



Dom Maklerski BDM S.A.

## SELENA FM

### RAPORT ANALITYCZNY

Selena FM, pomimo słabszego r/r 3Q'24 (bardzo wymagająca baza) i wymagającego otoczenia sprzedażowego, ma za sobą udany okres 1-3Q'24 (wzrost EBITDA o 21% r/r). Oczyszczone wyniki 4Q'24 powinny naszym zdaniem potwierdzić sprzyjające trendy na marżowości. Oceniamy, że rynek chemii budowlanej, po 2-3 latach stagnacji, jest obecnie raczej bliżej niż dalej wejścia fazę odbicia. Sprzyjać powinny obniżki stóp procentowych w strefie euro, wzrost wykorzystania środków z Funduszu Spójności/KPO czy powrót naturalnego cyklu remontowego. Sprzyjające w dłuższym terminie powinny być także nakłady na wzrost efektywności energetycznej budynków (uważamy, że trend ten nie zostanie zahamowany, mimo zawirowań politycznych). Zwracamy uwagę, że w ostatnich latach spółka zaczęła w końcu dzielić się w istotnym stopniu gotówką z akcjonariuszami mniejszościowymi (DY=4-5% przez ostatnie 2 lata). Ze strony ryzyk spółka nadal ma pozycję przychodową na rynku rosyjskim (dystrybucja w oparciu o lokalny sourcing). Spółka wyceniana jest wg naszych prognoz na EV/EBITDA'25=4,5x (4,2x po skorygowaniu o pożyczki dla głównego akcjonariusza). Cenę docelową ustalamy na poziomie 38,9 PLN, co implikuje zalecenie Kupuj (poprzednio Akumuluj).

#### Wyniki za ostatnie okresy

W 1-3Q'24 spółka osiągnęła 1,36 mld PLN przychodów (+0% r/r), 156 mln PLN EBITDA (+21% r/r) oraz 69 mln PLN zysku netto (+12% r/r). W samym 3Q'24 spółka miała 483 mln PLN sprzedaży (-2% r/r) oraz 63 mln EBITDA (-22% r/r). Marża brutto ze sprzedaży w 1-3Q'24 była na bardzo dobrym poziomie 34,2% (najwyżej od 1-3Q'20), natomiast w samym 3Q'24 było to 34,3% (-2,1 pp, 3Q'23 był rekordowy w ostatnich latach). Dług netto po 3Q'24 wynosił 201 mln PLN (dn/EBITDA=1,1x; 162 mln PLN po skorygowaniu o pożyczki dla głównego akcjonariusza)

#### Segmenty

Sprzedaż chemii budowlanej odpowiada obecnie za 78% przychodów spółki, a chemii izolacyjnej za 19%. 1-3Q'24 sprzedaż zewnętrzna polskich spółek grupy spadła o 1% r/r (34% udziału w przychodach). Przychody w Europie Zach. wzrosły o 7% r/r (25% udziału) a w Europie Wsch. i Azji (Kazachstan, Rosja i Turcja) wzrosły o 1% r/r (27% udziału). Sprzedaż w obu Amerykach spadła o -15% r/r (6% udział) w na pozostałych rynkach (m.in. CEE) o -5% r/r (8% udział).

#### Otoczenie rynkowe

Przy lekkiej presji cenowej na rynku chemii budowlanej w Polsce, otoczenie kosztowe jest obecnie bardzo sprzyjające dla Seleny (ceny MDI i polioli na poziomach z 2020-21 roku). Rynek chemii budowlanej pozostawał w 2024 roku kolejny rok w stagnacji, podobnie jak cały rynek materiałów budowlanych w Europie, odczuwając z jednej strony relatywnie niski poziom aktywności w nowym budownictwie kubaturowym, a z drugiej ostrożność w wydatkach remontowych konsumentów. Oceniamy, że rynek jest obecnie raczej bliżej niż dalej wejścia fazę odbicia. Sprzyjać powinny obniżki stóp procentowych w strefie euro, wzrost wykorzystania środków z Funduszu Spójności/KPO czy powrót naturalnego cyklu remontowego (zaburzony przez „popyt covidowy”). Sprzyjające w dłuższym terminie dla rynku chemii budowlanej powinny być także potencjalne nakłady związane z wdrażaniem dyrektywy EPBD z 2024. Dostrzegamy ryzyko, że ostatnie globalne trendy polityczne mogą wpłynąć na pewne „złuzowanie” w temacie polityki klimatyczno-energetycznej w UE, jednak raczej nie powinno to mieć wpływu na naturalne dążenie do wzrostu efektywności energetycznej budynków.

#### Prognozy wyników, wskaźniki

4Q jest sezonowo najsłabszym okresem roku, spodziewamy się jednocześnie wyraźnej poprawy rentowności r/r (EBITDA skoryg. w 4Q'24 prognozujemy na 18 mln PLN vs 0 mln PLN rok temu – wynik raportowany był wtedy wsparty przez odszkodowanie za chińską fabrykę). W całym 2024 zakładamy 1,78 mld PLN przychodów, 174 mln PLN EBITDA (10% marży) oraz 67 mln PLN zysku netto. W 2025 roku spodziewamy się odpowiednio 1,83 mld PLN oraz 179 / 91 mln PLN. Liczymy na początek stopniowej odbudowy wolumenów, które przez ostatnie 2-3 lata były pod presją. Mnożniki rynkowe (EV/EBITDA'24=4,9x, '25=4,5x), pozostają wyraźnie poniżej krajowych i zagranicznych spółek z branży materiałów budowlanych i obecnie są mniej więcej na poziomie 10-letniej mediany dla spółki zarówno historycznie jak i wyprzedzająco. Nadal utrzymywana ekspozycja na rynek rosyjski (lokalna dystrybucja) rodzi ryzyko po stronie kapitału obrotowego. Jednocześnie w przypadku deeskalacji działań wojennych w Ukrainie spółka może być beneficjentem takiego scenariusza. Spółka podtrzymuje zainteresowanie akwizycjami. Jednocześnie zakładamy, że spółka nie będzie zwiększać ekspozycji na inwestycji w obszarze OZE.

	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	1 963,3	1 778,4	1 779,9	1 827,8	1 950,9	2 056,6
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	590,7	550,1	595,2	613,3	655,9	692,4
Wynik na sprzedaży [mln PLN]	137,8	89,9	130,4	136,0	147,0	156,6
EBITDA [mln PLN]	199,2	148,5	173,9	178,6	190,1	200,1
EBIT [mln PLN]	153,6	108,1	130,4	133,5	144,5	154,1
Wynik brutto [mln PLN]	134,2	55,3	88,0	114,3	130,1	141,1
Wynik netto [mln PLN]	112,1	50,1	67,0	91,2	103,8	112,6
Dług netto [mln PLN]	34,2	161,9	151,3	100,9	47,9	-7,6
P/BV*	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7
P/E*	6,2	13,9	10,4	7,6	6,7	6,2
EV/EBITDA*	3,7	5,8	4,9	4,5	3,9	3,4
EV/EBIT*	4,8	7,9	6,5	6,0	5,2	4,5

\*liczba akcji skorygowana o akcje własne

## KUPUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 38,9 PLN

03 LUTY 2025, 08:00 CEST

Wycena DCF [PLN]	36,5
Wycena porównawcza [PLN]	48,6
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>38,9</b>
<b>Potencjał do wzrostu / spadku</b>	<b>20,9%</b>
Koszt kapitału	15,4%
Cena rynkowa [PLN]	32,20
Kapitalizacja [mln PLN]	735,3
Ilość akcji [mln. szt.]*	22,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	41,6
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	27,7
Stopa zwrotu za 3 mc	-5,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	-17,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	-4,2%
Struktura akcjonariatu:	
Domarecki Krzysztof	78,0%
Allianz OFE	6,7%
Akcje własne	5,2%
Pozostali	10,1%

\*łącznie z akcjami własnymi

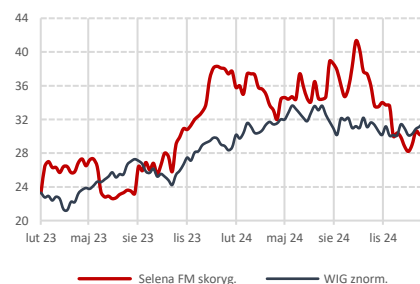
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-32

Dom Maklerski BDM S.A.

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



**SPIS TREŚCI:**

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE .....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE .....	4
WYCENA DCF .....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA .....	5
AKTUALNE OTOCZENIE MAKRO ORAZ SUROWCE.....	6
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY .....	11
DANE FINANSOWE .....	18

**WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE**

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
P/E	6,8	6,2	13,9	10,4	7,6	6,7	6,2
P/BV	1,2	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	6,1	3,7	5,8	4,9	4,5	3,9	3,4
EV/EBIT	9,0	4,8	7,9	6,5	6,0	5,2	4,5
EV/S	0,5	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3
BVPS	27,8	33,0	32,3	33,8	36,6	39,9	43,1
EPS	4,7	5,2	2,3	3,1	4,2	4,8	5,2
DPS (w danym roku)	0,0	0,0	1,4	1,5	1,5	1,5	1,9
Payout ratio	0%	0%	27%	65%	48%	36%	40%

Wyniki roczne [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Przychody</b>	<b>1 728</b>	<b>1 963</b>	<b>1 778</b>	<b>1 780</b>	<b>1 828</b>	<b>1 951</b>	<b>2 057</b>
Jednostka dominująca	213	208	213	182	188	204	218
Produkcja w Polsce	5	8	10	83	90	98	104
Dystrybucja w Polsce	389	401	364	317	324	351	375
Europa Zachodnia	368	416	426	451	469	509	543
Europa Wschodnia i Azja	442	550	483	484	476	482	488
Ameryka Pn. i Pld	126	169	122	107	118	131	140
Pozostałe	185	211	161	155	162	175	187
Korekty	0	0	0	0	0	0	0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>480</b>	<b>591</b>	<b>550</b>	<b>595</b>	<b>613</b>	<b>656</b>	<b>692</b>
SG&A	396	453	460	465	477	509	536
PPO/PKO	9	16	18	0	-3	-3	-3
<b>EBITDA</b>	<b>137</b>	<b>199</b>	<b>149</b>	<b>174</b>	<b>179</b>	<b>190</b>	<b>200</b>
EBIT	93	154	108	130	133	144	154
Zysk brutto	88	134	55	88	114	130	141
<b>Zysk netto</b>	<b>103</b>	<b>112</b>	<b>50</b>	<b>67</b>	<b>91</b>	<b>104</b>	<b>113</b>
<b>Dług netto</b>	<b>139</b>	<b>34</b>	<b>162</b>	<b>151</b>	<b>101</b>	<b>48</b>	<b>-8</b>

Wskaźniki	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	25%	14%	-9%	0%	3%	7%	5%
EBITDA zmiana r/r	-17%	46%	-25%	17%	3%	6%	5%
Zysk netto zmiana r/r	35%	9%	-55%	34%	36%	14%	8%
Marża brutto na sprzedaży	27,8%	30,1%	30,9%	33,4%	33,6%	33,6%	33,7%
Marża EBITDA	7,9%	10,1%	8,4%	9,8%	9,8%	9,7%	9,7%
Marża netto	5,9%	5,7%	2,8%	3,8%	5,0%	5,3%	5,5%
ROE	17,1%	15,7%	7,2%	9,1%	11,5%	12,0%	12,1%
ROA	9,3%	9,6%	3,9%	5,2%	6,8%	7,3%	7,5%

Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>368</b>	<b>407</b>	<b>597</b>	<b>646</b>	<b>648</b>	<b>649</b>	<b>650</b>
WNIp	39	37	52	52	52	52	53
Rzeczowe aktywa trwałe	261	288	394	422	423	424	425
Pozostałe aktywa trwałe	68	83	151	173	173	173	173
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>740</b>	<b>764</b>	<b>689</b>	<b>651</b>	<b>698</b>	<b>776</b>	<b>850</b>
Zapasy	280	262	203	189	192	210	224
Należności krótkoterminowe	364	343	400	388	398	425	448
Środki pieniężne	39	100	76	63	96	130	166
Pozostałe aktywa obrotowe	57	58	10	11	11	11	11
<b>Aktywa razem</b>	<b>1 109</b>	<b>1 171</b>	<b>1 286</b>	<b>1 298</b>	<b>1 346</b>	<b>1 425</b>	<b>1 500</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>601</b>	<b>715</b>	<b>698</b>	<b>732</b>	<b>791</b>	<b>862</b>	<b>934</b>
Udziały mniejszości	1	3	3	3	4	4	4
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>507</b>	<b>453</b>	<b>585</b>	<b>562</b>	<b>551</b>	<b>559</b>	<b>562</b>
Rezerwy na zobowiązania	30	13	18	18	18	18	18
Oprocentowane zobowiązania	178	135	238	214	197	178	159
Zobowiązania pozostałe	299	306	329	329	336	363	385
<b>Pasywa razem</b>	<b>1 109</b>	<b>1 171</b>	<b>1 286</b>	<b>1 298</b>	<b>1 346</b>	<b>1 425</b>	<b>1 500</b>
<b>Dług netto</b>	<b>139</b>	<b>34</b>	<b>162</b>	<b>151</b>	<b>101</b>	<b>48</b>	<b>-8</b>
Dług netto / Kapitał własny	0,2	0,0	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0
Dług netto / EBITDA	1,0	0,2	1,1	0,9	0,6	0,3	0,0

