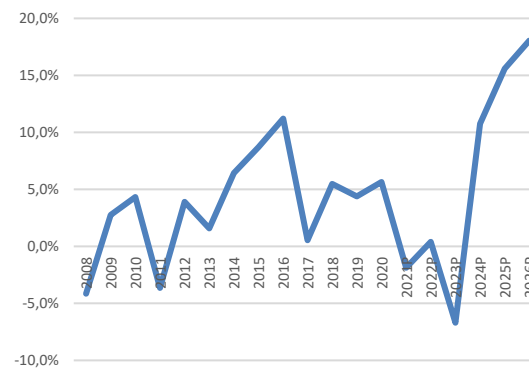
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, szacunki własne po 2020 roku.

#### FCF Relpol [mln PLN]\*



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, szacunki własne po 2020 roku.  
\*CFO- CAPEX

#### FCF Relpol/bieżąca kapitalizacja [%]\*



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, szacunki własne po 2020 roku. \*- (CFO-CAPEX)/kapitalizację.

## OTOCZENIE RYNKOWE

### Globalny rynek przełączników elektromagnetycznych i konkurencja

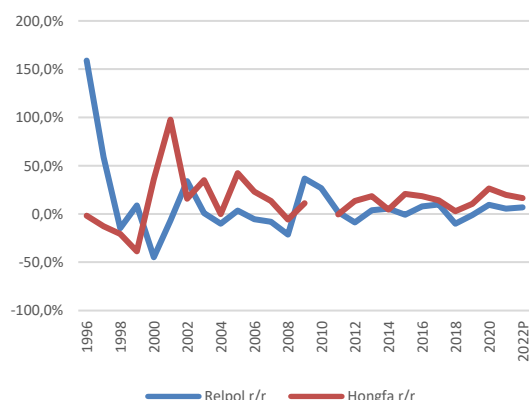
Globalny rynek przełączników elektromechanicznych jest oceniany na 6,2 mld USD (2019 rok) i przewiduje się, że w kolejnych latach CAGR sięgnie ok. 3,1%, aby osiągnąć wielkość rynku 7,6 mld USD do 2026 roku. Relpol jest w 10-tce największych producentów przełączników elektromagnetycznych na świecie. Największym producentem jest chińska Hongfa, która rocznie generuje >1 mld USD obrotów z udziałem w globalnym rynku na poziomie ok. 17%. Przy sprzedaży ok. 120 mln PLN rocznie udział Relpol w globalnym rynku można ocenić na <1%. Niemniej w Europie poza Relpol jest tylko jeden większy producent (włoski Finder), którego obroty szacujemy 3-4x wyższe od Relpolu. Obecność w Europie ma obecnie duże znaczenie dla klientów w otoczeniu wysokich kosztów frachtów i napięć w globalnym handlu.

Konkurencję firmy stanowią zarówno europejscy producenci przełączników jak włoski Finder (3-4x większy od Relpol), Cabur, szwajcarski Comat Releco jak i azjatyccy (chińska Hongfa, japońskie Fuji, Omron) czy amerykańscy (Tyco). Produkcją przełączników zajmują się również duże firmy z obszaru elektrotechniki jak ABB (klient Relpol, typowy „brand labeling”), Schneider czy Siemens.

Zwracamy uwagę, że wg. prognoz dla giełdowych producentów przełączników (Hongfa, Tyco) ich sprzedaż w najbliższych latach powinna rosnąć nawet w dwucyfrowym tempie, co związane jest ze wzrostem znaczenia automatyki w przemyśle, OZE czy elektromobilności. Kolejnym istotnym megatrendem napędzającym rynek przełączników są rosnące ceny energii elektrycznej oraz koszty pracy i konieczność stosowania wydajnej automatyki w celu zmniejszenia energochłonności/pracochłonności.

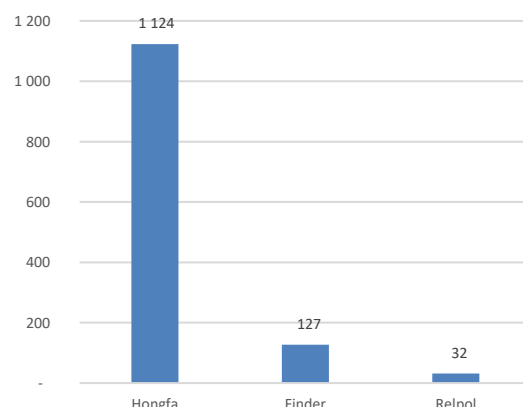
Jedną z istotnych przeszkód w rozwoju rynku przełączników elektromagnetycznych może być stosowanie substytucyjnych przełączników półprzewodnikowych, co opisaliśmy w osobnym podrozdziale. Oba typy przełączników mają jednak swoje zalety i wady.

Dynamika sprzedaży Hongfa vs Relpol r/r



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., szacunki własne Relpol po 2020 roku, konsensus Bloomberg dla Hongfa.

Sprzedaż wybranych producentów przełączników w 2019 [mln USD]



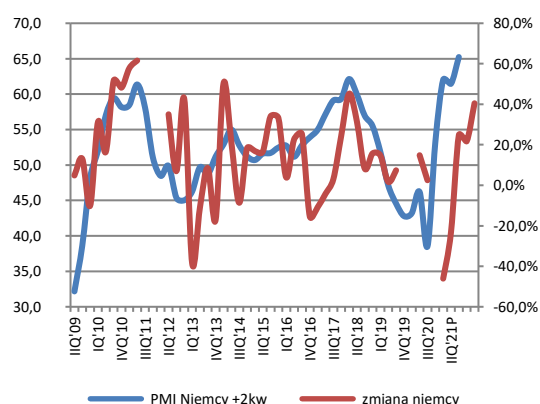
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki, szacunki własne.

### Estymatory sprzedaży

Sprzedaż spółki na rynku niemieckim dobrze wyprzedza przemysłowy wskaźnik PMI dla tamtejszej gospodarki, który przesunięty o 2 kwartały do przodu ma istotną, pozytywną korelację (pearson >0,6). Z kolei sprzedaż na rynku polskim jest wysoko skorelowana (pearson 0,65) z dynamiką inwestycji podawaną przez GUS. Biorąc pod uwagę rekordowe odczyty niemieckiego PMI (ok. 65 pkt) i prognozowaną dynamikę wzrostu inwestycji rzędu 7-8% r/r do 2023P roku (po -10% r/r spadku w 2020 roku) oczekujemy znaczących, pozytywnych dynamik sprzedaży spółki w najbliższych kwartałach.

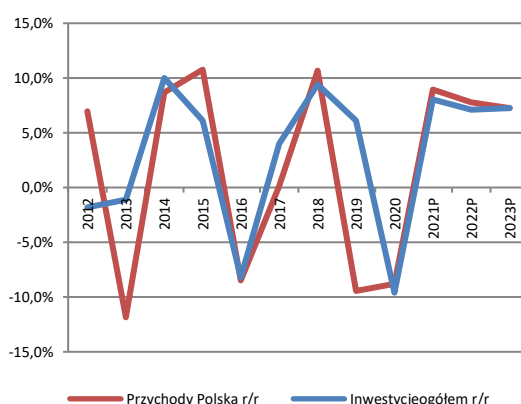
Obecnie jedynym ograniczeniem w dynamicznym wzroście sprzedaży wydają się być globalne ograniczenia w dostępie do komponentów (kryzys półprzewodnikowy- oczekiwana poprawa dostępności w 2022 roku) oraz zdolności produkcyjne. Szacujemy, że wykorzystanie zdolności produkcyjnych w przełącznikach miniaturowych to 80-90%. Rezerwy posiada spółka w przełącznikach do inwerterów solarnych (ok. 60%) po inwestycji w automatyzację linii w 2020 roku. Zwracamy ponadto uwagę na prowadzoną obecnie inwestycję w halę produkcyjną do przełączników miniaturowych, która od 4Q'21, wg. deklaracji zarządu, zwiększy zdolności produkcyjne w tym obszarze o ok. 30% (12-13 mln PLN czyli ok. 10% rocznej sprzedaży spółki).

