



Dom Maklerski BDM S.A.

SELENA FM

RAPORT ANALITYCZNY

Selena FM ma za sobą bardzo udane ostatnie 12M, ze stopą zwrotu na poziomie 65%. Kurs wyraźnie przekroczył naszą cenę docelową z ostatniej rekomendacji z XII'25. Wyniki 2025 (publikacja 23/04) będą prawdopodobnie rekordowe. Spółka mimo wymagającego otoczenia sprzedażowego, pozytywnie zaskakiwała w ostatnich kwartalach rentownością. Oprócz optymalizacji wewnątrz organizacji, wydatnie pomagały w tym spadające ceny podstawowych surowców. Ten okres dobiega jednak końca. Konflikt na Bliskim Wschodzie przekłada się na istotne wzrosty cen propylenu i benzenu – bazowych surowców do produkcji polioli i MDI, czyli kluczowych surowców używanych przez spółkę. Dodatkowo niepewność w kwestii stóp procentowych w strefie euro, może przedłużyć okres stagnacji rynku budowlano-remontowego w Europie. Uważamy, że nawet wygaszenie konfliktu nie musi doprowadzić do automatycznego powrotu cen surowców do poprzednich poziomów (branża petrochemiczna przez ostatnie lata była pod presją, obecna sytuacja to dla niej szansa na trwalsze ugruntowanie cen na wyższych poziomach, dodatkowo zwracamy uwagę na niekorzystne zmiany podatkowe dla eksportu chińskich polioli od IV'26). Na ten moment wyżej wymienione czynniki ryzyka przeważają nad pozytywnymi aspektami, które podkreślaliśmy w poprzedniej rekomendacji (z którymi nadal zgadzamy się w długim terminie: dywersyfikacja portfela w kierunku produktów hydro/termo-izolacyjnych, wpisywanie się w trend wzrostu efektywności energetycznej budynków, potencjalny re-rating w przypadku zakończenia wojny w Ukrainie). Zmieniamy zalecenie na Redukuj (poprzednio: Kupuj). Cenę docelową ustalamy na poziomie 47,5 PLN (poprzednio: 49,8 PLN).

Wyniki za ostatnie okresy/segmenty

W 1-3Q'25 spółka miała 1,36 mld PLN przychodów (+0% r/r), 186 mln PLN EBITDA (+19% r/r) oraz 94 mln PLN zysku netto (+35% r/r). Dług netto wynosił 199 mln PLN (160 mln PLN po skorygowaniu o pożyczki dla gł. akcjonariusza). Sprzedaż chemii budowlanej odpowiada za 78% przychodów z produktów, a chemii izolacyjnej za 20%. 1-3Q'25 sprzedaż zewn. polskich spółek miała 33% udziału w przychodach, spółek w Europie Zach. - 24% a w Europie Wsch. i Azji (Kazachstan, Rosja i Turcja) - 29% udziału. Sprzedaż w obu Amerykach to 5% udział a w na pozostałych rynkach (m.in. CEE) - 8%. Szerzej wyniki 3Q'25 opisywaliśmy w poprzednim raporcie analitycznym z 3 grudnia 2025 ([link](#)).

Otoczenie rynkowe

Do połowy 1Q'26 otoczenie kosztowe było bardzo sprzyjające - ceny MDI i polioli (kluczowych surowców używanych przez spółkę) znajdowały się na poziomach najniższych od co najmniej 5-6 lat. Obecny konflikt na Bliskim Wschodzie przekłada się na istotne wzrosty cen propylenu (+78% YTD, +500 EUR/t) i benzenu (+47% YTD; +300 EUR/t), czyli bazowych surowców do produkcji polioli (min. +10%; +150 EUR/t w NWE; kolejne podwyżki „w toku”, aby zrównoważyć wzrost propylenu ceny powinny wzrosnąć o kolejne 150 EUR/t) i MDI (w Chinach +15% YTD, +260 EUR/t). Istotne wzrosty obserwowane są także w innych grupach surowców powiązanych z ropą (np. bitumy, butadien). Dodatkowo od IV'26 Chiny znoszą ulgi podatkowo dla eksporterów polioli (ok 13% przełożenie na ceny FOB; ok 150-200 EUR/t, [link](#)). Relacja zużycia materiałów i energii spółce do przychodów ze sprzedaży produktów to ok 50-60% (same zapasy materiałów stanowią ok 1 mc zużycia). Wzrost kosztów o 20% to konieczność wprowadzenie podwyżki produktów o 10-12%.