Rachunek przepływu [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
CFO	-30	190	84	156	145	144	153
CFI	-36	-38	-117	-91	-44	-42	-40
CFF	49	-91	7	-79	-68	-69	-76
- w tym dywidenda	0	0	30	32	32	32	42
Przepływy pieniężne netto	-17	61	-26	-13	33	34	37
CAPEX / Amortyzacja	74%	82%	144%	163%	104%	103%	102%

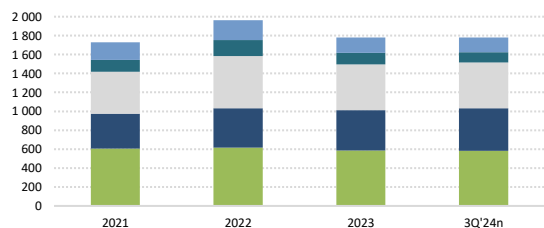
**SELENA FM**

<b>Rekomendacja</b>	<b>Kupuj</b>	<b>www:</b> <a href="http://www.selena.com/pl/">www.selena.com/pl/</a>
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>38,9</b>	
<b>Potencjał</b>	<b>20,9%</b>	<b>daty najbliższych raportów:</b>
Cena rynkowa [PLN]	32,2	4Q'24: 17 kwi
Ilość akcji [mln. szt.]	22,8	1Q'25: 29 maj
Kapitalizacja [mln PLN]	735	

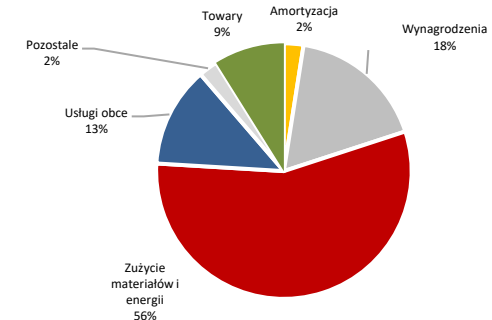
Wyniki Q [mln PLN]	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24P
<b>Przychody</b>	<b>492</b>	<b>422</b>	<b>400</b>	<b>474</b>	<b>483</b>	<b>422</b>
Jednostka dominująca	62	50	39	51	52	40
Produkcja w Polsce	3	2	14	24	27	18
Dystrybucja w Polsce	112	73	75	80	95	67
Europa Zachodnia	98	111	121	113	104	113
Europa Wschodnia i Azja	143	121	88	135	143	118
Ameryka Pn. i Pld	32	27	28	28	25	26
Pozostałe	41	39	34	43	38	40
Korekty	0	0	0	0	0	0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>179</b>	<b>112</b>	<b>135</b>	<b>163</b>	<b>166</b>	<b>131</b>
SG&A	109	123	107	120	114	124
PPO/PKO	1	19	-1	1	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>81</b>	<b>19</b>	<b>38</b>	<b>55</b>	<b>63</b>	<b>18</b>
EBIT	71	8	28	44	52	7
Zysk brutto	70	-17	25	33	33	-3
<b>Zysk netto</b>	<b>55</b>	<b>-12</b>	<b>19</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>-2</b>
<b>Dług netto</b>	<b>143</b>	<b>162</b>	<b>204</b>	<b>247</b>	<b>201</b>	<b>151</b>

Wskaźniki	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24P
Przychody zmiana r/r	-13,6%	-10,9%	-2,9%	4,8%	-1,7%	0,1%
EBITDA zmiana r/r	1,7%	-56,4%	283,0%	42,1%	-22,1%	-6,3%
Zysk netto zmiana r/r	18,2%	-	-	111,1%	-54,6%	-81,5%
Marża brutto na sprzedaży	36,5%	26,6%	33,8%	34,4%	34,3%	31,0%
Marża EBITDA	16,4%	4,6%	9,5%	11,6%	13,0%	4,3%
Marża netto	11,2%	-2,8%	4,8%	5,3%	5,2%	-0,5%

Przychody [mln PLN]



Struktura kosztów za ostatnio rok obrotowy



## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Selena FM opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2025 – 2027 dała wartość 1 akcji na poziomie 48,6 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2025-2034 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 36,5 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 80% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 20% dla wyceny porównawczej (brak spółki bliskiej w 100% porównywalności do Seleny FM). Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników krajowych producentów materiałów budowlanych (waga 100% w wycenie porównawczej). Prezentujemy także wycenę według wskaźników zagranicznych producentów chemii budowlanej (ale jej waga w końcowej wycenie to obecnie 0%, m.in. ze względu na wyraźnie niższe poziomy rentowności EBITDA czy ROE dla Seleny FM vs podmioty zagraniczne). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 38,9 PLN.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	36,5
Wycena metodą porównawczą, w tym:	20%	48,6
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	100%	48,6
- wycena do zagranicznych producentów chemii budowlanej	0%	56,5
<b>Wycena 1 akcji Selena FM [PLN]</b>		<b>38,9</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,8%), premii za ryzyko rynkowe (8,0%) oraz współczynnika beta = 1,2.

### Główne założenia modelu:

- W 2024 roku spodziewamy się skonsolidowanych przychodów grupy na poziomie 1,78 mld PLN (+0% r/r), a 2025 roku estymujemy wzrost do 1,83 mld PLN (+3% r/r). W średnim terminie zakładamy wzrost do >2,0 mld PLN. Nie uwzględniamy w modelu potencjalnych transakcji M&A.
- Koszty zużycia materiałów i energii stanowią około 3/5 kosztów rodzajowych. Z tego szacujemy, że większość stanowią „zmiennie” koszty surowców, oparte w mniejszym lub większym stopniu o ceny ropy (m.in. pochodne benzenu i propylenu). Marże spółka na przestrzeni lat były bardzo zmiennie – najwyższe rentowności notowano w latach 2009, 2015-16, 2020 i 2024P (32-34%), kiedy zazwyczaj ceny ropy ulegały istotnym spadkom. Najniższe poziomy (27-28%) notowano natomiast w sytuacjach ich skokowego odbicia (2011-12, 2021).
- Zakładamy, że rentowność brutto ze sprzedaży w kolejnych latach będzie na poziomie ok 33-34%. Spodziewamy się dalszej konwersji gamy produktowej w kierunku wyżej marżowych wyrobów. Przestrzeń do organicznej poprawy marży brutto ze sprzedaży istnieje m.in. dzięki lepszym recepturom produktów, wyższej efektywności procesów produkcyjnych czy poprawie wyników w zakładach produkcyjnych o niepełnym wykorzystaniu mocy. Bazę dla cen surowców w długim terminie stanowi w naszym modelu krzywa terminowa cen ropy Brent.
- Estymujemy, że rentowność EBITDA wyniesie 9,8% w 2024 roku a w kolejnych latach będzie utrzymywać się w okolicy tego poziomu.
- Przyjmujemy CAPEX w dłuższym horyzoncie na poziomie zbliżonym do amortyzacji (spółka ma obecnie nadal wolne moce produkcyjne, głównie w Europie, w samym 2024 roku spółka miała relatywnie wysoki CAPEX w związku z finalizacją projektu farmy PV oraz projektem JV na Węgrzech). W modelu nie uwzględniamy ewentualnego dalszego rozwoju obszaru związanego inwestycjami w OZE.
- Efektywną stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 20,0%.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 2,0%.
- Dług netto przyjęto na prognozowanym poziomie z końca 2024 roku. W modelu uwzględniamy rolowanie pożyczek udzielonych głównemu akcjonariuszowi (stan na poziomie 39 mln PLN wg raportu okresowego za 3Q'24 – natomiast ostatni komunikat bieżący dotyczył pożyczki w kwocie 40 mln PLN, która była przedłużana pod koniec 2023 do stycznia 2025). Wartość pożyczek uwzględniamy w osobnej pozycji w modelu DCF.
- Do obliczeń przyjęliśmy liczbę akcji skorygowaną o akcje własne (22,8 mln – 1,2 mln), a końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 3 lutego 2025 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 790,5 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 36,5 PLN.

**Model DCF**

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 827,8	1 950,9	2 056,6	2 132,8	2 211,6	2 292,8	2 361,9	2 422,1	2 473,1	2 516,2
EBIT [mln PLN]	133,5	144,5	154,1	161,3	168,7	176,4	183,2	189,2	194,4	198,9
Stopa podatkowa	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	26,7	28,9	30,8	32,3	33,7	35,3	36,6	37,8	38,9	39,8
NOPLAT [mln PLN]	106,8	115,6	123,3	129,0	135,0	141,1	146,5	151,3	155,5	159,1
Amortyzacja [mln PLN]	45,1	45,6	46,0	46,3	46,5	46,7	46,9	47,0	47,1	47,2
CAPEX [mln PLN]	-46,8	-46,8	-46,8	-46,9	-46,9	-47,0	-47,0	-47,1	-47,1	-47,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]*	-7,4	-17,0	-16,2	-11,6	-12,0	-12,3	-10,5	-9,1	-7,7	-6,5
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	97,6	97,4	106,2	116,8	122,6	128,5	135,9	142,1	147,7	152,6
DFCF [mln PLN]	86,7	75,7	72,2	69,3	63,4	57,9	53,2	48,4	43,6	39,0
Suma DFCF [mln PLN]	609,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1 161,7									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	297,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]	906,3									
Dług netto 2024P [mln PLN]	151,3									
Pożyczki do gł. akcjonariusza [mln PLN]	38,9									
Udział mniejszości [mln PLN]	3,4									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>790,5</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	21,6									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>36,5</b>									

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

Przychody zmiana r/r	2,7%	6,7%	5,4%	3,7%	3,7%	3,7%	3,0%	2,6%	2,1%	1,7%
EBIT zmiana r/r	2,4%	8,2%	6,7%	4,6%	4,6%	4,6%	3,8%	3,3%	2,8%	2,3%
FCF zmiana r/r	70,1%	-0,3%	9,1%	9,9%	5,0%	4,9%	5,7%	4,6%	4,0%	3,3%
Marża EBITDA	9,8%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,8%	9,8%
Marża EBIT	7,3%	7,4%	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%	7,8%	7,8%	7,9%	7,9%
Marża NOPLAT	5,8%	5,9%	6,0%	6,0%	6,1%	6,2%	6,2%	6,2%	6,3%	6,3%
CAPEX / Przychody	2,6%	2,4%	2,3%	2,2%	2,1%	2,0%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%
CAPEX / Amortyzacja	103,9%	102,6%	101,9%	101,3%	100,9%	100,6%	100,4%	100,2%	100,1%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	0,4%	0,9%	0,8%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	15,4%	13,8%	15,3%	15,3%	15,2%	15,2%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \*uwzględnia zrealizowane różnice kursowe

**Kalkulacja WACC**

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Stopa wolna od ryzyka	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%
Premia za ryzyko	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%
Udział kapitału własnego	85,4%	87,5%	89,4%	91,1%	92,7%	94,2%	95,5%	97,0%	98,8%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Udział kapitału obcego	14,6%	12,5%	10,6%	8,9%	7,3%	5,8%	4,5%	3,0%	1,2%	0,0%
WACC	14,0%	14,2%	14,4%	14,5%	14,7%	14,8%	15,0%	15,1%	15,3%	15,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF**

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				Beta					
	1,0	1,00%	2,00%		3,00%	6,0%	1,00%		2,00%	3,00%	6,0%	1,1	1,2	1,3
beta	1,1	38,0	39,2	40,7	Premia za ryzyko	7,0%	39,3	40,7	42,4	Premia za ryzyko	7,0%	43,6	40,7	38,2
	1,2	35,5	36,5	37,8		8,0%	35,5	36,5	37,8		8,0%	39,2	36,5	34,1
	1,3	33,2	34,1	35,2		9,0%	32,2	33,0	34,0		9,0%	35,6	33,0	30,8
	1,4	31,2	32,0	32,9		10,0%	29,4	30,1	30,8		10,0%	32,5	30,1	27,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników krajowych producentów materiałów budowlanych (waga 100% w wycenie porównawczej). Dla celów porównawczych prezentujemy także hipotetyczną wycenę dla wskaźniki zagranicznych producentów chemii budowlanej (waga 0% w końcowej wycenie, m.in. ze względu na wyraźnie niższe poziomy rentowności EBITDA czy ROE dla Seleny FM vs podmioty zagraniczne). Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (po 33% dla każdego okresu). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 48,6 PLN/akcję.

### Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Wycena
<b>Wycena metodą porównawczą, w tym:</b>		<b>48,6</b>
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	100%	48,6
- wycena do zagranicznych producentów chemii budowlanej	0%	56,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Wycena porównawcza do krajowych producentów materiałów budowlanych

	P/E			EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Decora	9,2	9,1	9,1	6,1	5,8	5,6
Ferro	10,1	9,3	8,8	6,8	6,2	5,8
Śnieżka	14,6	12,9	11,2	8,4	7,5	6,7
<b>Mediana</b>	<b>10,1</b>	<b>9,3</b>	<b>9,1</b>	<b>6,8</b>	<b>6,2</b>	<b>5,8</b>
Selena FM	7,6	6,7	6,2	4,5	3,9	3,4
Premia/dyskonto dla Seleny FM	-24%	-27%	-32%	-34%	-36%	-41%
Wycena wg wskaźnika	42,6	44,4	47,1	51,3	51,9	54,3
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>44,7</b>			<b>52,5</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>48,6</b>					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

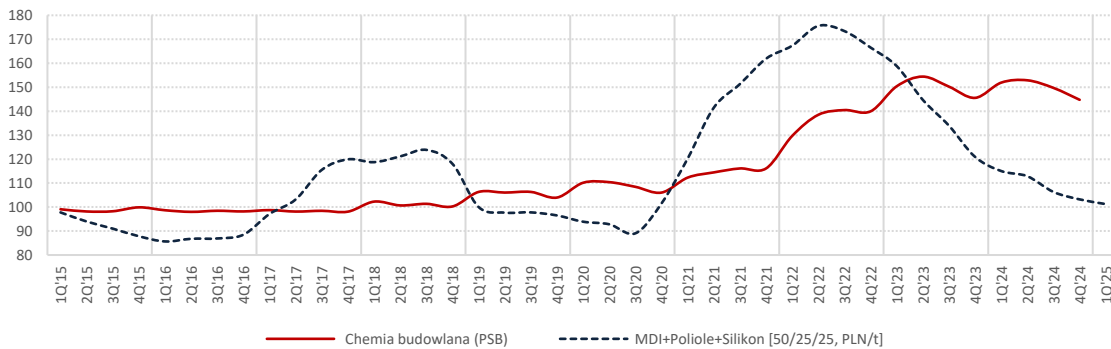
### Wycena porównawcza do zagranicznych producentów chemii budowlanej

	P/E			EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
H.B. Fuller	11,8	11,5	11,1	7,2	6,4	6,2
Henkel	14,8	13,9	13,0	8,5	7,8	7,5
Saint Gobain	13,1	12,0	11,6	7,0	6,4	6,0
Owens Corning	11,7	11,1	10,0	7,2	6,8	8,0
Sika	28,0	24,8	22,4	17,1	15,3	14,3
Sto	14,4	12,4	12,1	4,2	3,9	3,7
<b>Mediana</b>	<b>10,1</b>	<b>9,6</b>	<b>9,3</b>	<b>4,9</b>	<b>4,7</b>	<b>4,5</b>
Selena FM	7,6	6,7	6,2	4,5	3,9	3,4
Premia/dyskonto dla Seleny FM	-42%	-44%	-46%	-38%	-39%	-44%
Wycena wg wskaźnika	55,3	57,8	60,2	54,4	54,2	57,2
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>57,8</b>			<b>55,3</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>56,5</b>					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

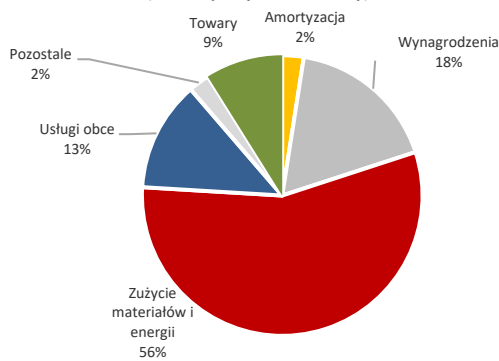
## AKTUALNE OTOCZENIE MAKRO ORAZ SUROWCE

Indeks cen chemii budowlanej w Polsce vs indeks cen bazowych surowców



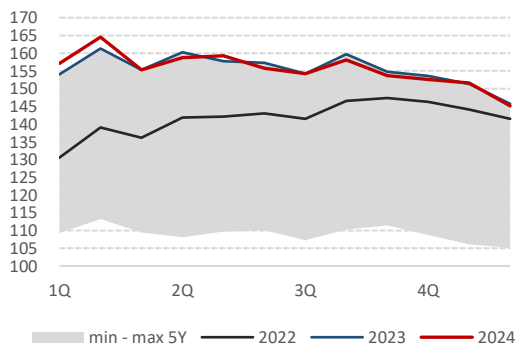
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., 100 = 4Q'14, ceny przeliczone na PLN

Struktura kosztów (ostatni pełny rok obrotowy)



Źródło: BDM S.A., spółka

Indeks cen chemii budowlanej w Polsce



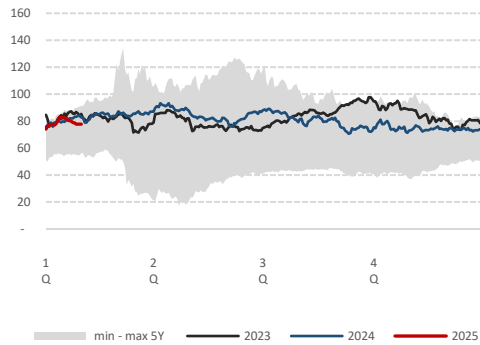
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., 100 = grudzień 2010

Największą pozycję w strukturze kosztów spółki stanowią koszty zużycia materiałów i energii (około 56% – z tego energia to kilka % a reszta surowce). Podstawowymi surowcami w grupie poliuretanów są MDI oraz poliole, a w kategorii uszczelniaczy: silikon, polimer silikonowy, octan winylu. Koszty wynagrodzeń i usług obcych to łącznie ok. 31% kosztów. W 2023 roku w spółce było zatrudnione ok 1,8 tys osób (lekki spadek vs 2021-22, kiedy zatrudnienie dochodziło do 1,9 tys pracowników).

Indeks cenowy kategorii chemia budowlana publikowany przez PSB w 4Q'24 odnotował lekkie spadki (-1% r/r, -3% q/q). Jednocześnie jest on po dużych wzrostach z okresu 2022-23. Obecna korekta cenowa jest na tym tle na razie symboliczna.

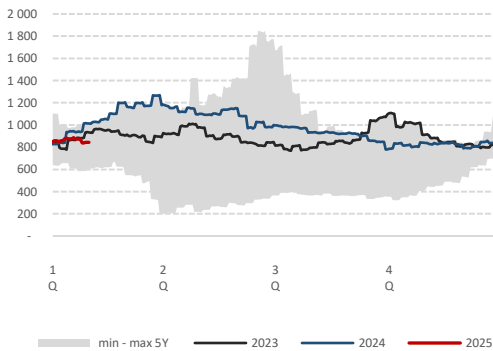
Od 2022/23 roku ceny głównych surowców używanych przez spółkę (MDI, poliole) stopniowo spadają (wykresy na kolejnej stronie). Jednocześnie sprzyja na tym polu mocny PLN, który jednak jednocześnie wywiera także presję na przychody (duża ekspozycja na sprzedaż zagraniczną).

**Cena ropy Brent [USD/bbl]**



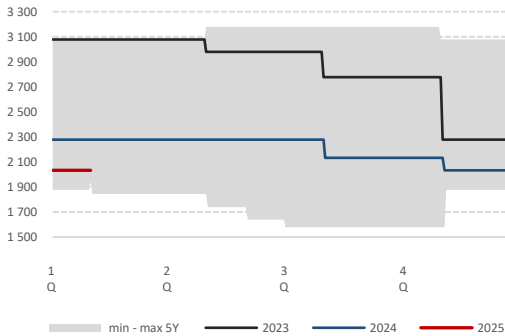
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Cena benzenu [EUR/t]**



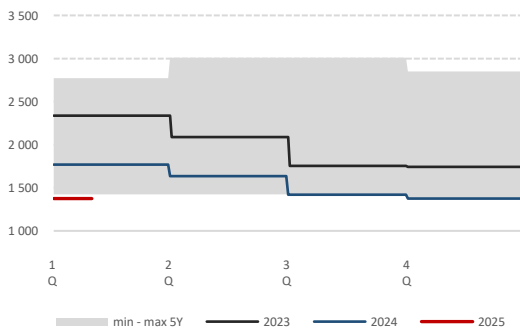
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, benzen jest jednym z głównych składników

**Cena MDI Europa [EUR/t]**



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, 1Q'25 – poglądowo przyjęto =4Q'24

**Cena Polioli Europa [EUR/t]**



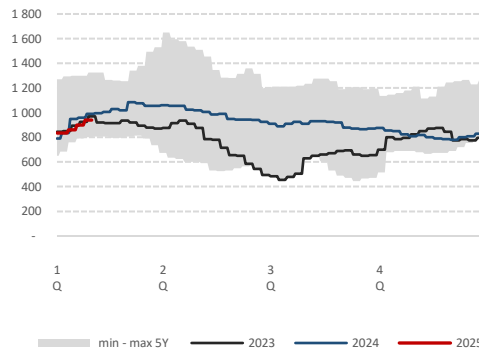
Źródło: BDM S.A., Selena FM (prezentacje), [www.chemanalyst.com](http://www.chemanalyst.com), 1Q'25 – poglądowo przyjęto =4Q'24

Podstawowymi surowcami w grupie poliuretanów są MDI (najważniejszy surowiec; powstaje na bazie benzenu; koszt MDI może stanowić ok 1/3 w koszcie wytworzenia pian, które z kolei mogą generować ok. 1/4 sprzedaży spółki) oraz poliiole (na bazie propylenu), a w kategorii uszczelniaczy: silikon, polimer silikonowy, octan winylu.

Wśród innych surowców można wymienić np. asfalty, kwas akrylowy, TCPP, DME, kauczuk. Ceny opakowań zależą od kosztu tworzyw sztucznych (m.in. polietylen).

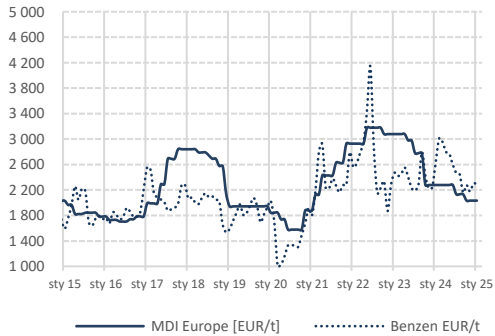
Większość surowców zużywanych przez spółkę w mniejszym lub większym stopniu powiązana jest z cenami ropy naftowej.

**Cena propylenu [EUR/t]**



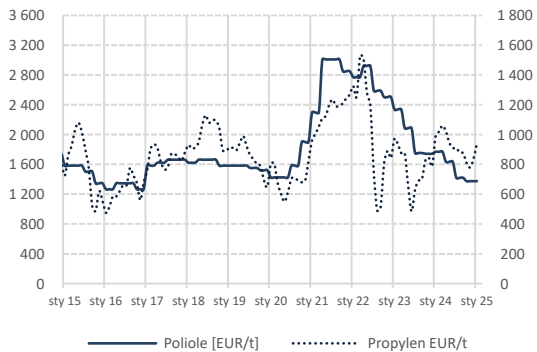
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, propylen jest jednym z głównych

**Cena MDI vs cena benzenu [EUR/t]**



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

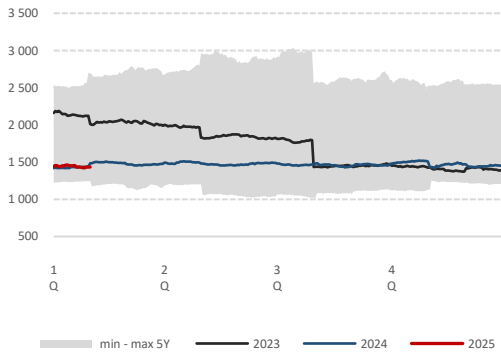
**Cena Polioli vs cena propylenu [EUR/t]**



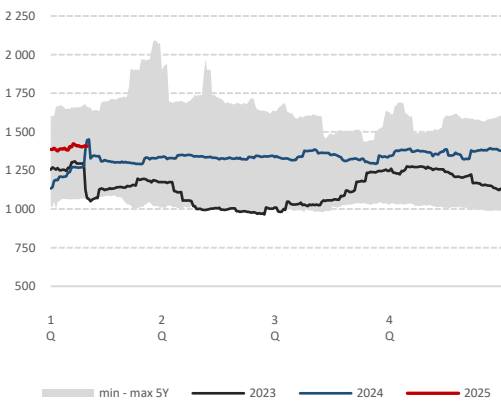
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Selena FM (prezentacje), [www.chemanalyst.com](http://www.chemanalyst.com)



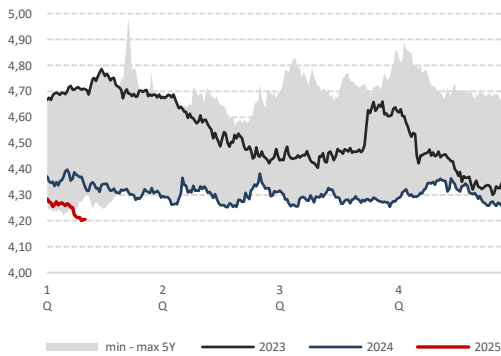
**Octan winylu Europa [EUR/t]**



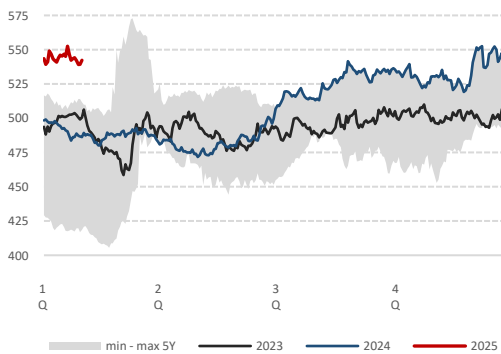
Źródło: BDM S.A., Bloomberg  
**Emulsja silikonowa Indie [EUR/t]**