PMI dla przemysłu Niemiec vs dynamika sprzedaży na rynku niemieckim\*



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg. LS: PMI, PS dynamika w Niemczech r/r. \*- przemysłowy PMI przesunięty 2 kwartały do przodu vs dynamika sprzedaży Relpol w Niemczech.

Dynamika inwestycji w Polsce vs dynamika sprzedaży na rynku krajowym\*



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, GUS, szacunki własne. \*- dynamika inwestycji ogółem GUS r/r vs sprzedaż Relpol na rynku polskim r/r.

### Rozwój fotowoltaiki w Polsce i Europie

Fotowoltaika to obecnie najszybciej rosnący obszar OZE w Europie i w Polsce. W 2020 roku przełączniki spółki do inwerterów solarnych stanowiły ok. 20% sprzedaży spółki, a Relpol ukończył inwestycję w zautomatyzowaną linię. Spółka posiada w ofercie przełącznik solarny od 2011 roku, ale dopiero w 2019-2020 nastąpił dynamiczny wzrost w tym obszarze. Spółka ma jeszcze dostępne zdolności (ok. 60% użycia).

Inwerter solarny, inaczej falownik, to urządzenie, będące obok paneli fotowoltaicznych, sercem instalacji PV. Jego zadaniem jest przetwarzanie prądu stałego (DC), produkowanego przez moduły PV, na prąd zmienny (AC) oddawany do sieci. Na 1 MW farmy potrzeba średnio ok. 15 falowników. W instalacji prosumenckiej o średniej mocy 5-6 kW wystarczy jeden.

W ostatnich latach siłą napędową krajowych inwestycji fotowoltaicznych byli prosumenci. Po wygaszeniu programu dotacji „Mój Prąd” i zapowiadanych zmianach w systemie rozliczeń prosumenckich rynek się ustabilizował, a wzrosty obserwowane są na projektach wielkoskalowych o mocy kilkudziesięciu MW.

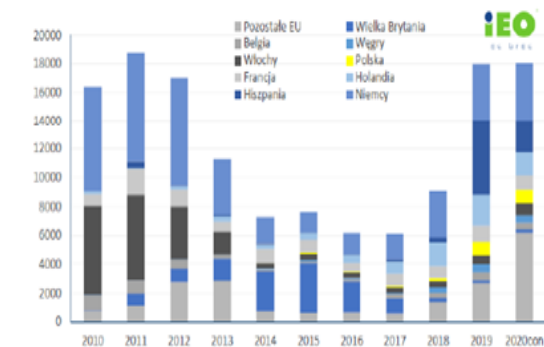
Obecnie procedowany jest projekt nowelizacji ustawy o OZE, który zakłada zmianę zasad rozliczeń energii oddawanej do sieci przez prosumenckich. Będzie to miało decydujący wpływ na rozwój instalacji prosumenckich po 2021 roku. Od 01.07.21 można składać wnioski w III edycji programu „Mój Prąd”. Do 10.08.21 NFOŚiGW informował, że wnioski złożyło już >100 tys. osób, a budżetu (568 mln PLN) wystarczy na 178 tys. Tym samym na koniec 2021 roku w kraju będzie blisko co najmniej 635 tys. prosumenckich. Oczekuje się, że kolejne programy wspierające domową energetykę będą już dotyczyć m.in. pomp ciepła, ACU, domowych ładowarek, systemów zarządzania energią czy magazynów energii).

Jak podaje IEO według stanu na koniec 2020 r. warunki przyłączenia do sieci posiada ponad 5,6 tys. projektów fotowoltaicznych o łącznej mocy prawie 10 GW. Wśród tych 10 GW są projekty, które już wzięły udział w aukcjach OZE, ale nie zdążyły się jeszcze wybudować i rozpocząć wytwarzania energii – są to głównie projekty z aukcji 2019 i 2020, których potencjał szacuje się na 2,3 GW. W 2021 roku aż 2,2 GW projektów wygrało aukcję. Daje to potencjał do 4,5 GW nowych mocy fotowoltaicznych do roku 2022-2023 1. Z drugiej strony, jak podaje portal „Wysokie Napięcie” boom w fotowoltaice powoduje, że kilkaset

elektrowni słonecznych (nawet >400) czeka „tygodniami” na odbiór techniczny. Problem zaczyna się też z uzyskaniem przyłączenia do sieci. Są to gł. farmy o mocy do 1 MW.

Według PEP 2040, w najbliższych latach nastąpi istotny wzrost mocy zainstalowanych w fotowoltaice do ok. 5-7 GW w 2030 r. i ok. 10-16 GW w 2040 r. Cele te zostaną najprawdopodobniej przekroczone o wiele wcześniej. Na koniec czerwca 2021 moc PV przekroczyła już 5 GW, czyli cel jaki PEP określał na 2025 rok.

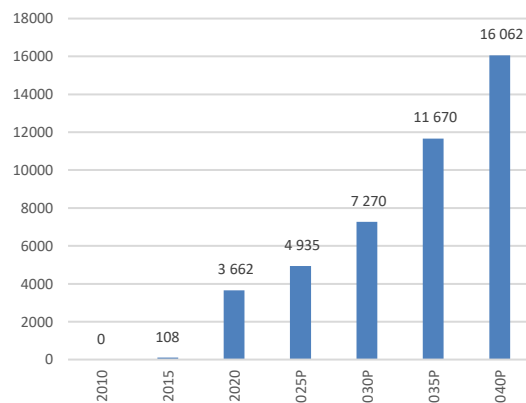
Przyrost mocy fotowoltaiki w Europie [MW]



Rysunek 5 Roczny przyrost nowych mocy w krajach Unii Europejskiej [UE28], źródło JRC IEO, oprac. IEO

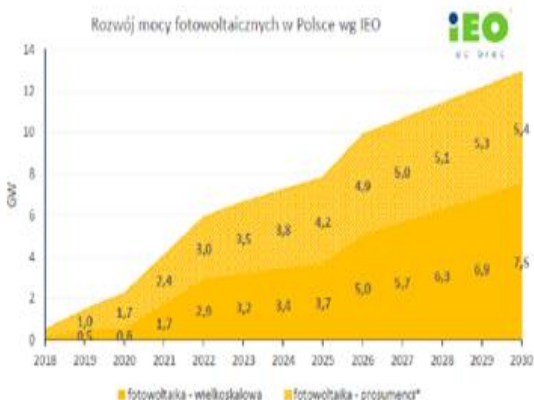
Źródło: IEO

Rpzwój fotowoltaiki w Polsce wg. PEP 2040 [MW]