Rozbudowa mocy / M&A

W 3Q'25 oddano do użytku fabrykę wełny szklanej na Węgrzech (projekt JV, potencjał przychodowy na ok 20 mln EUR dla Seleny). W 3Q'25 nabyto udziały w spółkach Izolacja Jarocin oraz TES za łącznie 24 mln PLN (obie miały łącznie 43 mln PLN przychodów w 1-3Q'25). Pod koniec 2025 roku Selena FM zawarła warunkową umowę kupna portugalskiego IGM (producent płyt warstwowych; 66,5 mln EUR przychodów w 2024 roku; EV/Sales'25 dla Seleny FM = 0,7x).

Prognozy wyników, wskaźniki

Podtrzymujemy nasze założenie z poprzedniej rekomendacji odnośnie 2025 roku. Nasze prognozy na 2026 rok korygujemy o: zakładany wzrost cen, wzrost kosztów (20% na podstawowych surowcach jak MDI/polioli od 2Q'26), obniżamy nasze oczekiwania co do wolumenów (wzrost cen i perspektywa podwyżek stóp w strefie euro może odsunąć ich odbudowę w czasie). Na ten moment nie ujmujemy jeszcze finalizacji przejęcia IGM. W 2026 roku spodziewamy się odpowiednio 1,82 mld PLN oraz 224 / 123 mln PLN. Mnożniki rynkowe (EV/EBITDA'26= 5,8x), pozostają nadal poniżej krajowych i zagranicznych spółek z branży mat. bud. Ale są już wyraźnie powyżej 10-letniej mediany dla spółki zarówno historycznie jak i wyprzedzająco (4,8x / 4,3x). Nadal utrzymywana eskpozycja 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.

	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody [mln PLN]	1 778,4	1 779,6	1 775,9	1 895,6	2 023,1	2 121,0
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	550,1	602,5	609,4	631,2	672,6	703,1
Wynik na sprzedaży [mln PLN]	89,9	147,4	171,1	170,2	181,3	188,6
EBITDA [mln PLN]	148,5	189,7	221,4	217,1	228,3	236,3
EBIT [mln PLN]	108,1	145,6	172,6	167,7	178,8	186,1
Wynik brutto [mln PLN]	55,3	107,0	132,7	153,3	161,4	171,7
Wynik netto [mln PLN]	50,1	85,9	106,8	122,5	129,0	137,2
Dług netto [mln PLN]	161,9	151,0	131,0	74,3	26,3	-31,3
P/BV*	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2
P/E*	23,8	13,9	11,1	9,7	9,2	8,7
EV/EBITDA*	9,1	7,1	6,0	5,8	5,3	4,9
EV/EBIT*	12,5	9,2	7,7	7,5	6,8	6,2
DPS [PLN]	1,4	1,5	2,5	2,5	2,8	3,0

*liczba akcji skorwaowana o akcie własne

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.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

REDUKUJ

(POPPRZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 47,5 PLN

23 MARZEC 2026, 16:30 CET

Wycena DCF [PLN]	43,7
Wycena porównawcza [PLN]	62,8
Wycena końcowa [PLN]	47,5
Potencjał do wzrostu / spadku	-13,6%
Koszt kapitału	15,4%
Cena rynkowa [PLN]	55,0
Kapitalizacja [mln PLN]	1 255,9
Ilość akcji [mln. szt.]*	22,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	60,4
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	37,1
Stopa zwrotu za 3 mc	4,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	42,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	48,2%
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	16