**EUR/PLN**

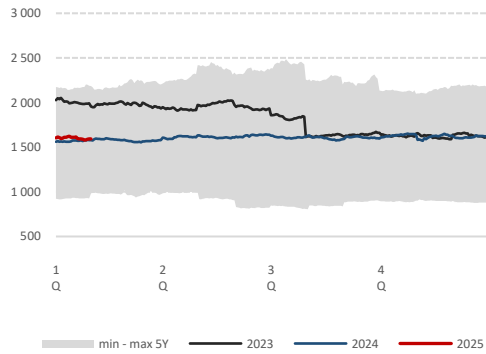


Źródło: BDM S.A., Bloomberg  
**EUR/KZT**

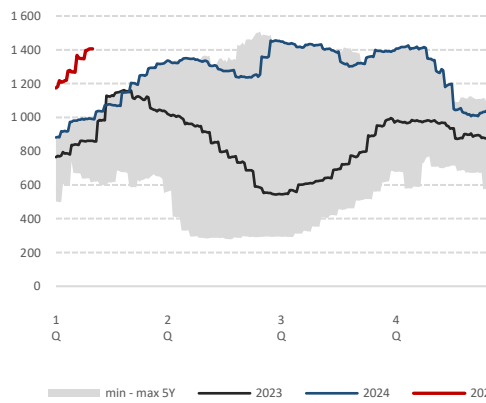


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

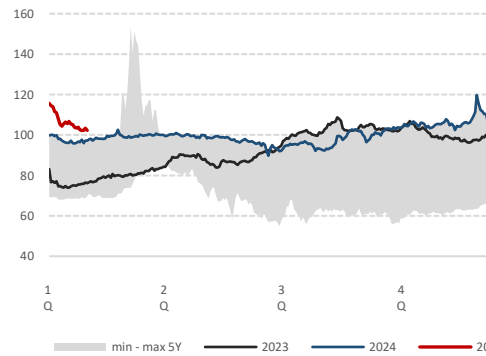
**Kwas akrylowy Europa [EUR/t]**



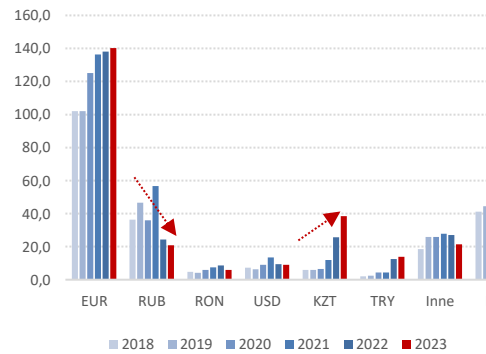
Źródło: BDM S.A., Bloomberg  
**Butadien Korea [EUR/t]**



**EUR/RUB**



Źródło: BDM S.A., Bloomberg  
**Ekspozycja walutowa po stronie należności [mln PLN, eop]**

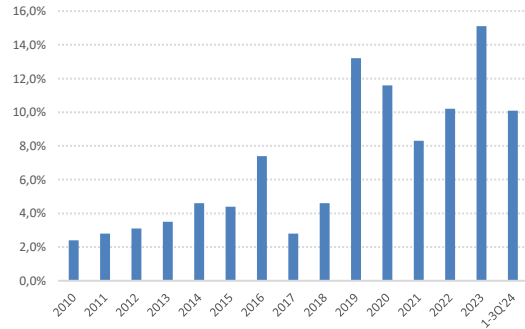


Źródło: BDM S.A., spółka

Spółka ma nadal ekspozycję na rynek rosyjski (lokalna dystrybucja na bazie lokalnego sourcingu), co rodzi ryzyko głównie po stronie kapitału obrotowego. Jednocześnie ekspozycja została przez ostatnie 2-3 lata ograniczona.

Według dostępnych publicznie danych [link](#) - spółka zależna operująca na tym rynku miała w 2023 roku 5,7 mld RUB przychodów, co oznaczałoby ok 62 mln EUR po średnim kursie z tamtego roku. Z kolei sama Selena FM podaje, że należności handlowe w RUB na koniec 2023 roku wynosiły po przeliczeniu 21 mln PLN – przy przyjęciu wskaźnika rotacji charakterystycznego dla grupy (60 dni) sugeruje to o połowę mniejszą sprzedaż. Analiza poziomu należności wskazuje na z kolei dynamiczny wzrost sprzedaży w Kazachstanie i Turcji (spółka posiada w tych krajach zakłady produkcyjne, od 2019 roku Kazachstan notuje bardzo pozytywne dynamiki wzrostu w budownictwie).

**Kazachstan - dynamika r/r komponentu budownictwo w ramach PKB (ceny stałe)**

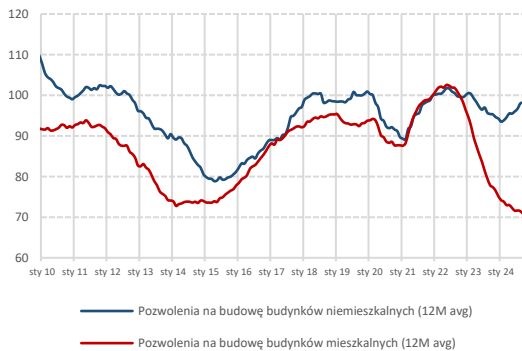


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Rynek chemii budowlanej pozostawał w 2024 roku kolejny rok w stagnacji, podobnie jak cały rynek materiałów budowlanych w Europie, odczuwając z jednej strony relatywnie niski poziom aktywności w nowym budownictwie kubaturowym, a z drugiej ostrożność w wydatkach remontowych konsumentów.

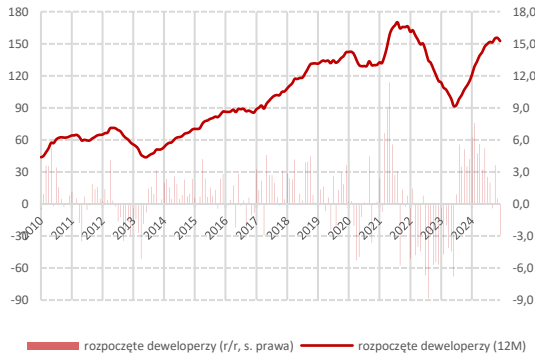
Oceniamy, że rynek jest obecnie raczej bliżej niż dalej wejścia fazę odbicia. Sprzyjać powinny obniżki stóp procentowych w strefie euro, wzrost wykorzystania środków z Funduszu Spójności/KPO czy powrót naturalnego cyklu remontowego (zaburzony przez „popyt covidowy”). Sprzyjające w dłuższym terminie dla rynku chemii budowlanej powinny być także potencjalne nakłady związane z wdrażaniem dyrektywy EPBD z 2024 (w Polsce trwa obecnie proces prekonsultacji projektu „Krajowego Planu Renowacji Budynków” - [link](#)).

**Pozwolenia na budowę budynków w strefie euro [mln m2, średnia 12M]**



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Komisja Europejska

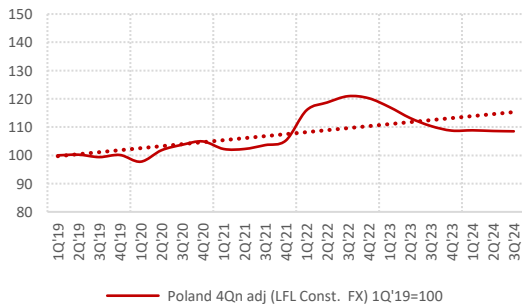
**Polska - rozpoczęcie bud. mieszkań, deweloperzy [tys szt, 12M narast.]**



Źródło: BDM S.A., GUS

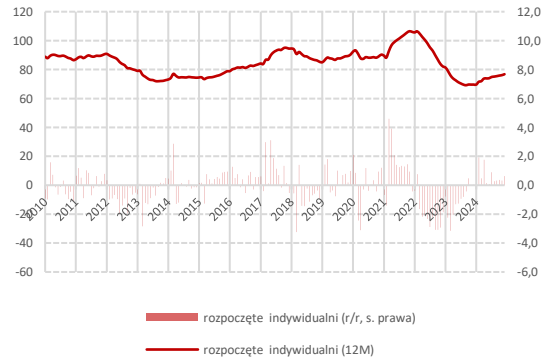
Dobrym wskaźnikiem kondycji rynku mat. budowlanych jest np. sprzedaż Kingfishera w UE (m.in. sieci Castorama czy Brico Depot), która w 3Q'24 (Lfl, stałe FX) była w Polsce o 10% niższa niż szczyt, w Rumunii o 13% a we Francji o 17%. Jedynie Hiszpania powróciła do maksymalnych poziomów z 2021-22).

**Kingfisher – Polska (Castorama) sprzedaż Lfl (stała waluta)**



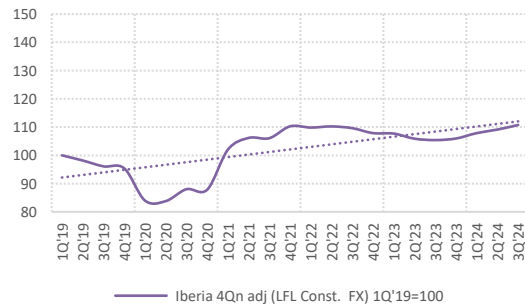
Źródło: BDM S.A., Kingfisher

**Polska - rozpoczęcie bud. mieszkań, indywidualni [tys szt, 12M narast.]**



Źródło: BDM S.A., GUS

**Kingfisher – Hiszpania (Brico Depot) sprzedaż Lfl (stała waluta)**



Źródło: BDM S.A., Kingfisher

## WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

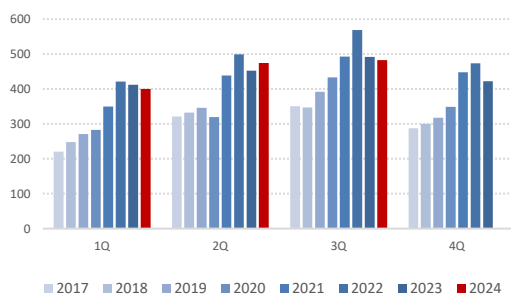
### Wyniki za 3Q'2024 [mln PLN]

	3Q'23	3Q'24	zmiana r/r	3Q'24P BDM	odchyl	1-3Q'23	1-3Q'24	zmiana r/r
<b>Przychody</b>	<b>491,6</b>	<b>483,0</b>	<b>-1,7%</b>	<b>508,3</b>	<b>-5,0%</b>	<b>1 356,3</b>	<b>1 357,5</b>	<b>0,1%</b>
Zysk brutto ze sprzedaży	179,2	165,9	-7,4%	178,3	-7,0%	438,0	464,3	6,0%
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>70,0</b>	<b>52,1</b>	<b>-25,6%</b>	<b>60,8</b>	<b>-14,4%</b>	<b>100,5</b>	<b>123,1</b>	<b>22,5%</b>
PPO/PKO	0,5	-0,3	---	0,0	---	-0,8	0,0	---
<b>EBITDA</b>	<b>80,7</b>	<b>62,9</b>	<b>-22,1%</b>	<b>71,8</b>	<b>-12,5%</b>	<b>129,3</b>	<b>155,8</b>	<b>20,5%</b>
EBIT	70,5	51,7	-26,7%	60,8	-14,9%	99,7	123,1	23,4%
Zysk brutto	69,7	33,0	-52,6%	52,0	-36,5%	72,3	90,7	25,4%
<b>Zysk netto</b>	<b>54,9</b>	<b>24,9</b>	<b>-54,6%</b>	<b>41,5</b>	<b>-40,0%</b>	<b>61,7</b>	<b>69,1</b>	<b>12,0%</b>
Marża brutto ze sprzedaży	36,5%	34,3%		35,1%		32,3%	34,2%	
Marża EBITDA	16,4%	13,0%		14,1%		9,5%	11,5%	
Marża EBIT	14,3%	10,7%		12,0%		7,4%	9,1%	
Marża zysku netto	11,2%	5,2%		8,2%		4,6%	5,1%	

Źródło: BDM S.A., spółka

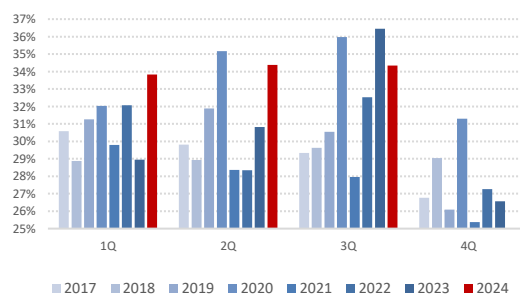
- Przychody w 3Q'24 wyniosły 483,0 mln PLN (-2% r/r), 5% poniżej naszych oczekiwań.
- Rentowność brutto ze sprzedaży (34,3%, zakładaliśmy ok. 35%) była na niższym poziomie r/r, ale zbliżona do poziomu z 1H'24 (rok temu 3Q'23 był rekordowy, ale zwracamy uwagę, że ubiegły rok charakteryzował się dużą zmiennością marż w poszczególnych kwartałach). Koszty SG&A nieznacznie wzrosły r/r, pomimo spadku przychodów.
- Wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej w 3Q'24 był pomijalny (podobnie jak rok temu).
- EBITDA w 4Q'22 wyniosła 62,9 mln PLN (vs 80,7 mln PLN rok temu). Wynik o 13% słabszy od naszych założeń (kwestia przychodów i marży).
- Saldo finansowe z ujemnym wpływem na poziomie -12,1 mln PLN (duży wpływ różnic kursowych, rok wcześniej saldo było prawie neutralne).
- Zysk netto w 3Q'24 na poziomie 24,9 mln PLN (-55% r/r).
- Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły +64 mln PLN w 3Q'24.
- Na koniec okresu spółka miała 201,3 mln PLN długu netto (162,4 mln PLN po skorygowaniu o udzielone pożyczki do „podmiotów zależnych od akcjonariusza kontrolującego na najwyższym szczeblu”).
- EBITDA w 1-3Q'24 wyniosła 156 mln PLN (vs 129 mln PLN rok wcześniej).
- CAPEX w 1-3Q'24: 59 mln PLN plus 17 mln PLN na udziały w projektach JV (inwestycja na Węgrzech).
- W listopadzie zarząd podjął decyzję o rozpoczęciu aktywnego poszukiwania nabywcy aktywów trwałych lub udziałów w rumuńskiej spółce produkcyjnej.
- Na dzień bilansowy wartość zapasów zlokalizowanych w „regionie objętym konfliktem” wynosiła 41 mln PLN, a stan należności od klientów z tego regionu wynosił 34 mln PLN (po 3Q'24 było to odpowiednio 38 / 33 mln PLN).