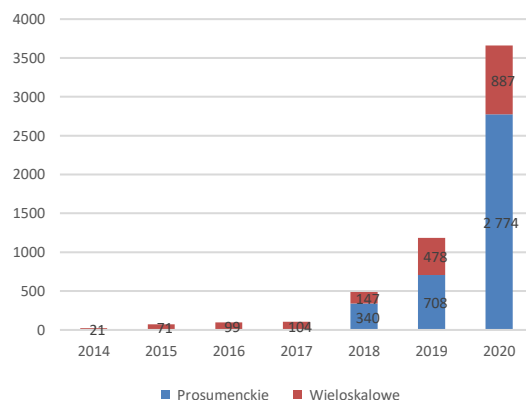
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PEP 2040 (03.02.21)

Rpzwój fotowoltaiki w Polsce (wieloskalowa vs prosumenci) [MW]



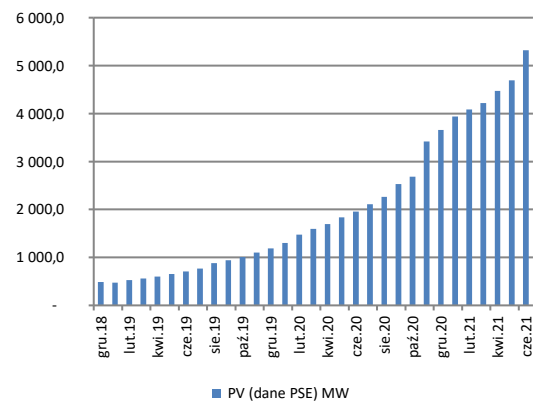
Źródło: IEO

Rpzwój fotowoltaiki w Polsce (wieloskalowa vs prosumenci) [MW]



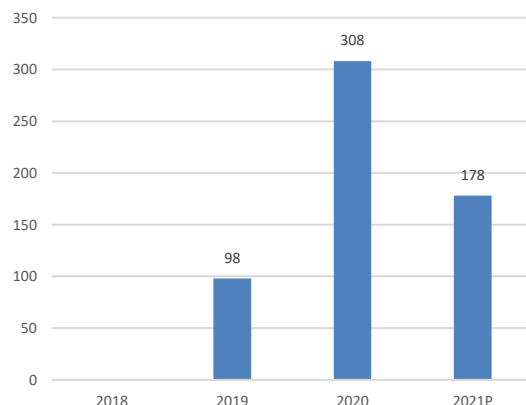
Źródło: BDM, URE

Moc fotowoltaiki w Polsce [MW]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PSE

Przyrost liczby prosumentów w Polsce [tys.]\*



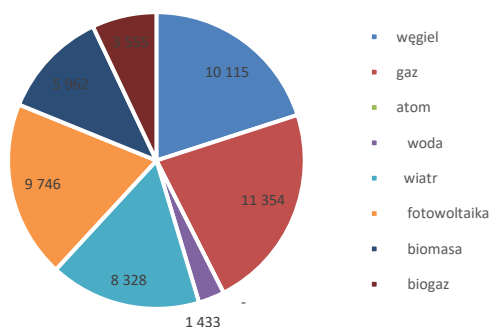
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \* +178 tys. w 2021 roku to efekt wniosków z III edycji programu Mój Prąd od 01.07.21.

### Transformacja energetyczna i rola Relpol

Dn. 02.02.2021 roku rząd przyjął Politykę energetyczną Polski do 2040 roku. Dokument opiera się na III kluczowych filarach: sprawiedliwej transformacji, budowie zeroemisyjnego systemu energetycznego oraz dobrej jakości powietrza. Udział OZE w końcowym zużyciu e.e, w 2030 roku ma wynieść 23%, a redukcja CO<sub>2</sub> (vs bazowy 1990) -30%. Moc zainstalowana morskich farm wiatrowych ma wynieść 5,9 GW w '30 i do 11 GW w '40, a fotowoltaiki 10-16 GW do 2040 roku.

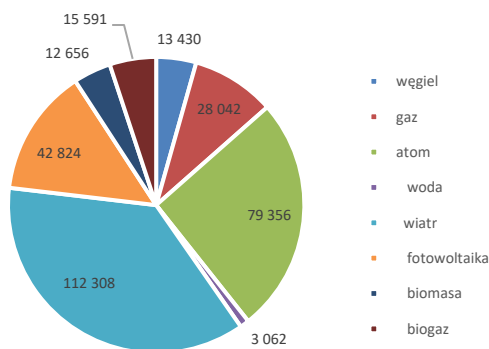
PEP2040 ma być wspólnym mianownikiem dla wydatkowania funduszy, w tym rozpoczętego procesu programowania środków unijnych na lata 2021-2027 (Polityka Spójności, Krajowy Plan Odbudowy i Fundusz Sprawiedliwej Transformacji). Wg PEP cała transformacja energetyczna może kosztować ok. 1,6 bln PLN w latach '21-'40, a jej szczyt przypadnie na lata '21-'25 (ok. 450 mld PLN w tym ok. 100 mld PLN w sektorze energetycznym, z czego ok. 50 mld PLN na budowę elektrowni/elektrociepłowni w tym blisko 10 mld PLN na fotowoltaikę). Fotowoltaika w latach 2021-2025 ma być drugim największym obszarem wydawania środków na nowe moce wytwórcze (po gazie). Do 2040 roku wg. PEP nowe źródła wytwórcze kosztować będą blisko 500 mld PLN w tym 43 mld PLN zostanie przeznaczony na fotowoltaikę (trzeci największy obszar wydatkowania funduszy po atomie i offshore).

Podział prognozowanych nakładów w wytwarzaniu 2021-2025 [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PEP 2040

Podział prognozowanych nakładów w wytwarzaniu 2021-2040 [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PEP 2040

Oprócz nakładów ponoszonych przez koncerny energetyczne, dotacji z Polityki Spójności finansowanie transformacji energetycznej zapewnić ma rozdysponowanie środków z Funduszu na rzecz Sprawiedliwej Transformacji (do Polski może trafić nawet 4,4 mld EUR) i Krajowego Funduszu Odbudowy, gdzie energetyka ma być największym beneficjentem (ok. 37% na „zielone inwestycje” z budżetu sięgającego >100 mld PLN).

Dn 15.07.2021 KE przyjęła pakiet propozycji „fit for 55”, których celem jest dostosowanie polityki UE w dziedzinie klimatu, energii, użytkowania gruntów, transportu i opodatkowania w taki sposób, aby obniżyć emisję CO<sub>2</sub> netto o co najmniej 55% do 2030 r. vs 1990 rok. (poprzedni cel -40%). Nowy pakiet to konsekwencja przyjętego w grudniu 2019 roku Europejskiego Zielonego Ładu prowadzącego do nadrzędnego celu neutralności klimatycznej w 2050 roku. W związku z nowymi celami udział OZE w konsumpcji energii w 2030 roku w UE ma sięgnąć ok. 65% vs 55% poprzednio (21% w 2010 i 34% w 2019).

Kompetencje Relpol pozwalają oczekiwać, że spółka powinna być beneficjentem transformacji energetycznej w zakresie:

- rozwoju fotowoltaiki (przełączniki solarne stanowią ok. 20% sprzedaży spółki);
- rozwoju automatyki przemysłowej i energetycznej (ok. 50% sprzedaży spółki);
- wzrostu inwestycji w infrastrukturę mieszkaniową (smart home, rekordowa ilość rozpoczętych budów mieszkań w 3Q'21, przełączniki modułowe to 6% sprzedaży spółki);
- rozwoju elektromobilności i szybkich ładowarek;

## WYNIKI ZA 2Q'21

Spółka w czwartek 26.08.2021 przed sesją opublikowała raport za 2Q'21, który był powyżej naszych wstępnych oczekiwań na poziomie EBITDA (+4,3% vs oczek.). Jednocześnie wskazujemy na wysoką bazę wynikową, z którą spółka mierzyła się w minionym kwartale (+0,9 mln PLN w 2Q'20 z tarczy antykryzysowej i kolejne +1,3 mln PLN w 3Q'20), a także dynamiczny wzrost kosztów miedzi i srebra, których szczyt powinien być widoczny w 3Q'21. Niemniej patrząc na dobre wyniki 1H'21 jest on skutecznie niwelowany (większość sprzedaży indeksowanej). W 2Q'21 ceny miedzi/srebra wzrosły o ok. 50% r/r. Obecnie ceny miedzi/srebra spadły od majowych szczytów o odpowiednio -10/-15%.