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
P/E	23,8	13,9	11,1	9,7	9,2	8,7	8,3
P/BV	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA	9,1	7,1	6,0	5,8	5,3	4,9	4,7
EV/EBIT	12,5	9,2	7,7	7,5	6,8	6,2	5,9
EV/S	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5
BVPS	32,3	34,0	36,4	39,6	42,7	46,1	48,0
EPS	2,3	4,0	4,9	5,7	6,0	6,3	6,7
DPS (w danym roku)	1,4	1,5	2,5	2,5	2,8	3,0	4,8
Payout ratio	27%	65%	63%	51%	50%	50%	75%

Wyniki roczne [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody	1 778	1 780	1 776	1 896	2 023	2 121	2 201
Jednostka dominująca	213	191	196	209	225	238	250
Produkcja w Polsce	10	84	91	103	111	117	123
Dystrybucja w Polsce	364	316	293	307	331	351	368
Europa Zachodnia	426	446	439	467	504	534	560
Europa Wschodnia i Azja	483	491	518	554	577	588	593
Ameryka Pn. i Pld	122	105	93	101	108	115	120
Pozostałe	161	147	146	156	168	178	187
Korekty	0	0	0	0	0	0	0
Zysk brutto ze sprzedaży	550	602	609	631	673	703	728
SG&A	460	455	438	461	491	514	533
PPO/PKO	18	-2	2	-3	-3	-3	-3
EBITDA	149	190	221	217	228	236	242
EBIT	108	146	173	168	179	186	192
Zysk brutto	55	107	133	153	161	172	180
Zysk netto	50	86	107	123	129	137	144
Dług netto	162	151	131	74	26	-31	-62

Wskaźniki	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody zmiana r/r	-9%	0%	0%	7%	7%	5%	4%
EBITDA zmiana r/r	-25%	28%	17%	-2%	5%	3%	2%
Zysk netto zmiana r/r	-55%	71%	24%	15%	5%	6%	5%
Marża brutto na sprzedaży	30,9%	33,9%	34,3%	33,3%	33,2%	33,2%	33,1%
Marża EBITDA	8,4%	10,7%	12,5%	11,5%	11,3%	11,1%	11,0%
Marża netto	2,8%	4,8%	6,0%	6,5%	6,4%	6,5%	6,5%
ROE	7,2%	11,7%	13,6%	14,3%	14,0%	13,8%	13,9%
ROA	3,9%	6,5%	7,9%	8,5%	8,5%	8,7%	8,9%

Bilans [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Aktywa trwałe	597	658	678	673	676	677	631
WNiP	52	53	53	53	54	54	54
Rzeczowe aktywa trwałe	394	425	451	449	451	453	452
Pozostałe aktywa trwałe	151	181	173	171	171	171	125
Aktywa obrotowe	689	668	677	763	836	907	988
Zapasy	203	194	193	217	236	248	257
Należności krótkoterminowe	400	357	365	389	415	435	452
Środki pieniężne	76	89	91	129	158	196	204
Pozostałe aktywa obrotowe	10	28	28	28	28	28	74
Aktywa razem	1 286	1 326	1 355	1 436	1 512	1 585	1 618

Kapitał własny	698	735	788	857	924	997	1 038
Udziały mniejszości	3	3	4	4	4	4	4
Zobowiązania i rezerwy	585	587	563	576	584	584	576
Rezerwy na zobowiązania	18	17	17	17	17	17	17
Oprocentowane zobowiązania	238	240	222	203	184	164	142
Zobowiązania pozostałe	329	331	324	356	383	402	417
Pasywa razem	1 286	1 326	1 355	1 436	1 512	1 585	1 618
Dług netto	162	151	131	74	26	-31	-62
Dług netto / Kapitał własny	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1
Dług netto / EBITDA	1,1	0,8	0,6	0,3	0,1	-0,1	-0,3

Rachunek przepływu [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
CFO	84	187	167	173	174	184	190
CFI	-117	-114	-60	-43	-47	-46	-43
CFF	7	-59	-95	-93	-98	-100	-139
- w tym dywidenda	30	32	54	54	61	64	103
Przepływy pieniężne netto	-26	13	13	37	29	38	8
CAPEX / Amortyzacja	144%	167%	107%	95%	105%	104%	100%