### Przychody [mln PLN]



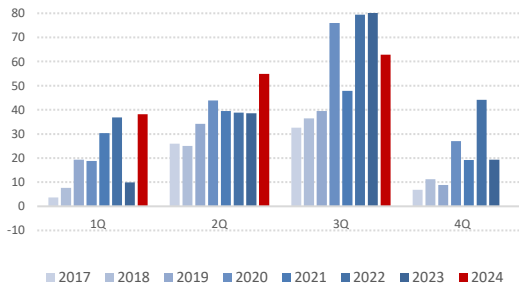
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Marża brutto ze sprzedaży

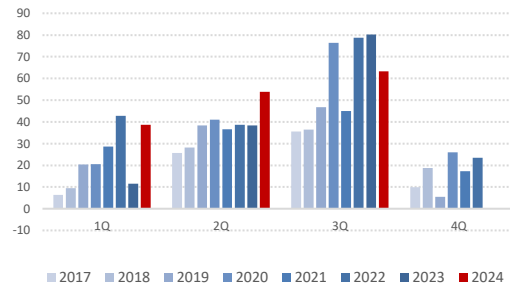


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA [mln PLN]

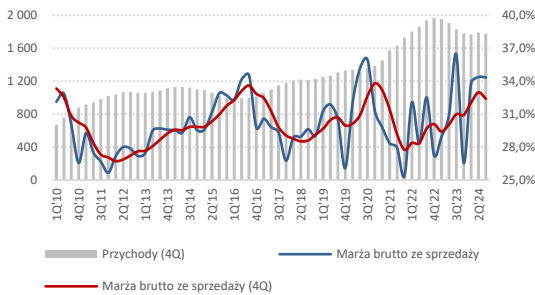


EBITDA skoryg. [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

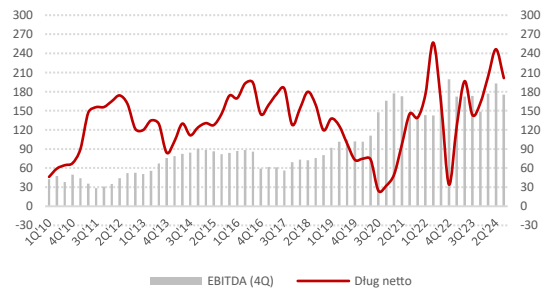
Przychody oraz marża brutto ze sprzedaży (narastająco 4Q)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dług netto [mln PKN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Podsumowanie ostatniej telekonferencji wynikowej (po 4Q'23 / spółka nie organizowała konferencji po kolejnych wynikach kwartalnych)**

- **Podsumowanie 2023:** rok nie był dobry dla branży w PL (spadek liczby oddanych mieszkań, spadek liczby rozpoczętych budów), podobnie stagnacja w Europie i USA; spadek wolumenów; wzrost marży w całym roku – zwiększenie koncentracji na polityce cenowej w 2H'23; wpływ na koszty zarządu miały akwizycje (koszty M&A); zawiązano aktywo podatkowe w Kazachstanie (strefa); od 2H'23 wzmożone działania optymalizacyjne (wybrano projekty o największym zwrocie, zredukowano zatrudnienie)
- **Pary walutowe:** umocnienie PLN negatywnie wpłynęło na koszty finansowe; dalsza dewaluacja TRY (największy negatywny wpływ na wyniki)
- **Perspektywy 2024:** jest zbyt wcześnie by zakładać, że trend koniunktury z 2023 roku się odwróci; koniunktura nadal jest słaba, spółka kontynuuje działania w celu zwiększania pozycji konkurencyjnej; średnioterminowy cel to 33% marży
- **Rynek termomodernizacji:** rządy większości krajów UE w mniejszym lub większym stopniu posiadają dopłaty do termomodernizacji (we Włoszech uległy chwilowemu wygaszeniu); spółka liczy, że wraz z uruchomieniem KPO w PL zacznie przybywać środków na wsparcie
- **Surowce:** w 2023 roku korekta cen po wzrostach w 2022 (spadek konsumpcji, nadmierne zapasy, normalizacja łańcucha dostaw); największe spadki w silikonach, lekka zwyżka w asfaltach; trudno mówić o ustabilizowaniu się sytuacji, pojawiają się problemy logistyczne; widać ożywienie w innych segmentach niż budownictwo, co może spotkać się z ze spadkiem podaży
- **Ceny:** na rynku jest silna konkurencja cenowa i produktowa, spółka na bieżąco podejmuje decyzje
- **USA:** spółka nadal postrzega ten rynek jako driver wzrostu; trudna sytuacja na rynku mieszkaniowym w 2023 roku; na początku 2024 widoczne wyjście z dołka w gospodarce
- **Masterplast:** proces inwestycyjny zgodnie z planem; na początku 2025 rozpoczęcie produkcji, 2Q'25 pierwsza sprzedaż; spółka nie chce podawać celów finansowych
- **Inwestycje:** CAPEX'24 podobny r/r, projekty głównie w kierunku poprawy efektywności, energochłonności; spółka planuje sukcesywnie zwiększać nakłady na ekspansję międzynarodową; spółka nie wyklucza akwizycji i JV (Europa Zach i Ameryka Północna)
- **OZE:** kluczowe projekty to: PV 14MW Turów (zaawansowany projekt, oddanie do użytku w 2024), dwie biogazownie po 0,5 MW
- **Dywidenda:** zarząd pracuje nad rekomendacją, analizuje pod kątem planów inwestycyjnych i akwizycyjnych

**Prognozy wyników kwartalnych [mln PLN]**

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24P	1Q'25P	2Q'25P	3Q'25P	4Q'25P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>421,6</b>	<b>499,2</b>	<b>569,0</b>	<b>473,5</b>	<b>412,2</b>	<b>452,5</b>	<b>491,6</b>	<b>422,1</b>	<b>400,3</b>	<b>474,2</b>	<b>483,0</b>	<b>422,4</b>	<b>400,8</b>	<b>479,4</b>	<b>503,2</b>	<b>444,4</b>
Jednostka dominująca	254,3	272,5	273,3	259,7	240,5	226,3	250,6	212,8	213,4	244,8	227,6	187,3	181,6	219,8	228,3	197,4
Produkcja w Polsce	238,9	212,9	233,4	183,5	207,6	185,2	185,8	138,9	165,0	196,2	187,3	165,1	161,6	191,1	200,9	174,9
Dystrybucja w Polsce	96,9	101,5	120,7	83,4	83,3	96,5	112,5	72,9	76,3	81,8	96,8	67,6	72,0	84,2	102,8	70,3
Europa Zachodnia	117,6	104,3	106,5	103,9	120,2	106,0	102,9	113,2	123,5	116,7	105,5	115,8	123,5	117,6	112,9	125,4
Europa Wschodnia i Azja	86,6	128,0	181,3	155,6	96,2	124,5	143,0	121,6	88,7	135,8	143,7	118,5	87,0	134,2	141,0	116,7
Ameryka Pn. i Pld	40,5	46,3	46,9	35,3	31,9	31,7	31,8	26,7	28,4	27,8	25,0	26,0	29,2	30,2	28,8	30,0
Pozostałe	56,7	59,2	66,5	49,2	38,8	49,9	45,6	41,0	36,1	45,3	40,0	42,0	36,1	45,6	42,7	45,4
Korekty	-469,9	-425,4	-459,5	-397,0	-406,4	-367,6	-380,5	-305,0	-331,1	-374,1	-342,9	-299,8	-290,3	-343,3	-354,3	-315,8
<b>Przychody ze sprzedaży zewn.</b>	<b>421,6</b>	<b>499,2</b>	<b>569,0</b>	<b>473,5</b>	<b>412,2</b>	<b>452,5</b>	<b>491,6</b>	<b>422,1</b>	<b>400,3</b>	<b>474,2</b>	<b>483,0</b>	<b>422,4</b>	<b>400,8</b>	<b>479,4</b>	<b>503,2</b>	<b>444,4</b>
Jednostka dominująca	44,9	56,5	54,8	51,7	50,2	49,9	62,4	50,1	39,2	51,3	51,6	40,0	39,6	52,3	54,3	42,2
Produkcja w Polsce	1,8	2,5	1,7	2,0	1,8	2,9	3,4	1,8	14,4	23,9	26,7	17,8	19,7	23,7	27,0	19,7
Dystrybucja w Polsce	96,6	101,4	120,2	83,0	83,1	96,1	112,1	72,6	75,1	79,6	94,9	67,3	70,9	81,9	100,9	70,0
Europa Zachodnia	106,0	107,2	102,7	100,6	114,6	102,7	97,7	110,6	120,8	113,4	103,9	113,2	120,8	114,3	111,4	122,8
Europa Wschodnia i Azja	86,1	127,9	181,1	155,3	95,7	123,9	142,9	121,0	88,2	135,0	143,0	117,9	86,5	133,4	140,3	116,1
Ameryka Pn. i Pld	40,5	46,3	46,9	35,2	31,9	31,7	31,7	26,7	28,4	27,8	25,0	26,0	29,2	30,2	28,8	30,0
Pozostałe	45,7	57,5	61,7	45,8	34,9	45,3	41,4	39,3	34,2	43,2	37,7	40,2	34,2	43,6	40,4	43,6
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>135,2</b>	<b>141,5</b>	<b>185,1</b>	<b>129,1</b>	<b>119,3</b>	<b>139,5</b>	<b>179,2</b>	<b>112,1</b>	<b>135,4</b>	<b>163,0</b>	<b>165,9</b>	<b>130,9</b>	<b>134,1</b>	<b>163,5</b>	<b>172,8</b>	<b>142,9</b>
SG&A	103,5	114,5	118,2	116,8	117,4	111,0	109,2	122,7	107,3	120,1	113,8	123,6	108,1	121,8	118,5	128,9
Saldo PPO/PKO	-5,9	0,2	0,7	20,7	-1,5	0,2	0,5	19,0	-0,6	1,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,5
<b>EBITDA</b>	<b>36,8</b>	<b>38,8</b>	<b>79,4</b>	<b>44,2</b>	<b>9,9</b>	<b>38,6</b>	<b>80,7</b>	<b>19,3</b>	<b>38,1</b>	<b>54,8</b>	<b>62,9</b>	<b>18,0</b>	<b>37,2</b>	<b>52,9</b>	<b>65,5</b>	<b>22,9</b>
Jednostka dominująca	9,9	4,8	10,9	74,3	10,2	88,7	47,6	31,2	32,9	69,2	28,9	35,8	27,3	61,6	28,9	40,0
Produkcja w Polsce	22,1	19,1	31,4	3,1	24,5	17,9	23,5	6,1	15,8	22,7	23,3	6,5	14,5	20,5	25,5	8,4
Dystrybucja w Polsce	7,8	8,1	12,6	-3,8	2,7	10,0	12,2	-7,5	8,4	9,7	11,7	-5,5	7,8	9,8	12,4	-5,3
Europa Zachodnia	12,5	7,4	2,4	6,9	6,5	8,8	9,9	11,5	15,8	12,5	11,3	14,4	15,5	12,5	12,1	16,3
Europa Wschodnia i Azja	14,2	29,0	43,1	13,3	8,5	11,8	13,8	9,4	5,5	12,4	19,4	9,1	14,5	26,7	33,1	10,8
Ameryka Pn. i Pld	5,2	7,4	4,0	-4,3	0,7	2,2	3,6	-13,9	3,7	2,6	3,1	0,7	1,8	4,4	5,0	1,0
Pozostałe	0,2	8,8	9,5	21,0	3,3	5,9	3,2	23,9	1,5	4,7	4,3	3,1	5,9	8,8	9,7	4,1
Korekty	-35,0	-45,6	-34,6	-66,3	-46,4	-106,7	-33,0	-41,4	-45,4	-78,9	-39,0	-46,2	-50,1	-91,3	-61,1	-52,5
<b>EBIT</b>	<b>25,8</b>	<b>27,2</b>	<b>67,6</b>	<b>33,1</b>	<b>0,4</b>	<b>28,7</b>	<b>70,5</b>	<b>8,4</b>	<b>27,5</b>	<b>43,8</b>	<b>51,7</b>	<b>7,3</b>	<b>26,0</b>	<b>41,7</b>	<b>54,2</b>	<b>11,5</b>
Saldo finansowe	2,3	3,1	-8,0	-19,9	-5,4	-22,6	-3,5	-26,3	-3,6	-9,6	-19,3	-9,9	-5,4	-4,6	-4,3	-4,9
Zysk brutto	28,8	30,9	60,3	14,2	-4,2	6,9	69,7	-17,1	24,6	33,1	33,0	-2,7	20,6	37,1	49,9	6,6
<b>Zysk netto</b>	<b>25,0</b>	<b>23,4</b>	<b>46,4</b>	<b>17,3</b>	<b>-5,1</b>	<b>11,9</b>	<b>54,9</b>	<b>-11,6</b>	<b>19,1</b>	<b>25,1</b>	<b>24,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>16,3</b>	<b>29,6</b>	<b>39,9</b>	<b>5,3</b>
CFO	-23,1	-31,9	103,7	141,1	-75,9	-28,0	157,8	29,7	8,0	21,8	63,7	62,7	-10,0	22,0	65,0	68,1
Dług netto	175,6	257,0	161,6	34,2	126,1	196,4	143,2	161,9	203,9	246,5	201,3	151,3	141,3	163,3	228,3	100,9
Dług netto skorg.	119,7	199,3	107,6	-17,2	76,9	146,1	93,0	118,7	165,0	207,6	162,4	112,5	102,5	124,5	189,5	62,0
<b>Przychody zewn. zmiana r/r</b>	<b>21%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>6%</b>	<b>-2%</b>	<b>-9%</b>	<b>-14%</b>	<b>-11%</b>	<b>-3%</b>	<b>5%</b>	<b>-2%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>1%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>
Polska**	---	---	---	---	-6%	-7%	1%	-9%	-5%	4%	-3%	0%	1%	2%	5%	5%
Europa Zachodnia	---	---	---	---	2%	2%	-3%	9%	3%	10%	3%	2%	0%	1%	7%	8%
Europa Wschodnia i Azja	---	---	---	---	11%	-3%	-21%	-22%	-8%	9%	0%	-2%	-2%	-1%	-2%	-2%
Ameryka Pn. i Pld	---	---	---	---	-21%	-31%	-32%	-24%	-11%	-12%	-21%	-3%	3%	9%	15%	16%
Pozostałe	---	---	---	---	-32%	-16%	-31%	-17%	-7%	-9%	-12%	2%	0%	1%	7%	8%
<b>Marża zysku brutto ze sprzedaży</b>	<b>32,1%</b>	<b>28,3%</b>	<b>32,5%</b>	<b>27,3%</b>	<b>28,9%</b>	<b>30,8%</b>	<b>36,5%</b>	<b>26,6%</b>	<b>33,8%</b>	<b>34,4%</b>	<b>34,3%</b>	<b>31,0%</b>	<b>33,5%</b>	<b>34,1%</b>	<b>34,3%</b>	<b>32,2%</b>
S&GA/przychody	24,5%	22,9%	20,8%	24,7%	28,5%	24,5%	22,2%	29,1%	26,8%	25,3%	23,6%	29,3%	27,0%	25,4%	23,6%	29,0%
<b>Marża EBITDA</b>	<b>8,7%</b>	<b>7,8%</b>	<b>14,0%</b>	<b>9,3%</b>	<b>2,4%</b>	<b>8,5%</b>	<b>16,4%</b>	<b>4,6%</b>	<b>9,5%</b>	<b>11,6%</b>	<b>13,0%</b>	<b>4,3%</b>	<b>9,3%</b>	<b>11,0%</b>	<b>13,0%</b>	<b>5,1%</b>
Jednostka dominująca	4%	2%	4%	29%	4%	39%	19%	15%	15%	28%	13%	19%	15%	28%	13%	20%
Produkcja w Polsce	9%	9%	13%	2%	12%	10%	13%	4%	10%	12%	12%	4%	9%	11%	13%	5%
Dystrybucja w Polsce	8%	8%	10%	-5%	3%	10%	11%	-10%	11%	12%	12%	-8%	11%	12%	12%	-7%
Europa Zachodnia	11%	7%	2%	7%	5%	8%	10%	10%	13%	11%	11%	12%	13%	11%	11%	13%
Europa Wschodnia i Azja	16%	23%	24%	9%	9%	10%	10%	8%	6%	9%	13%	8%	17%	20%	23%	9%
Ameryka Pn. i Pld	13%	16%	8%	-12%	2%	7%	11%	-52%	13%	9%	12%	3%	6%	15%	17%	3%
Pozostałe	0%	15%	14%	43%	9%	12%	7%	58%	4%	10%	11%	7%	16%	19%	23%	9%
Korekty/przychody	-8%	-9%	-6%	-14%	-11%	-24%	-7%	-10%	-11%	-17%	-8%	-11%	-13%	-19%	-12%	-12%
<b>Marża EBIT</b>	<b>6,1%</b>	<b>5,4%</b>	<b>11,9%</b>	<b>7,0%</b>	<b>0,1%</b>	<b>6,4%</b>	<b>14,3%</b>	<b>2,0%</b>	<b>6,9%</b>	<b>9,2%</b>	<b>10,7%</b>	<b>1,7%</b>	<b>6,5%</b>	<b>8,7%</b>	<b>10,8%</b>	<b>2,6%</b>
<b>Marża zysku netto</b>	<b>5,9%</b>	<b>4,7%</b>	<b>8,2%</b>	<b>3,6%</b>	<b>-1,2%</b>	<b>2,6%</b>	<b>11,2%</b>	<b>-2,8%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,2%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>4,1%</b>	<b>6,2%</b>	<b>7,9%</b>	<b>1,2%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \*po uwzględnieniu pożyczek dla głównego akcjonariusza, \*\* produkcja + dystrybucja + jednostka domin.