Przychody w 2Q'21 wzrosły o 15% r/r, w tym sprzedaż w kraju o +39% r/r (efekt niskiej bazy). W całym 1H'21 przychody wzrosły o 3,9% r/r (LFL czyli bez Polon +5,4% r/r), a spółka podaje w komentarzu, że 2H'21 będzie pod tym względem lepsze (oczek. +10/+15% r/r).

Spółka w komentarzu podaje, że „W branży elektrotechnicznej, po bardzo spokojnym, zrównoważonym i porównywalnym do roku ubiegłego pierwszym kwartale 2021, w drugim kwartale odczuliśmy dynamiczny wzrost zleceń wchodzących.”. Wg zarządu liczba zamówień w niektórych grupach produktów się podwoiła, co częściowo wynikało z efektu niskiej bazy i odbudowy zapasów przez klientów. Przy zwiększonym zapotrzebowaniu na surowce przekładało się to na „nieunikniony wzrost cen produktów finalnych”.

Spółka wskazuje, że kłopoty z dostępnością transportu i jego kosztami wydłużyły terminy realizacji dostaw kontraktowych u konkurentów do nawet 90 tygodni. „(...) Stąd wielu klientów dostrzegło dodatkową wartość w produktach Relpol S.A. jako europejskiego dostawcy. Z uwagi na ułożone już zamówienia, należy się spodziewać większej dynamiki wzrostu sprzedaży w 2H'21”

W strukturze sprzedaży w 1H'21 odnotowano wzrost w grupie przełączników miniaturowych, stabilizację w grupie przełączników przemysłowych, a ujemną dynamiką charakteryzowała się grupa przełączników przeznaczonych do systemów fotowoltaicznych.

Z uwagi na dużą wagę rynku niemieckiego i jego potencjał, w lipcu 2021 uruchomiona została strona internetowa firmy w języku niemieckim.

### Wybrane dane finansowe [mln PLN]

|                           | IQ'19       | IIQ'19     | IIIQ'19     | IVQ'19      | IQ'20       | IIQ'20      | IIIQ'20     | IVQ'20     | IQ'21      | IIQ'21     | r/r        | 2018        | 2019        | 2020        | r/r        |
|---------------------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| Przychody                 | 33,5        | 33,5       | 29,0        | 26,2        | 34,0        | 30,1        | 31,0        | 25,8       | 32,2       | 34,5       | 15%        | 130,2       | 122,2       | 121,0       | -1%        |
| jednostkowe               | 31,7        | 30,7       | 27,1        | 25,9        | 33,0        | 28,1        | 29,5        | 27,4       | 30,8       | 33,3       | 19%        | 121,6       | 115,4       | 117,9       | 2%         |
| kraj                      | 9,3         | 9,3        | 8,3         | 9,2         | 9,3         | 7,6         | 8,8         | 7,2        | 9,9        | 10,5       | 39%        | 36,9        | 36,1        | 32,9        | -9%        |
| eksport                   | 24,3        | 24,2       | 20,7        | 17,0        | 24,8        | 22,6        | 22,2        | 18,6       | 22,3       | 24,0       | 6%         | 93,3        | 86,2        | 88,1        | 2%         |
| Wynik brutto na sprzedaży | 6,5         | 7,4        | 5,2         | 6,2         | 6,7         | 6,1         | 6,8         | 4,3        | 7,1        | 7,2        | 18%        | 28,0        | 25,2        | 23,9        | -5%        |
| <b>EBITDA</b>             | <b>3,7</b>  | <b>3,9</b> | <b>2,5</b>  | <b>3,0</b>  | <b>3,3</b>  | <b>4,2</b>  | <b>5,4</b>  | <b>3,3</b> | <b>4,3</b> | <b>4,3</b> | <b>2%</b>  | <b>14,8</b> | <b>13,1</b> | <b>16,2</b> | <b>24%</b> |
| jednostkowa               | 3,4         | 3,6        | 3,1         | 2,5         | 3,6         | 3,5         | 5,1         | 5,1        | 3,7        | 3,9        | 10%        | 15,4        | 12,7        | 17,3        | 37%        |
| <b>EBITDA (bez PDO)</b>   | <b>3,7</b>  | <b>4,4</b> | <b>2,6</b>  | <b>3,0</b>  | <b>3,8</b>  | <b>3,2</b>  | <b>4,0</b>  | <b>3,1</b> | <b>4,3</b> | <b>4,2</b> | <b>32%</b> | <b>15,8</b> | <b>13,8</b> | <b>14,0</b> | <b>2%</b>  |
| EBIT                      | 2,2         | 2,3        | 0,9         | 1,3         | 1,6         | 2,4         | 3,7         | 1,6        | 2,7        | 2,5        | 6%         | 8,6         | 6,7         | 9,2         | 39%        |
| Zysk brutto               | 2,0         | 2,3        | 1,2         | 1,0         | 2,2         | 2,1         | 3,9         | 1,9        | 2,8        | 2,2        | 4%         | 8,7         | 6,4         | 10,1        | 56%        |
| Zysk netto                | 1,5         | 1,8        | 0,7         | 0,8         | 1,7         | 1,7         | 3,1         | 1,3        | 2,2        | 1,7        | 4%         | 6,5         | 4,9         | 7,7         | 59%        |
| jednostkowy               | 1,4         | 1,9        | 1,3         | 0,4         | 2,0         | 1,2         | 2,8         | 1,1        | 1,8        | 1,8        | 50%        | 6,7         | 5,1         | 7,1         | 41%        |
| Marża zysku brutto        | 19,4%       | 22,0%      | 17,9%       | 23,6%       | 19,6%       | 20,2%       | 22,1%       | 16,8%      | 22,0%      | 20,9%      |            | 21,5%       | 20,7%       | 19,8%       |            |
| Marża EBITDA              | 11,0%       | 11,6%      | 8,7%        | 11,4%       | 9,8%        | 13,9%       | 17,5%       | 12,8%      | 13,4%      | 12,3%      |            | 11,4%       | 10,7%       | 13,4%       |            |
| Marża netto               | 4,5%        | 5,4%       | 2,5%        | 3,1%        | 5,1%        | 5,5%        | 10,0%       | 4,9%       | 6,9%       | 5,0%       |            | 5,0%        | 4,0%        | 6,4%        |            |
| Dynamika r/r              |             |            |             |             |             |             |             |            |            |            |            |             |             |             |            |
| Przychodów                | -2%         | 0%         | -14%        | -23%        | 2%          | -10%        | 7%          | -1%        | -5%        | 15%        |            |             |             |             |            |
| kraj                      | -14%        | 3%         | -17%        | -8%         | 0%          | -18%        | 6%          | -21%       | 7%         | 39%        |            |             |             |             |            |
| eksport                   | 3%          | -1%        | -13%        | -30%        | 2%          | -7%         | 7%          | 10%        | -10%       | 6%         |            |             |             |             |            |
| <b>EBITDA</b>             | <b>-15%</b> | <b>0%</b>  | <b>-49%</b> | <b>-36%</b> | <b>-10%</b> | <b>7%</b>   | <b>114%</b> | <b>11%</b> | <b>30%</b> | <b>2%</b>  |            |             |             |             |            |
| <b>EBITDA adj.</b>        | <b>-29%</b> | <b>9%</b>  | <b>-43%</b> | <b>-40%</b> | <b>2%</b>   | <b>-28%</b> | <b>54%</b>  | <b>2%</b>  | <b>15%</b> | <b>32%</b> |            |             |             |             |            |
| KON                       | 53,3        | 53,8       | 49,1        | 51,3        | 50,3        | 51,0        | 53,1        | 49,4       | 51,1       | 55,8       | 10%        | 52,3        | 51,3        | 49,4        | -4%        |
| FCF                       | -0,7        | 2,2        | 4,7         | -2,5        | 3,1         | 0,8         | -0,1        | 0,4        | 1,4        | -4,1       |            | 4,1         | 3,7         | 4,2         | 13%        |
| FCF 12m/kapitalizacja     | 2%          | 3%         | 9%          | 5%          | 10%         | 8%          | 2%          | 6%         | 3%         | -3%        |            | 5,5%        | 5,0%        | 5,6%        |            |
| Dług netto                | 3,6         | 1,5        | 2,8         | 6,0         | 3,1         | 2,2         | 2,3         | -0,2       | -0,7       | 3,4        |            | 2,8         | 6,0         | -0,2        |            |
| P/E 12m                   |             |            |             |             |             |             |             |            | 9,1        | 9,1        |            |             |             |             |            |
| EV/EBITDA 12m             |             |            |             |             |             |             |             |            | 4,3        | 4,5        |            |             |             |             |            |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