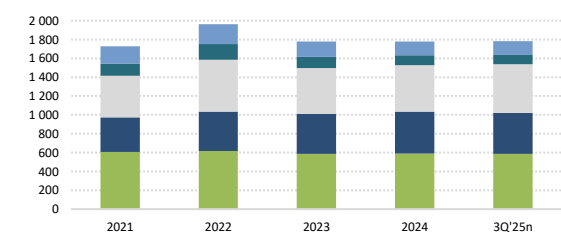
SELENA FM

Rekomendacja	Redukuj	www:	www.selena.com/pl/
Wycena końcowa [PLN]	47,5		
Potencjał	-13,6%	daty najbliższych raportów:	
Cena rynkowa [PLN]	55,0	4Q'25:	23 kwi
Ilość akcji [mln. szt.]	22,8	1Q'26:	29 maj
Kapitalizacja [mln PLN]	1 256		

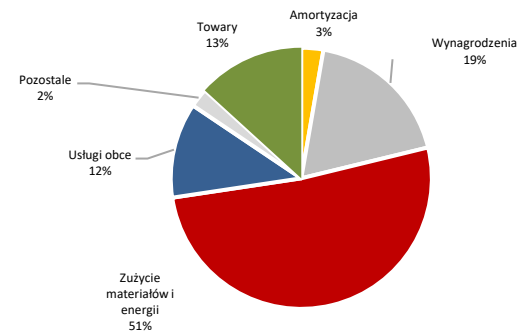
Wyniki Q [mln PLN]	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25P
Przychody	483	422	398	460	501	417
Jednostka dominująca	52	49	45	50	55	47
Produkcja w Polsce	27	19	16	24	30	20
Dystrybucja w Polsce	95	66	73	71	89	61
Europa Zachodnia	104	108	112	109	107	110
Europa Wschodnia i Azja	143	125	98	141	152	127
Ameryka Pn. i Pld	25	24	23	29	21	20
Pozostałe	38	32	30	37	47	33
Korekty	0	0	0	0	0	0
Zysk brutto ze sprzedaży	166	138	135	165	175	135
SG&A	114	114	108	111	107	111
PPO/PKO	0	-2	2	1	0	-1
EBITDA	63	34	40	67	79	36
EBIT	52	23	28	54	67	23
Zysk brutto	33	16	25	34	57	17
Zysk netto	25	17	20	24	50	13
Dług netto	201	151	194	281	199	131

Wskaźniki	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25P
Przychody zmiana r/r	-1,7%	0,0%	-0,5%	-3,1%	3,8%	-1,2%
EBITDA zmiana r/r	-22,1%	76,2%	5,6%	21,8%	25,5%	4,7%
Zysk netto zmiana r/r	-54,6%	-	2,5%	-5,7%	101,9%	-20,8%
Marża brutto na sprzedaży	34,3%	32,7%	33,8%	35,9%	34,8%	32,5%
Marża EBITDA	13,0%	8,0%	10,1%	14,5%	15,7%	8,5%
Marża netto	5,2%	4,0%	4,9%	5,1%	10,0%	3,2%

Przychody [mln PLN]



Struktura kosztów za ostatnio rok obrotowy



WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Seleny FM opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2026 – 2028 dała wartość 1 akcji na poziomie 62,8 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2026-2035 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 43,7 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 47,5 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	43,7
Wycena metodą porównawczą, w tym:	20%	62,8
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	100%	62,8
- wycena do zagranicznych producentów chemii budowlanej	0%	65,5
Wycena 1 akcji Seleny FM [PLN]		47,5