**Prognozy wyników na 4Q'2024**

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	422,1	422,4	0,1%	1 778,4	1 779,9	0,1%	1 827,8	2,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	112,1	130,9	16,8%	550,1	595,2	8,2%	613,3	3,1%
Zysk na sprzedaży	-10,6	7,3	---	89,9	130,4	45,0%	136,0	4,3%
EBITDA	19,3	18,0	-6,3%	148,5	173,9	17,1%	178,6	2,7%
EBIT	8,4	7,3	-13,4%	108,1	130,4	20,6%	133,5	2,4%
Zysk brutto	-17,1	-2,7	---	55,3	88,0	59,2%	114,3	29,8%
Zysk netto	-11,6	-2,2	---	50,1	67,0	33,7%	91,2	36,1%
Marża brutto ze sprzedaży	26,6%	31,0%		30,9%	33,4%		33,6%	
Marża na sprzedaży	-2,5%	1,7%		5,1%	7,3%		7,4%	
marża EBITDA	4,6%	4,3%		8,4%	9,8%		9,8%	
marża EBIT	2,0%	1,7%		6,1%	7,3%		7,3%	
marża netto	-2,8%	-0,5%		2,8%	3,8%		5,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- Wyniki Seleny FM w 2023 roku i na początku 2024 były pod presją spadających wolumenów. W 2Q'24 dynamika przychodów była dodatnia po raz pierwszy od 4Q'22, jednak już 3Q'24 nie potwierdził trwałości tej tendencji. Rentowność brutto ze sprzedaży w 1-3Q'24 była na bardzo dobrych poziomach (34,2%, najwyżej od 1-3Q'20). W 1-3Q'24 spółka miała 156 mln PLN EBITDA (+21% r/r).
- 4Q jest sezonowo, obok 1Q, słabszym okresem roku. Zakładamy płaskie r/r przychody w 4Q'24. Spodziewamy się pozytywnego wpływu otoczenia kosztowego i wyraźnie lepszej rentowności r/r. EBITDA skoryg. w 4Q'24 prognozujemy na 18 mln PLN vs 0 mln PLN rok temu (wynik raportowany był wtedy wsparty przez +19 mln PLN na saldzie pozostałej działalności). Zakładamy ujemny wpływ różnic kursowych netto. Na poziomie wyniku netto prognozujemy -2 mln PLN.

**Zmiana prognoz w stosunku do ostatniej rekomendacji\* [mln PLN]**

	2024		zmiana	2025		zmiana	2026		zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	1 928,4	1 779,9	-7,7%	2 004,7	1 827,8	-8,8%	2 027,2	1 950,9	-3,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	589,7	595,2	0,9%	610,6	613,3	0,4%	614,3	655,9	6,8%
EBITDA	159,9	173,9	8,7%	163,3	178,6	9,3%	162,2	190,1	17,2%
EBIT	110,5	130,4	18,0%	112,2	133,5	19,0%	109,9	144,5	31,5%
Zysk (strata) netto	81,9	67,0	-18,2%	84,1	91,2	8,4%	83,5	103,8	24,3%
Dług (gotówka) netto	-24,6	151,3	-715,2%	-86,4	100,9	-216,8%	-116,5	47,9	-141,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	30,6%	33,4%		30,5%	33,6%		30,3%	33,6%	
Marża EBITDA	8,3%	9,8%		8,1%	9,8%		8,0%	9,7%	
Marża EBIT	5,7%	7,3%		5,6%	7,3%		5,4%	7,4%	
Marża zysku netto	4,2%	3,8%		4,2%	5,0%		4,1%	5,3%	

Źródło: BDM S.A., \*z 08/05/2023

- W całym 2024 roku zakładamy wypracowanie 1,78 mld PLN przychodów (bez zmian r/r), 174 mln PLN EBITDA (+17% r/r) oraz 67 mln PLN zysku netto (+34% r/r).
- W 2025 roku spodziewamy się 1,83 mld PLN przychodów oraz 179 mln PLN EBITDA i 91 mln PLN wyniku netto (wzrost jest pochodną założenia m.in. braku istotnych różnic FX). Liczymy na początek odbudowy wolumenów, które przez ostatnie 2-3 lata były pod presją (poprawa koniunktury w Europie przy obniżkach stóp procentowych). Od 2H'25 do wyników powinna zacząć kontrybuować fabryka JV na Węgrzech (19 tys ton wełny szklanej w skali roku, powinno przekładać się na 35-40 mln EUR przychodów, z tego połowa „dostępna” dla Seleny FM). Spółka stara się rozwijać ofertę w kierunku wyżej marżowych produktów, co powinno „chronić” marżę w przypadku powrotu presji cenowej na surowcach.
- W 2026 roku zakładamy bardziej zdecydowaną poprawę przychodów o 6-% r/r (pełny rok JV na Węgrzech oraz ogólna poprawa rynku).
- Zakładamy, że rentowność brutto ze sprzedaży w kolejnych latach będzie na poziomie ok 33-34%. Spodziewamy się dalszej konwersji gamy produktowej w kierunku wyżej marżowych wyrobów. Przestrzeń do organicznej poprawy marży brutto ze sprzedaży istnieje m.in. dzięki lepszym recepturom produktów, wyższej efektywności procesów produkcyjnych czy poprawie wyników w zakładach produkcyjnych o niepełnym wykorzystaniu mocy. Bazę dla cen surowców w długim terminie stanowi w naszym modelu krzywa terminowa cen ropy Brent.
- Estymujemy, że rentowność EBITDA wyniesie 9,8% w 2024 roku a w kolejnych latach będzie utrzymywać się w okolicy tego poziomu.
- Czynnikiem ryzyka pozostaje ekspozycja spółki na utrzymywaną dystrybucję na rynku rosyjskim (szacunkową skalę opisaliśmy na s. 8). Przyjmujemy, że sprzedaży w obszarze „Europa Wschodnia i Azja”,

gdzie ujmowana jest sprzedaż w Rosji, Kazachstanie i Turcji, utrzyma się w kolejnych latach na poziomie ok 110 mln EUR (wzrost sprzedaży w Kazachstanie i Turcji, spadek w Rosji).