### Prognoza na najbliższe kwartały

Zarząd w sprawozdaniu po 2Q'21 zapowiadał wyższą dynamikę sprzedaży niż osiągnięte ok. 5% r/r (LFL) w 1H'21. W 2H'21 oczekujemy dynamiki rzędu +10/+15% r/r. Na marże negatywny wpływ będą miały ceny surowców strategicznych w szczególności miedzi, srebra, stali czy tworzyw, choć spółka pokazała w 1H'21, że potrafi je skutecznie przenosić na klientów. W działalności finansowej zauważalny będzie wpływ wyższych kosztów finansowych wynikający ze wzrostu zadłużenia w związku z realizacją >30 mln PLN programu inwestycyjnego do 2023 roku. Tym samym 2H'21 może być słabsze pod względem wyników finansowych niż pierwsza część roku. W całym 2021 roku oczekujemy porównywalnej, raportowanej EBITDA do 2020 roku (baza wynikowa podbita dofinansowaniem z FGŚP w 2-3Q'20 o wartości +2,3 mln PLN) i nieco niższego zysku netto (wzrost amortyzacji i kosztów finansowych).

### Perspektywy kolejnych kwartałów [mln PLN]

|                                | IQ'19  | IIQ'19 | IIIQ'19 | IVQ'19 | IQ'20  | IIQ'20 | IIIQ'20 | IVQ'20 | IQ'21  | IIQ'21 | IIIQ'21P | IVQ'21P | IQ'22P | IIQ'22P | IIIQ'22P | IVQ'22P |
|--------------------------------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|----------|---------|--------|---------|----------|---------|
| Przychody                      | 33,5   | 33,5   | 29,0    | 26,2   | 34,0   | 30,1   | 31,0    | 25,8   | 32,2   | 34,5   | 34,7     | 31,0    | 34,3   | 37,3    | 36,1     | 32,0    |
| kraj                           | 9,3    | 9,3    | 8,3     | 9,2    | 9,3    | 7,6    | 8,8     | 7,2    | 9,9    | 10,5   | 9,2      | 7,6     | 10,9   | 11,0    | 10,0     | 8,2     |
| eksport                        | 24,3   | 24,2   | 20,7    | 17,0   | 24,8   | 22,6   | 22,2    | 18,6   | 22,3   | 24,0   | 25,4     | 23,4    | 23,4   | 26,3    | 26,2     | 23,8    |
| w tym Niemcy                   | 21,7   | 22,0   | 19,4    | 14,8   | 22,5   | 21,9   | 20,4    | 16,9   | 20,3   | 23,2   | 23,5     | 21,4    | 21,4   | 24,3    | 24,2     | 21,8    |
| Zysk brutto na sprzedaży       | 6,5    | 7,4    | 5,2     | 6,2    | 6,7    | 6,1    | 6,8     | 4,3    | 7,1    | 7,2    | 7,0      | 4,9     | 6,7    | 7,3     | 7,0      | 4,7     |
| koszty sprzedaży               | -0,3   | -0,2   | -0,2    | -0,3   | -0,3   | -0,3   | -0,3    | -0,1   | -0,3   | -0,3   | -0,3     | -0,3    | -0,3   | -0,3    | -0,3     | -0,3    |
| koszty zarządu                 | -4,0   | -4,3   | -4,1    | -4,5   | -4,4   | -4,4   | -4,3    | -2,9   | -4,1   | -4,4   | -4,4     | -2,9    | -4,2   | -4,5    | -4,5     | -3,0    |
| Pozostałe przychody operacyjne | 0,3    | 0,2    | 0,2     | -0,1   | 0,1    | 1,1    | 1,7     | 1,0    | 0,1    | 0,1    | 0,0      | 0,0     | 0,0    | 0,0     | 0,0      | 0,0     |
| Pozostałe koszty operacyjne    | -0,3   | -0,8   | -0,3    | 0,1    | -0,6   | -0,1   | -0,3    | -0,7   | -0,1   | -0,1   | 0,0      | 0,0     | 0,0    | 0,0     | 0,0      | 0,0     |
| EBITDA                         | 3,7    | 3,9    | 2,5     | 3,0    | 3,3    | 4,2    | 5,4     | 3,3    | 4,3    | 4,3    | 4,0      | 3,6     | 4,2    | 4,5     | 4,3      | 3,7     |
| EBITDA adj.                    | 3,7    | 4,4    | 2,6     | 3,0    | 3,8    | 3,2    | 4,0     | 3,1    | 4,3    | 4,2    | 4,0      | 3,6     | 4,2    | 4,5     | 4,3      | 3,7     |
| EBIT                           | 2,2    | 2,3    | 0,9     | 1,3    | 1,6    | 2,4    | 3,7     | 1,6    | 2,7    | 2,5    | 2,3      | 1,7     | 2,2    | 2,5     | 2,2      | 1,4     |
| przychody finansowe            | 0,0    | 0,3    | 0,4     | -0,3   | 0,7    | -0,2   | 0,2     | 0,3    | 0,1    | -0,1   | 0,0      | 0,0     | 0,0    | 0,0     | 0,0      | 0,0     |
| koszty finansowe               | -0,2   | -0,3   | -0,1    | 0,0    | 0,0    | -0,1   | 0,0     | 0,0    | 0,0    | -0,2   | -0,4     | -0,4    | -0,5   | -0,5    | -0,5     | -0,5    |
| Zysk brutto ze sprzedaży       | 2,0    | 2,3    | 1,2     | 1,0    | 2,2    | 2,1    | 3,9     | 1,9    | 2,8    | 2,2    | 1,9      | 1,3     | 1,7    | 2,0     | 1,7      | 0,9     |
| podatek                        | -0,5   | -0,5   | -0,4    | -0,2   | -0,4   | -0,4   | -0,8    | -0,4   | -0,6   | -0,5   | -0,4     | -0,3    | -0,4   | -0,4    | -0,4     | -0,2    |
| udziały 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     | 0,0    | 0,0     | 0,0      | 0,0     |
| Zysk netto                     | 1,5    | 1,8    | 0,7     | 0,8    | 1,7    | 1,7    | 3,1     | 1,3    | 2,2    | 1,7    | 1,5      | 1,0     | 1,4    | 1,5     | 1,3      | 0,7     |
| <i>Dynamika przychodów</i>     | -2,4%  | 0,0%   | -14,0%  | -23,4% | 1,5%   | -10,0% | 6,6%    | -1,3%  | -5,4%  | 14,5%  | 12,0%    | 20,0%   | 6,5%   | 8,0%    | 4,2%     | 3,2%    |