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 2025 roku spodziewamy się skonsolidowanych przychodów grupy na poziomie 1,78 mld PLN (+0% r/r), a 2026 roku estymujemy wzrost do 1,90 mld PLN (+7% r/r). W średnim terminie zakładamy wzrost do >2,0 mld PLN. Nie uwzględniamy w modelu potencjalnych kolejnych transakcji M&A (w tym na razie IGM – nie znamy parametrów cenowych tej potencjalnej transakcji).
- 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 zmienne – najwyższe rentowności notowano w latach 2009, 2015-16, 2020 i 2024-25P (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 2025 roku osiągnęła swój lokalny szczyt (>34%) a w kolejnych latach obniży się do poziomu ok 33% (w 2026-27 ze względu na presję kosztową). Przestrzeń do ewentualnej 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 12,5% w 2025 roku a w kolejnych latach będzie mieć lekką tendencję spadkową, ale zakładamy utrzymanie dwucyfrowych poziomów.
- Przyjmujemy CAPEX w dłuższym horyzoncie na poziomie zbliżonym do amortyzacji (spółka ma obecnie nadal wolne moce produkcyjne, głównie w Europie, w latach 2024-25 roku CAPEX związany był głównie z finalizacją budowy 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 poziomie prognozowanym na koniec 2025 roku. W modelu uwzględniamy rolowanie pożyczek udzielonych głównemu akcjonariuszowi (stan na poziomie 39,5 mln PLN wg raportu okresowego za 3Q'25). 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 23 marca 2026 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 0,95 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 43,7 PLN.

Model DCF

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 895,6	2 023,1	2 121,0	2 201,3	2 287,7	2 350,3	2 398,9	2 438,2	2 470,5	2 505,3
EBIT [mln PLN]	167,7	178,8	186,1	191,8	198,0	201,9	204,4	205,9	206,7	207,8
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]	33,5	35,8	37,2	38,4	39,6	40,4	40,9	41,2	41,3	41,6
NOPLAT [mln PLN]	134,2	143,0	148,9	153,4	158,4	161,5	163,5	164,7	165,4	166,2
Amortyzacja [mln PLN]	49,4	49,5	50,1	50,4	50,4	50,4	50,4	50,5	50,5	50,5
CAPEX [mln PLN]	-46,9	-52,0	-52,0	-50,3	-50,6	-50,6	-50,6	-50,7	-50,7	-50,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]*	-10,7	-19,5	-15,1	-12,2	-13,0	-9,6	-7,4	-6,4	-4,8	-5,1
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]	126,0	121,1	132,0	141,2	145,2	151,8	155,9	158,2	160,4	160,9
DFCF [mln PLN]	113,7	95,7	91,1	85,2	76,3	69,5	62,1	54,7	48,1	41,9
Suma DFCF [mln PLN]	738,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1 240,5									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	323,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 061,4									
Dług netto 2025P [mln PLN]	151,0									
Pożyczki do gł. akcjonariusza [mln PLN]	39,5									
Udział mniejszości [mln PLN]	3,4									
Wyplacona dywidenda [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału [mln PLN]	946,5									
Ilość akcji [mln szt.]	21,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	43,7									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%

Przychody zmiana r/r	6,7%	6,7%	4,8%	3,8%	3,9%	2,7%	2,1%	1,6%	1,3%	1,4%
EBIT zmiana r/r	-2,8%	6,6%	4,1%	3,0%	3,3%	2,0%	1,2%	0,7%	0,4%	0,5%
FCF zmiana r/r	25,0%	-3,9%	9,0%	7,0%	2,8%	4,5%	2,7%	1,4%	1,4%	0,3%
Marża EBITDA	11,5%	11,3%	11,1%	11,0%	10,9%	10,7%	10,6%	10,5%	10,4%	10,3%
Marża EBIT	8,8%	8,8%	8,8%	8,7%	8,7%	8,6%	8,5%	8,4%	8,4%	8,3%
Marża NOPLAT	7,1%	7,1%	7,0%	7,0%	6,9%	6,9%	6,8%	6,8%	6,7%	6,6%
CAPEX / Przychody	2,5%	2,6%	2,5%	2,3%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,0%
CAPEX / Amortyzacja	95,0%	105,0%	103,7%	99,9%	100,4%	100,4%	100,4%	100,4%	100,4%	100,4%
Zmiana KO / Przychody	0,6%	1,0%	0,7%	0,6%	0,6%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	8,9%	15,3%	15,4%	15,2%	15,1%	15,3%	15,2%	16,2%	14,9%	14,6%