- Spółka podtrzymuje zainteresowanie akwizycjami (podmioty z rozpoznawalną marką i dostępem do rynku, przede wszystkim z Europy Zachodniej oraz obu Ameryk, o przychodach rzędu kilkanaście-kilkadziesiąt mln EUR). Jednocześnie od 4Q'24 spółka szuka nabywcy na aktywa w Rumunii (produkcja tynków i klejów, spółka nabyta w 2012 roku). W 2023 zakończył działalność chiński zakład spółki w Nantongu (spółka otrzymała odszkodowanie ze względu na zmiany w strefie ekonomicznej, odszkodowanie wpłynęło „in plus” na wyniki 4Q'23)
- Ostatnią zrealizowaną transakcją były przejęcie w połowie 2023 roku portugalskiego Imperialum, producenta pap modyfikowanych APP (ataktycznym polipropylenem), które mają wysoką temperaturę mięknienia. Dzięki nabyciu spółki, Selena FM wzmocniła swoją pozycję w segmencie hydroizolacji na Płw. Iberyjskim. Imperialum, oprócz pap, produkuje także emulsje bitumiczne, a sprzedaje także izolacje akustyczne, termoizolacje i inne.
- Główną realizowaną przez spółkę inwestycją jest powstająca w formule JV (z węgierskim Masterplast przez spółkę Pimco Kft) fabryka wełny szklanej w Szerencs na Węgrzech. Inwestycja ma wartości około 47,5 mln EUR (w tym ok 15 mln EUR dotacji), produkcja ma ruszyć w 1H'25. Selena FM w zamian za wkład własny na poziomie 10 mln EUR objęła 50% udziałów w JV w 2023 roku. Zdolności produkcyjne zakładu mają wynieść 19 tys. ton rocznie (przy cenie wyrobu na poziomie ok 2 tys EUR daje to potencjalnie ok. 35-40 mln EUR przychodów, z czego połowa dla Seleny). Dla spółki wejście na rynek wełny mineralnej to rozwój nowej oferty. Dotychczas spółka specjalizowała się szeroko pojętym obszarze termoizolacji w klejach/pianoklejach (w tym także używanych do wełny mineralnej) czy tynkach. Wełna szklana to rodzaj wełny mineralnej. Zależnie rodzaju surowca użytego do produkcji wyróżnia się skalną wełną mineralną i szklaną wełną mineralną. Głównym składnikiem wełny szklanej jest stłuczka szklana i piasek kwarcowy (dla wełny skalnej jest to bazalt). Wełna szklana jest bardziej sprężysta, natomiast skalna ma większą gęstość i sztywność. Głównymi graczami na rynku są Rockwool (wełna skalna) oraz Isover (Saint-Gobain - oba rodzaje wełny) a także Knauf czy Ursa.
- Przyjmujemy CAPEX w dłuższym horyzoncie na poziomie zbliżonym do amortyzacji (spółka ma obecnie nadal wolne moce produkcyjne, głównie w Europie, w 2024 roku spółka miała relatywnie wysoki CAPEX w związku z finalizacją projektu farmy PV oraz projektem JV na Węgrzech). W modelu nie uwzględniamy ewentualnej dalszej rozbudowy obszaru związanego inwestycjami w OZE.
- W modelu uwzględniamy rolowanie pożyczek udzielonych głównemu akcjonariuszowi (stan na poziomie 39 mln PLN wg raportu okresowego za 3Q'24 – natomiast ostatni komunikat bieżący dotyczył pożyczki w kwocie 40 mln PLN, która była przedłużana pod koniec 2023 do stycznia 2025).

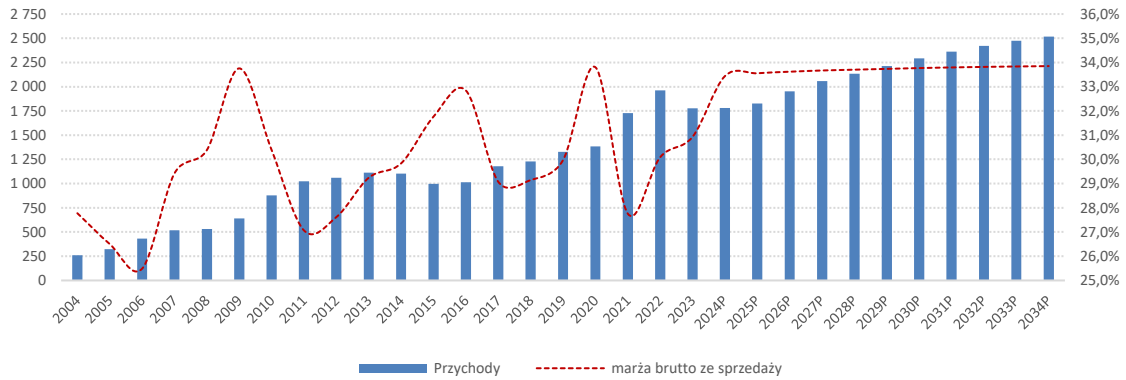
**Prognozy wyników kwartalnych [mln PLN]**

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 728</b>	<b>1 963</b>	<b>1 778</b>	<b>1 780</b>	<b>1 828</b>	<b>1 951</b>	<b>2 057</b>	<b>2 133</b>	<b>2 212</b>	<b>2 293</b>	<b>2 362</b>	<b>2 422</b>	<b>2 473</b>	<b>2 516</b>
Jednostka dominująca	994	1 060	930	873	827	886	937	974	1 013	1 053	1 087	1 116	1 141	1 162
Produkcja w Polsce	837	869	718	713	729	779	823	855	888	922	950	975	996	1 014
Dystrybucja w Polsce	390	403	365	322	329	357	381	399	419	439	456	470	482	491
Europa Zachodnia	384	432	442	462	479	519	553	580	609	639	664	685	702	716
Europa Wschodnia i Azja	451	552	485	487	479	485	491	490	491	491	492	494	497	500
Ameryka Pn. i Pld	126	169	122	107	118	131	140	146	150	153	156	159	163	166
Pozostałe	218	232	175	163	170	183	195	205	214	225	233	241	247	252
Korekty	-1 670	-1 752	-1 460	-1 348	-1 304	-1 390	-1 464	-1 517	-1 572	-1 629	-1 677	-1 719	-1 755	-1 785
<b>Przychody ze sprzedaży zewn.</b>	<b>1 728</b>	<b>1 963</b>	<b>1 778</b>	<b>1 780</b>	<b>1 828</b>	<b>1 951</b>	<b>2 057</b>	<b>2 133</b>	<b>2 212</b>	<b>2 293</b>	<b>2 362</b>	<b>2 422</b>	<b>2 473</b>	<b>2 516</b>
Jednostka dominująca	213	208	213	182	188	204	218	229	240	252	262	270	277	283
Produkcja w Polsce	5	8	10	83	90	98	104	109	115	120	125	129	132	135
Dystrybucja w Polsce	389	401	364	317	324	351	375	394	413	433	450	464	476	486
Europa Zachodnia	368	416	426	451	469	509	543	570	599	629	654	675	692	706
Europa Wschodnia i Azja	442	550	483	484	476	482	488	488	488	488	489	492	494	497
Ameryka Pn. i Pld	126	169	122	107	118	131	140	146	150	153	156	159	163	166
Pozostałe	185	211	161	155	162	175	187	197	206	217	225	233	239	243
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>479,7</b>	<b>590,7</b>	<b>550,1</b>	<b>595,2</b>	<b>613,3</b>	<b>655,9</b>	<b>692,4</b>	<b>718,8</b>	<b>746,1</b>	<b>774,2</b>	<b>798,2</b>	<b>819,1</b>	<b>836,8</b>	<b>851,7</b>
SG&A	396,3	452,9	460,1	464,8	477,3	508,9	535,8	555,1	574,9	595,3	612,6	627,4	639,9	650,3
Saldo PPO/PKO	9,3	15,8	18,2	0,0	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5
<b>EBITDA</b>	<b>136,8</b>	<b>199,2</b>	<b>148,5</b>	<b>173,9</b>	<b>178,6</b>	<b>190,1</b>	<b>200,1</b>	<b>207,5</b>	<b>215,2</b>	<b>223,1</b>	<b>230,0</b>	<b>236,1</b>	<b>241,5</b>	<b>246,1</b>
Jednostka dominująca	85,5	99,9	177,7	166,8	157,9	168,9	178,4	185,6	193,0	200,6	207,2	212,9	217,7	221,9
Produkcja w Polsce	77,4	75,7	71,9	68,3	68,9	73,5	77,5	80,5	83,6	86,8	89,6	92,0	94,1	96,0
Dystrybucja w Polsce	23,1	24,8	17,4	24,2	24,7	26,7	28,4	29,8	31,3	32,8	34,1	35,2	36,1	36,9
Europa Zachodnia	34,8	29,2	36,7	53,9	56,4	60,9	64,8	68,0	71,4	74,9	77,9	80,4	82,5	84,3
Europa Wschodnia i Azja	51,8	99,6	43,4	46,4	85,1	86,0	87,0	86,9	87,0	87,1	87,2	87,7	88,3	88,8
Ameryka Pn. i Pld	7,4	12,2	-7,4	10,1	12,3	13,6	14,5	15,1	15,5	15,8	16,2	16,5	16,9	17,2
Pozostałe	30,5	39,4	36,3	13,6	28,5	30,7	32,7	34,3	35,9	37,7	39,1	40,4	41,4	42,3
Korekty	-173,8	-181,5	-227,5	-209,5	-255,1	-270,2	-283,3	-292,6	-302,4	-312,5	-321,2	-328,9	-335,6	-341,4
<b>EBIT</b>	<b>92,7</b>	<b>153,6</b>	<b>108,1</b>	<b>130,4</b>	<b>133,5</b>	<b>144,5</b>	<b>154,1</b>	<b>161,3</b>	<b>168,7</b>	<b>176,4</b>	<b>183,2</b>	<b>189,2</b>	<b>194,4</b>	<b>198,9</b>
Saldo finansowe	-6,8	-22,5	-57,8	-42,4	-19,2	-14,4	-13,0	-9,6	-6,9	-4,8	-3,5	-2,9	-2,0	-1,3
Zysk brutto	88,4	134,2	55,3	88,0	114,3	130,1	141,1	151,6	161,8	171,6	179,7	186,3	192,3	197,7
<b>Zysk netto</b>	<b>102,7</b>	<b>112,1</b>	<b>50,1</b>	<b>67,0</b>	<b>91,2</b>	<b>103,8</b>	<b>112,6</b>	<b>121,0</b>	<b>129,1</b>	<b>137,0</b>	<b>143,5</b>	<b>148,8</b>	<b>153,6</b>	<b>157,8</b>
CFO	-30,2	189,8	83,6	156,2	145,1	144,4	152,6	162,1	167,3	172,7	179,6	185,5	190,8	195,4
Dług netto	138,9	34,2	161,9	151,3	100,9	47,9	-7,6	-61,2	-88,3	-117,0	-113,7	-110,7	-108,5	-107,0
Dług netto skorg.	90,7	-17,2	118,7	112,5	62,0	9,1	-46,5	-100,1	-127,2	-155,8	-152,6	-149,6	-147,4	-145,9
<b>Przychody zewn. zmiana r/r</b>	<b>25%</b>	<b>14%</b>	<b>-9%</b>	<b>0%</b>	<b>3%</b>	<b>7%</b>	<b>5%</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>
Polska**	---	2%	-5%	-1%	3%	8%	7%	5%	5%	5%	4%	3%	3%	2%
Europa Zachodnia	---	13%	2%	4%	4%	8%	7%	5%	5%	5%	4%	3%	3%	2%
Europa Wschodnia i Azja	---	22%	-12%	0%	-2%	1%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%
Ameryka Pn. i Pld	---	34%	-28%	-12%	10%	11%	7%	4%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
Pozostałe	---	6%	-24%	-7%	4%	8%	6%	5%	5%	5%	4%	3%	2%	2%
<b>Marża zysku brutto ze sprzedaży</b>	<b>27,8%</b>	<b>30,1%</b>	<b>30,9%</b>	<b>33,4%</b>	<b>33,6%</b>	<b>33,6%</b>	<b>33,7%</b>	<b>33,7%</b>	<b>33,7%</b>	<b>33,8%</b>	<b>33,8%</b>	<b>33,8%</b>	<b>33,8%</b>	<b>33,8%</b>
S&GA/przychody	22,9%	23,1%	25,9%	26,1%	26,1%	26,1%	26,1%	26,0%	26,0%	26,0%	25,9%	25,9%	25,9%	25,8%
<b>Marża EBITDA</b>	<b>7,9%</b>	<b>10,1%</b>	<b>8,4%</b>	<b>9,8%</b>	<b>9,8%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,8%</b>	<b>9,8%</b>
Jednostka dominująca	9%	9%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Produkcja w Polsce	9%	9%	10%	10%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Dystrybucja w Polsce	6%	6%	5%	8%	8%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	8%	8%
Europa Zachodnia	9%	7%	8%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Europa Wschodnia i Azja	12%	18%	9%	10%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
Ameryka Pn. i Pld	6%	7%	-6%	9%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Pozostałe	14%	17%	21%	8%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
Korekty/przychody	-10%	-9%	-13%	-12%	-14%	-14%	-14%	-14%	-14%	-14%	-14%	-14%	-14%	-14%
<b>Marża EBIT</b>	<b>5,4%</b>	<b>7,8%</b>	<b>6,1%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,4%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,9%</b>
<b>Marża zysku netto</b>	<b>5,9%</b>	<b>5,7%</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,8%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,8%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,1%</b>	<b>6,1%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,3%</b>

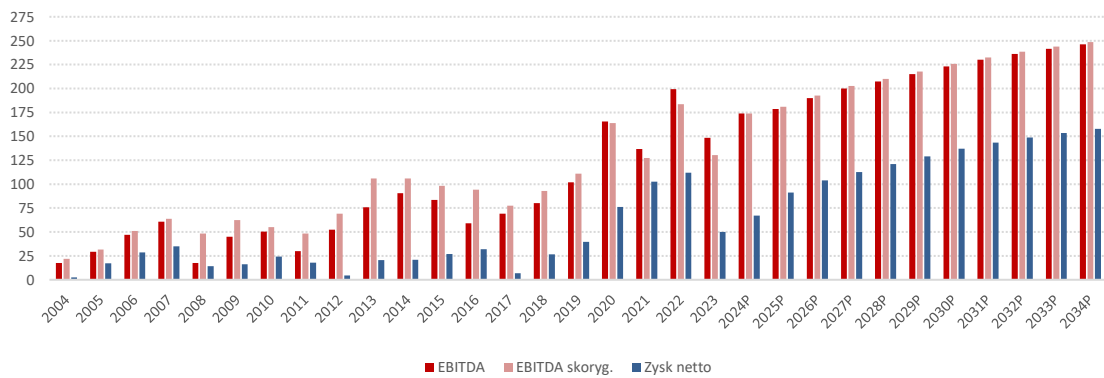
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \*po uwzględnieniu pożyczek dla głównego akcjonariusza, \*\* produkcja + dystrybucja + jednostka domin.