| <i>kraj</i>                    | -13,6% | 2,8%   | -17,1%  | -8,3%  | 0,1%   | -18,1% | 5,8%    | -21,4% | 6,7%   | 38,5%  | 5,0%     | 5,0%    | 10,0%  | 5,0%    | 8,0%     | 8,0%    |
| <i>eksport</i>                 | 2,7%   | -1,0%  | -12,7%  | -29,7% | 2,1%   | -6,9%  | 7,0%    | 9,7%   | -10,0% | 6,5%   | 14,8%    | 25,9%   | 4,9%   | 9,3%    | 2,8%     | 1,7%    |
| <i>w tym Niemcy</i>            | 1,7%   | 7,4%   | -87,1%  | 59,1%  | 14,8%  | 2,5%   | 655,5%  | -46,1% | -23,1% | 24,7%  | 21,7%    | 40,5%   | 13,8%  | 9,2%    | 8,6%     | 5,7%    |
| <i>Dynamika EBITDA adj.</i>    | -29,2% | 9,5%   | -42,6%  | -39,8% | 1,5%   | -27,7% | 54,4%   | 1,6%   | 14,9%  | 31,7%  | 1,1%     | 15,6%   | -4,3%  | 6,5%    | 8,0%     | 3,2%    |
| <i>Marża zysku brutto</i>      | 19,4%  | 22,0%  | 17,9%   | 23,6%  | 19,6%  | 20,2%  | 22,1%   | 16,8%  | 22,0%  | 20,9%  | 20,2%    | 15,9%   | 19,5%  | 19,6%   | 19,3%    | 14,6%   |
| <i>Marża EBITDA</i>            | 11,0%  | 11,6%  | 8,7%    | 11,4%  | 9,8%   | 13,9%  | 17,5%   | 12,8%  | 13,4%  | 12,3%  | 11,6%    | 11,5%   | 12,1%  | 12,1%   | 12,0%    | 11,5%   |
| <i>Marża EBITDA adj.</i>       | 11,1%  | 13,3%  | 8,8%    | 11,6%  | 11,1%  | 10,7%  | 12,8%   | 11,9%  | 13,5%  | 12,3%  | 11,6%    | 11,5%   | 12,1%  | 12,1%   | 12,0%    | 11,5%   |
| <i>Marża EBIT</i>              | 6,6%   | 6,9%   | 3,0%    | 4,9%   | 4,6%   | 7,9%   | 12,0%   | 6,1%   | 8,4%   | 7,3%   | 6,7%     | 5,6%    | 6,5%   | 6,6%    | 6,0%     | 4,5%    |
| <i>Marża netto</i>             | 4,5%   | 5,4%   | 2,5%    | 3,1%   | 5,1%   | 5,5%   | 10,0%   | 4,9%   | 6,9%   | 5,0%   | 4,2%     | 3,3%    | 4,0%   | 4,2%    | 3,7%     | 2,3%    |
| OCF                            | 1,7    | 4,4    | 7,8     | -0,6   | 3,7    | 3,6    | 4,1     | 1,2    | 3,7    | -1,5   | 7,7      | 2,4     | 0,4    | 3,3     | 6,8      | 7,6     |
| w tym zmiany KON               | -1,1   | 0,3    | 5,4     | -2,7   | -0,5   | 0,3    | -0,9    | 1,1    | -0,1   | -4,4   | 4,1      | -0,9    | -3,3   | -0,8    | 2,8      | 4,1     |
| CAPEX                          | -2,5   | -2,2   | -3,1    | -1,9   | -0,6   | -2,8   | -4,2    | -0,8   | -2,3   | -2,6   | -4,4     | -4,4    | -4,5   | -4,5    | -4,5     | -4,5    |
| FCF                            | -0,7   | 2,2    | 4,7     | -2,5   | 3,1    | 0,8    | -0,1    | 0,4    | 1,4    | -4,1   | 3,3      | -2,0    | -4,0   | -1,1    | 2,3      | 3,1     |
| %kapitalizacji (12m)           | 1,9%   | 2,8%   | 8,6%    | 5,0%   | 10,1%  | 8,2%   | 1,8%    | 5,6%   | 3,3%   | -3,2%  | 1,4%     | -1,9%   | -9,1%  | -5,1%   | -6,5%    | 0,4%    |
| Dywidenda                      | 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     | 0,0      | 0,0     |
| DPS                            | 0,00   | 0,00   | 0,00    | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00    | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00     | 0,00    | 0,00   | 0,00    | 0,00     | 0,00    |
| DY                             | 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%    | 0,0%     | 0,0%    |
| Zadłużenie netto               | 3,6    | 1,5    | 2,8     | 6,0    | 3,1    | 2,2    | 2,3     | -0,2   | -0,7   | 3,4    | 0,6      | 3,0     | 7,5    | 9,2     | 7,3      | 4,7     |
| /EBITDA                        | 1,0    | 0,4    | 1,1     | 2,0    | 0,9    | 0,5    | 0,4     | -0,1   | -0,2   | 0,8    | 0,1      | 0,8     | 1,8    | 2,0     | 1,7      | 1,3     |
| Kurs EUR/PLN                   | 4,30   | 4,28   | 4,32    | 4,28   | 4,32   | 4,51   | 4,44    | 4,50   | 4,55   | 4,53   | 4,57     | 4,58    | 4,58   | 4,59    | 4,58     | 4,61    |
| Kurs USD/PLN                   | 3,79   | 3,81   | 3,89    | 3,87   | 3,92   | 4,09   | 3,79    | 3,78   | 3,77   | 3,76   | 3,89     | 3,89    | 3,89   | 3,90    | 3,88     | 3,89    |
| Cena miedzi -1Q [PLN/t]        | 23 236 | 23 551 | 23 286  | 22 553 | 22 759 | 22 083 | 21 959  | 24 798 | 27 104 | 32 097 | 36 599   | 36 358  | 38 947 | 38 987  | 38 812   | 38 949  |
| Cena srebra -1Q [PLN/t]        | 54,8   | 59,0   | 56,7    | 66,0   | 67,0   | 65,7   | 68,2    | 93,3   | 93,0   | 98,8   | 101,3    | 96,6    | 100,0  | 100,0   | 100,0    | 100,0   |

## Perspektywa 2022+

W 2021 roku oczekujemy bisko 10% r/r wzrostu sprzedaży (mimo braku sprzedanego zakładu Polon) po wzroście o 3,9% r/r w 1H'21 (LFF +5,4% r/r). Przyjmujemy, że do 2023 roku motorem wzrostu sprzedaży powinien być rynek krajowy i niemiecki z uwagi na niską bazę oraz dobre perspektywy w obszarze inwestycji firm w automatykę przemysłową/energetyczną i fotowoltaikę (szczególnie w Polsce). Po 2023 roku oczekujemy wzrostu sprzedaży w eksporcie po oddaniu do użytku nowej inwestycji w przekątniki bistabilne.