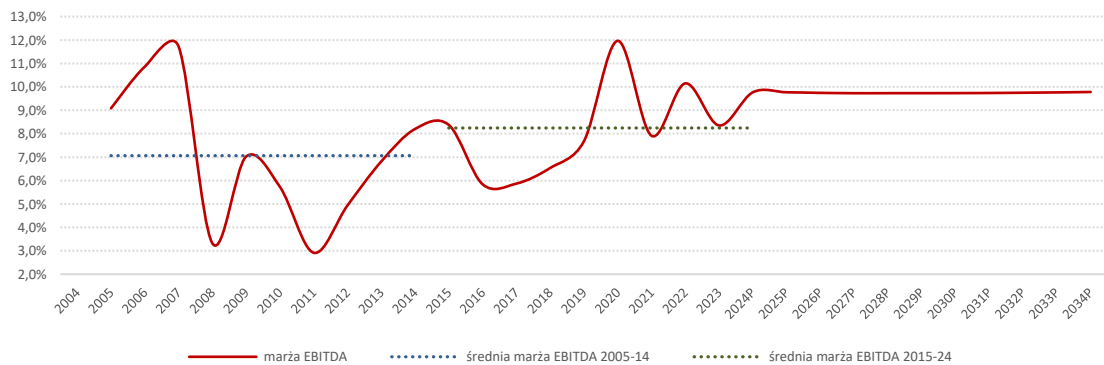
**Przychody [mln PLN] i marża brutto ze sprzedaży**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka  
EBITDA oraz zysk netto [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, EBITDA skoryg = zysk na sprzedaży + amortyzacja  
Marża EBITDA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**DANE FINANSOWE**

	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
<b>Bilans [mln PLN]</b>												
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>597</b>	<b>646</b>	<b>648</b>	<b>649</b>	<b>650</b>	<b>651</b>	<b>611</b>	<b>611</b>	<b>611</b>	<b>612</b>	<b>612</b>	<b>612</b>
Wartości niematerialne i prawne	52	52	52	52	53	53	53	53	54	54	54	55
Rzeczowe aktywa trwałe	394	422	423	424	425	425	425	425	425	425	425	424
Nieruchomości inwestycyjne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa trwałe	151	173	173	173	173	173	133	133	133	133	133	133
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>689</b>	<b>651</b>	<b>698</b>	<b>776</b>	<b>850</b>	<b>908</b>	<b>979</b>	<b>1 010</b>	<b>1 006</b>	<b>998</b>	<b>985</b>	<b>979</b>
Zapasy	203	189	192	210	224	232	241	248	253	260	267	273
Należności krótkoterminowe	400	388	398	425	448	465	482	500	515	528	539	548
Inwestycje krótkoterminowe	86	74	107	141	178	211	257	262	239	211	179	158
- w tym środki pieniężne	76	63	96	130	166	200	205	211	187	159	127	107
Pozostałe aktywa obrotowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Aktywa razem</b>	<b>1 286</b>	<b>1 298</b>	<b>1 346</b>	<b>1 425</b>	<b>1 500</b>	<b>1 559</b>	<b>1 590</b>	<b>1 621</b>	<b>1 618</b>	<b>1 610</b>	<b>1 596</b>	<b>1 591</b>
<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>698</b>	<b>732</b>	<b>791</b>	<b>862</b>	<b>934</b>	<b>998</b>	<b>1 037</b>	<b>1 077</b>	<b>1 083</b>	<b>1 089</b>	<b>1 093</b>	<b>1 098</b>
<b>Kapitał mniejszości</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>585</b>	<b>562</b>	<b>551</b>	<b>559</b>	<b>562</b>	<b>556</b>	<b>549</b>	<b>539</b>	<b>529</b>	<b>516</b>	<b>497</b>	<b>487</b>
Rezerwy na zobowiązania	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18
Zobowiązania długoterminowe	91	71	56	39	22	4	4	4	4	4	4	4
- w tym zobowiązania oprocentowane	87	67	52	35	18	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	476	472	477	502	522	534	527	517	507	493	475	465
- w tym zobowiązania oprocentowane	151	147	145	143	141	139	117	94	74	49	19	0
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Pasywa razem</b>	<b>1 286</b>	<b>1 298</b>	<b>1 346</b>	<b>1 425</b>	<b>1 500</b>	<b>1 559</b>	<b>1 590</b>	<b>1 621</b>	<b>1 618</b>	<b>1 610</b>	<b>1 596</b>	<b>1 591</b>
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>												
Przychody netto ze sprzedaży	1 778	1 780	1 828	1 951	2 057	2 133	2 212	2 293	2 362	2 422	2 473	2 516
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	550	595	613	656	692	719	746	774	798	819	837	852
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	460	465	477	509	536	555	575	595	613	627	640	650
Zysk (strata) na sprzedaży	90	130	136	147	157	164	171	179	186	192	197	201
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	18	0	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3
EBITDA	149	174	179	190	200	208	215	223	230	236	241	246
EBIT	108	130	133	144	154	161	169	176	183	189	194	199
Saldo działalności finansowej	-58	-42	-19	-14	-13	-10	-7	-5	-3	-3	-2	-1
Zysk (strata) brutto	55	88	114	130	141	152	162	172	180	186	192	198
Zysk (strata) netto mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	50	67	91	104	113	121	129	137	143	149	154	158
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
<b>CF [mln PLN]</b>												
Przepływy z działalności operacyjnej	84	156	145	144	153	162	167	173	180	186	191	195
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-117	-91	-44	-42	-40	-39	-38	-38	-38	-40	-41	-43
Przepływy z działalności finansowej	7	-79	-68	-69	-76	-89	-124	-130	-165	-174	-182	-173
Przepływy pieniężne netto	-26	-13	33	34	37	34	5	5	-23	-28	-32	-20
Środki pieniężne na początek okresu	100	76	63	96	130	166	200	205	211	187	159	127
Środki pieniężne na koniec okresu	76	63	96	130	166	200	205	211	187	159	127	107
<b>Wskaźniki</b>												
Przychody zmiana r/r	-9%	0%	3%	7%	5%	4%	4%	4%	3%	3%	2%	2%
EBITDA zmiana r/r	-25%	17%	3%	6%	5%	4%	4%	4%	3%	3%	2%	2%
Zysk netto zmiana r/r	-55%	34%	36%	14%	8%	8%	7%	6%	5%	4%	3%	3%
Marża brutto na sprzedaży	30,9%	33,4%	33,6%	33,6%	33,7%	33,7%	33,7%	33,8%	33,8%	33,8%	33,8%	33,8%
Marża EBITDA	8,4%	9,8%	9,8%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,8%	9,8%
Marża EBIT	6,1%	7,3%	7,3%	7,4%	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%	7,8%	7,8%	7,9%	7,9%
Marża netto	2,8%	3,8%	5,0%	5,3%	5,5%	5,7%	5,8%	6,0%	6,1%	6,1%	6,2%	6,3%
SG&A / przychody	25,9%	26,1%	26,1%	26,1%	26,1%	26,0%	26,0%	26,0%	25,9%	25,9%	25,9%	25,8%
ROE	7,2%	9,1%	11,5%	12,0%	12,1%	12,1%	12,5%	12,7%	13,2%	13,7%	14,0%	14,4%
ROA	3,9%	5,2%	6,8%	7,3%	7,5%	7,8%	8,1%	8,5%	8,9%	9,2%	9,6%	9,9%
Dług	238	214	197	178	159	139	117	94	74	49	19	0
D / (D+E)	25,4%	22,6%	19,9%	17,1%	14,5%	12,2%	10,1%	8,0%	6,4%	4,3%	1,7%	0,0%
D / E	34,1%	29,3%	24,9%	20,6%	17,0%	13,9%	11,3%	8,7%	6,8%	4,5%	1,7%	0,0%
Dług / kapitał własny	34,1%	29,3%	24,9%	20,6%	17,0%	13,9%	11,3%	8,7%	6,8%	4,5%	1,7%	0,0%
Dług netto	162	151	101	48	-8	-61	-88	-117	-114	-111	-109	-107
Dług netto / kapitał własny	0,23	0,21	0,13	0,06	-0,01	-0,06	-0,09	-0,11	-0,11	-0,10	-0,10	-0,10
Dług netto / EBITDA	1,1	0,9	0,6	0,3	0,0	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4
EV	859	848	798	745	689	636	608	580	583	586	588	590
Dług / EV	27,7%	25,3%	24,7%	23,8%	23,0%	21,8%	19,2%	16,1%	12,6%	8,3%	3,2%	0,0%
CAPEX / Przychody	3,3%	4,0%	2,6%	2,4%	2,3%	2,2%	2,1%	2,0%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%
CAPEX / Amortyzacja	144,0%	162,8%	103,9%	102,6%	101,9%	101,3%	100,9%	100,6%	100,4%	100,2%	100,1%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	-1,8%	-1,5%	0,4%	1,0%	0,8%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	17,8%	-1715%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%
P/E*	13,9	10,4	7,6	6,7	6,2	5,8	5,4	5,1	4,9	4,7	4,5	4,4
P/BV*	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA*	5,8	4,9	4,5	3,9	3,4	3,1	2,8	2,6	2,5	2,5	2,4	2,4
EV/EBIT*	7,9	6,5	6,0	5,2	4,5	3,9	3,6	3,3	3,2	3,1	3,0	3,0
EV/S*	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
DPS	1,4	1,5	1,5	1,5	1,9	2,6	4,2	4,5	6,3	6,6	6,9	7,1
Payout ratio	27,0%	64,8%	48,5%	35,6%	40,0%	50,0%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \* Obliczenia przy cenie 32,2 PLN

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

Dyrektor Wydziału  
tel. (032) 208 14 12  
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl  
strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT

**Krzysztof Pado**

Zastępca Dyrektora  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 32  
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl  
oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy

**Anna Tobiasz**

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

**Andrzej Wodecki**

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

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

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

**Piotr Dedecjus**

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

**Maciej Fink-Finowicki**

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

**Piotr Komorowski**

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

**Tomasz Grzeszczyk**

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

**Historia rekomendacji spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
<b>kupuj</b>	<b>38,9</b>	<b>akumuluj</b>	<b>28,8</b>	<b>03.02.2025</b>	<b>08:05 CEST</b>	<b>32,20</b>	<b>87 368</b>
akumuluj	28,8	kupuj	28,8	08.5.2023*	11:35 CEST	27,00	63 055
kupuj	28,8	Akumuluj	22,0	25.11.2022*	12:15 CEST	22,10	56 028
akumuluj	22,0	kupuj	30,0	05.10.2022*	14:45 CEST	19,35	47 830
kupuj	30,0	kupuj	44,3	27.06.2022*	07:00 CEST	22,20	53 014
kupuj	44,3	zawieszona	---	07.09.2021*	17:30 CEST	28,00	71 799
kupuj	16,5	kupuj	14,4	31.05.2019	09:20 CEST	11,50	57 187
kupuj	14,4	sprzedaj	15,4	25.02.2019	09:35 CEST	9,45	60 454
sprzedaj	15,4	kupuj	21,3	11.09.2017	11:55 CEST	19,7	64 990
kupuj	21,3	kupuj	18,8	15.07.2016	08:49 CEST	17,05	45 246
kupuj	18,8	trzymaj	22,3	15.02.2016		15,0	43 849
trzymaj	22,3	kupuj	26,4	6.07.2015		20,3	52 467
kupuj	26,4	zawieszona	-	16.02.2015		18,3	52 561
zawieszona	-	akumuluj	19,3	9.08.2012		5,83	41 254
akumuluj	19,3	trzymaj	20,5	13.06.2011		16,51	49 121
trzymaj	20,5	redukuj	17,0	6.04.2011		19,64	50 248
redukuj	17,0	akumuluj	17,0	10.12.2010		18,45	47 398
akumuluj	17,0	kupuj	14,3	7.04.2010		15,1	43 500
kupuj	14,3	kupuj	18,7	15.10.2009		11,5	37 300
kupuj	18,7	-	-	30.07.2008		14,5	42 416

\*Materiał był opracowany przez Dom Maklerski BDM na zlecenie GPW w ramach Gięldowego 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 1Q'25\*:**

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

	liczba	%	liczba	%
Kupuj	4	66%	0	0%
Akumuluj	2	34%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	8%	0	0%

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

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

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

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

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

**Data sporządzenia materiału: 2025-02-03**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-02-03 (08:00 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-02-10 (00:01 CEST).**

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

**Na dzień 2025-02-03:**

- 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 jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- 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 jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.