Przyjmujemy, że obecnie prowadzone inwestycje będą miały wpływ nie tylko na przychody ale i na marżę, co powinno przełożyć się na wzrost rentowności brutto szczególnie po 2023 roku. Do tego czasu wpływ na marżę mogą mieć wysokie koszty surowcowe, choć spółka pokazała w wynikach za 1H'21, że potrafi je skutecznie przenosić. W 2022-2023 oczekujemy marż brutto na poziomie ok. 18% z perspektywą wzrostu w okolice 19-20% po 2024 roku, kiedy wystąpi skok sprzedaży po oddaniu nowych inwestycji. Podkreślamy, że spółka ma dość wysoką dźwignię operacyjną (koszty pracy i świadczeń stanowią ok. 27% ogółu), a nowe inwestycje nie będą generować istotnego wzrostu zapotrzebowania na pracowników. Z uwagi na relatywnie niskie płace w spółce oczekujemy ich corocznego wzrostu o ok. 5% r/r do 2026 roku (potem +4% r/r), choć w 1H'21 koszty wynagrodzeń wzrosły zaledwie o 1% r/r. Przyjmujemy że docelowo spółka powinna osiągnąć 14-15% marży EBITDA, co nie jest wymagającym poziomem biorąc pod uwagę średnią historyczną (>13%) i prognozowane marże konkurencyjnych firm (ok. 20% EBITDA do 2023 roku).

### Perspektywa ogólna na lata 2021-2030P [mln PLN]

|                                | 2018         | 2019          | 2020         | 2021P        | 2022P        | 2023P        | 2024P        | 2025P        | 2026P        | 2027P        | 2028P        | 2029P        | 2030P        |
|--------------------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody                      | 135,8        | 122,2         | 121,0        | 132,4        | 139,7        | 149,2        | 165,3        | 175,9        | 180,1        | 184,5        | 189,0        | 193,7        | 198,6        |
| kraj                           | 39,8         | 36,1          | 32,9         | 37,2         | 40,1         | 43,0         | 45,1         | 47,4         | 49,8         | 52,3         | 54,9         | 57,6         | 60,5         |
| eksport                        | 95,9         | 86,2          | 88,1         | 95,2         | 99,6         | 106,2        | 120,1        | 128,5        | 130,3        | 132,2        | 134,1        | 136,1        | 138,1        |
| w tym Niemcy                   | 85,7         | 77,9          | 81,6         | 88,4         | 91,7         | 98,3         | 112,2        | 120,6        | 122,4        | 124,3        | 126,2        | 128,1        | 130,1        |
| Zysk brutto na sprzedaży       | 32,5         | 24,7          | 23,9         | 26,2         | 25,7         | 26,4         | 31,5         | 35,0         | 35,6         | 36,7         | 37,8         | 38,9         | 40,1         |
| koszty sprzedaży               | -1,2         | -1,0          | -1,0         | -1,2         | -1,2         | -1,3         | -1,5         | -1,5         | -1,6         | -1,6         | -1,7         | -1,7         | -1,7         |
| koszty zarządu                 | -18,4        | -16,9         | -15,9        | -15,8        | -16,1        | -16,4        | -16,8        | -17,1        | -17,5        | -17,8        | -18,2        | -18,5        | -18,9        |
| Pozostałe przychody operacyjne | 0,9          | 1,1           | 3,9          | 0,2          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Pozostałe koszty operacyjne    | -1,9         | -1,2          | -1,7         | -0,2         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| EBITDA                         | 17,8         | 13,1          | 16,2         | 16,2         | 16,7         | 18,5         | 23,6         | 26,2         | 26,0         | 26,4         | 26,9         | 27,5         | 28,3         |
| EBITDA adj.                    | 18,8         | 13,8          | 14,0         | 16,1         | 16,7         | 18,5         | 23,6         | 26,2         | 26,0         | 26,4         | 26,9         | 27,5         | 28,3         |
| EBIT                           | 11,9         | 6,7           | 9,2          | 9,3          | 8,3          | 8,6          | 13,3         | 16,3         | 16,6         | 17,2         | 18,0         | 18,7         | 19,5         |
| przychody finansowe            | 0,3          | 0,3           | 1,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| koszty finansowe               | -0,1         | -0,5          | -0,1         | -1,2         | -2,0         | -1,1         | -1,0         | -0,7         | -0,4         | -0,4         | -0,3         | -0,2         | 0,0          |
| Zysk brutto ze sprzedaży       | 12,1         | 6,4           | 10,1         | 8,1          | 6,3          | 7,6          | 12,3         | 15,6         | 16,1         | 16,9         | 17,7         | 18,5         | 19,5         |
| podatek                        | -2,6         | -1,5          | -2,1         | -1,7         | -1,3         | -1,6         | -2,6         | -3,3         | -3,4         | -3,5         | -3,7         | -3,9         | -4,1         |
| udziały mniejszości            | 0,3          | 0,1           | 0,1          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Zysk netto                     | 9,2          | 4,9           | 7,7          | 6,4          | 5,0          | 6,0          | 9,7          | 12,3         | 12,7         | 13,3         | 14,0         | 14,6         | 15,4         |
| <i>Dynamika przychodów</i>     | <i>10,0%</i> | <i>-10,0%</i> | <i>-1,0%</i> | <i>9,4%</i>  | <i>5,5%</i>  | <i>6,8%</i>  | <i>10,8%</i> | <i>6,4%</i>  | <i>2,4%</i>  | <i>2,4%</i>  | <i>2,5%</i>  | <i>2,5%</i>  | <i>2,5%</i>  |
| <i>kraj</i>                    | <i>10,7%</i> | <i>-9,4%</i>  | <i>-8,8%</i> | <i>13,2%</i> | <i>7,7%</i>  | <i>7,3%</i>  | <i>5,0%</i>  | <i>5,0%</i>  | <i>5,0%</i>  | <i>5,0%</i>  | <i>5,0%</i>  | <i>5,0%</i>  | <i>5,0%</i>  |
| <i>eksport</i>                 | <i>9,7%</i>  | <i>-10,2%</i> | <i>2,2%</i>  | <i>8,0%</i>  | <i>4,7%</i>  | <i>6,6%</i>  | <i>13,1%</i> | <i>7,0%</i>  | <i>1,4%</i>  | <i>1,4%</i>  | <i>1,4%</i>  | <i>1,5%</i>  | <i>1,5%</i>  |
| <i>w tym Niemcy</i>            | <i>17,3%</i> | <i>-5,8%</i>  | <i>9,1%</i>  | <i>12,6%</i> | <i>9,1%</i>  | <i>10,4%</i> | <i>20,0%</i> | <i>10,0%</i> | <i>2,0%</i>  | <i>2,0%</i>  | <i>2,0%</i>  | <i>2,0%</i>  | <i>2,0%</i>  |
| <i>Dynamika EBITDA adj.</i>    | <i>27,3%</i> | <i>-26,9%</i> | <i>2,0%</i>  | <i>15,0%</i> | <i>3,3%</i>  | <i>10,8%</i> | <i>27,8%</i> | <i>10,9%</i> | <i>-0,5%</i> | <i>1,5%</i>  | <i>1,9%</i>  | <i>2,3%</i>  | <i>2,6%</i>  |
| <i>Marża zysku brutto</i>      | <i>23,9%</i> | <i>20,2%</i>  | <i>19,8%</i> | <i>19,8%</i> | <i>18,4%</i> | <i>17,7%</i> | <i>19,1%</i> | <i>19,9%</i> | <i>19,8%</i> | <i>19,9%</i> | <i>20,0%</i> | <i>20,1%</i> | <i>20,2%</i> |
| <i>Marża EBITDA</i>            | <i>13,1%</i> | <i>10,7%</i>  | <i>13,4%</i> | <i>12,2%</i> | <i>11,9%</i> | <i>12,4%</i> | <i>14,3%</i> | <i>14,9%</i> | <i>14,4%</i> | <i>14,3%</i> | <i>14,2%</i> | <i>14,2%</i> | <i>14,2%</i> |
| <i>Marża EBITDA adj.</i>       | <i>13,9%</i> | <i>11,3%</i>  | <i>11,6%</i> | <i>12,2%</i> | <i>11,9%</i> | <i>12,4%</i> | <i>14,3%</i> | <i>14,9%</i> | <i>14,4%</i> | <i>14,3%</i> | <i>14,2%</i> | <i>14,2%</i> | <i>14,2%</i> |
| <i>Marża EBIT</i>              | <i>8,8%</i>  | <i>5,4%</i>   | <i>7,6%</i>  | <i>7,0%</i>  | <i>5,9%</i>  | <i>5,8%</i>  | <i>8,0%</i>  | <i>9,3%</i>  | <i>9,2%</i>  | <i>9,3%</i>  | <i>9,5%</i>  | <i>9,7%</i>  | <i>9,8%</i>  |
| <i>Marża netto</i>             | <i>6,8%</i>  | <i>4,0%</i>   | <i>6,4%</i>  | <i>4,9%</i>  | <i>3,6%</i>  | <i>4,0%</i>  | <i>5,9%</i>  | <i>7,0%</i>  | <i>7,1%</i>  | <i>7,2%</i>  | <i>7,4%</i>  | <i>7,5%</i>  | <i>7,8%</i>  |
| OCF                            | 11,7         | 13,4          | 12,6         | 12,2         | 18,2         | 13,5         | 15,3         | 19,1         | 21,1         | 21,3         | 21,6         | 22,0         | 22,4         |
| w tym zmiany KON               | -4,9         | 1,9           | 0,1          | -1,4         | 2,9          | -3,4         | -5,7         | -3,8         | -1,5         | -1,6         | -1,6         | -1,7         | -1,7         |
| CAPEX                          | -7,6         | -10,1         | -8,3         | -13,7        | -17,9        | -18,5        | -7,2         | -7,4         | -7,6         | -7,8         | -8,0         | -8,2         | -8,4         |
| FCF                            | 4,1          | 3,3           | 4,2          | -1,4         | 0,3          | -5,0         | 8,1          | 11,7         | 13,5         | 13,5         | 13,6         | 13,8         | 14,0         |
| %kapitałizacji (12m)           | 5,5%         | 4,4%          | 5,6%         | -1,9%        | 0,4%         | -6,7%        | 10,8%        | 15,6%        | 18,0%        | 18,0%        | 18,1%        | 18,4%        | 18,7%        |
| Dywidenda                      | 3,8          | 4,0           | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 3,8          | 3,8          | 5,8          | 7,7          | 9,6          | 12,7         | 13,3         | 14,0         |
| DPS                            | 0,40         | 0,42          | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,40         | 0,40         | 0,60         | 0,80         | 1,00         | 1,33         | 1,39         | 1,45         |
| DY                             | 5,1%         | 5,4%          | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 5,1%         | 5,1%         | 7,7%         | 10,3%        | 12,8%        | 17,0%        | 17,8%        | 18,6%        |
| Zadłużenie netto               | 2,8          | 6,0           | -0,2         | 3,0          | 4,7          | 14,6         | 11,4         | 6,2          | 0,8          | -2,8         | -3,3         | -3,6         | -3,6         |
| /EBITDA                        | 0,2          | 0,5           | 0,0          | 0,2          | 0,3          | 0,8          | 0,5          | 0,2          | 0,0          | -0,1         | -0,1         | -0,1         | -0,1         |
| Kurs EUR/PLN                   | 4,26         | 4,30          | 4,44         | 4,55         | 4,59         | 4,61         | 4,61         | 4,61         | 4,61         | 4,61         | 4,61         | 4,61         | 4,61         |
| Kurs USD/PLN                   | 3,61         | 3,84          | 3,90         | 3,83         | 3,89         | 3,85         | 3,79         | 3,73         | 3,73         | 3,73         | 3,73         | 3,73         | 3,73         |
| Cena miedzi -1Q [PLN/t]        | 23 832       | 23 157        | 22 899       | 33 040       | 38 924       | 38 476       | 37 873       | 37 287       | 37 287       | 37 287       | 37 287       | 37 287       | 37 287       |
| Cena srebra -1Q [PLN/t]        | 57,9         | 59,1          | 73,5         | 97,4         | 100,0        | 100,0        | 100,0        | 100,0        | 100,0        | 100,0        | 100,0        | 100,0        | 100,0        |

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

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**

**Krystian Brymora**

Dyrektor Wydziału  
tel. (+48) 501 238 443  
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl  
strategia, chemia, przemysł, energetyka

**Michał Fidelus**

Analitik rynku akcji  
tel. (+48) 666 073 972  
e-mail: michal.fidelus@bdm.pl  
banki, finanse

**Adrian Górniak**

Analitik rynku akcji  
tel. (+48) 668 516 977  
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl  
deweloperzy, handel, media

**Krzysztof Tkocz**

Młodszy analitik rynku akcji  
tel. (+48) 516 086 705  
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl  
gry komputerowe

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**

**Leszek Mackiewicz**

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

**Tomasz Ilczyszyn**

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

**Maciej Fink-Finowicki**

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

**Historia rekomendacji na temat spółki:**

| zalecenie | cena docelowa | poprzednia rekomendacja | poprzednia cena docelowa | data        | godzina publikacji | kurs | WIG      |
|-----------|---------------|-------------------------|--------------------------|-------------|--------------------|------|----------|
| Kupuj     | 16,5          | ---                     | ---                      | 30.08.2021* | 07:00 CEST         | 7,80 | 69 774,9 |

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

**Objaśnienia używanej terminologii:**

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

**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 3Q'21*: |        |     | , 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                                                      | 5      | 83% | 0                                                                                                                                                             | 0% |
| Akumuluj                                                   | 1      | 17% | 0                                                                                                                                                             | 0% |
| Trzymaj                                                    | 0      | 0%  | 0                                                                                                                                                             | 0% |
| Redukuj                                                    | 0      | 0%  | 0                                                                                                                                                             | 0% |
| Sprzedaj                                                   | 0      | 0%  | 0                                                                                                                                                             | 0% |

\* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie emitentów dla których BDM świadczył usługi firm inwestycyjnych określone w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie [www.bdm.pl](http://www.bdm.pl).

**Nota prawna:**

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) 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.

Niniejszy raport 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>

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

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. 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 na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiejkolwiek 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 uwzględnił indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednio 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.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

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 uwzględnić, 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 dodatknej 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 dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa dnia 30.08.2021 roku (07:00 CEST). Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyceniane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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 nieadekwatne, 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.

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.

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.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu 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 tych wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 27.08.2021 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że nie 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 jakiejkolwiek 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 jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
  - Nie 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 jakiejkolwiek 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.
- 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 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.