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

Kalkulacja WACC

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
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	85,9%	87,8%	89,6%	91,2%	92,8%	94,0%	95,4%	97,3%	98,4%	98,4%
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	14,1%	12,2%	10,4%	8,8%	7,2%	6,0%	4,6%	2,7%	1,6%	1,6%
WACC	14,0%	14,2%	14,4%	14,6%	14,7%	14,8%	15,0%	15,1%	15,2%	15,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					Beta			
beta	1,00%	2,00%	3,00%	Premia za ryzyko	1,00%	2,00%	3,00%	Premia za ryzyko	1,1	1,2	1,3		
	48,4	50,1	52,1		6,0%	51,9	53,9		56,4	6,0%	57,2	53,9	51,0
	45,3	46,7	48,4		7,0%	46,8	48,3		50,2	7,0%	51,5	48,3	45,6
	42,6	43,7	45,1		8,0%	42,6	43,7		45,1	8,0%	46,7	43,7	41,1
	40,1	41,1	42,3		9,0%	39,0	39,9		40,9	9,0%	42,7	39,9	37,4
	37,9	38,7	39,7		10,0%	35,9	36,6		37,4	10,0%	39,3	36,6	34,2

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 dużo bardziej zdywersyfikowany profil podmiotów zagranicznych, zarówno geograficznie jak i produktowo). 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 (waga 33% dla każdego roku). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 62,8 PLN/akcję.

Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym:		62,8
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	100%	62,8
- wycena do zagranicznych producentów chemii budowlanej	0%	65,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wycena porównawcza do krajowych producentów materiałów budowlanych

	P/E			EV/EBITDA		
	2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
Decora	8,0	8,3	8,3	5,3	5,7	5,1
Ferro	11,3	9,9	8,3	7,7	6,9	6,1
Śnieżka	11,9	10,2	9,2	7,2	6,4	5,9
Mediana	11,3	9,9	8,3	7,2	6,4	5,9
Selena FM	9,7	9,2	8,7	5,8	5,3	4,9
Premia/dyskonto dla Seleny FM	-14%	-7%	4%	-19%	-16%	-17%
Wycena wg wskaźnika	64,2	59,0	52,8	68,5	65,9	66,1
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		58,7			66,8	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	62,8					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

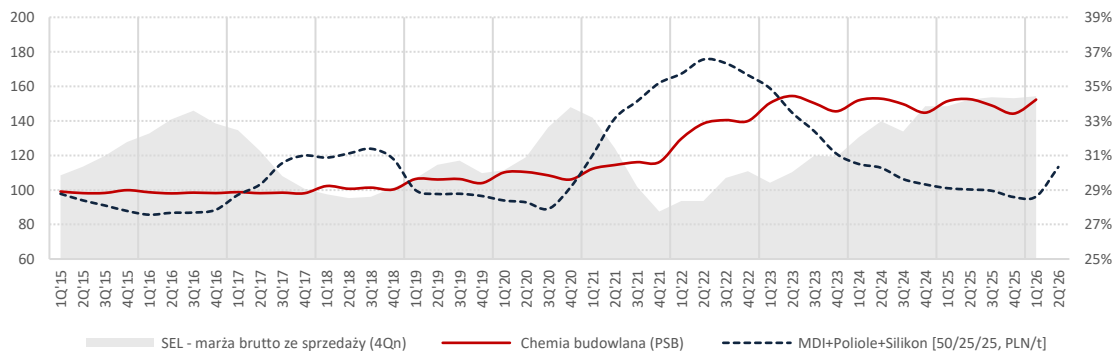
Wycena porównawcza do zagranicznych producentów chemii budowlanej

	P/E			EV/EBITDA		
	2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
H.B. Fuller	11,0	10,0	9,3	7,2	6,7	6,2
Henkel	12,9	12,3	11,7	7,5	7,0	6,8
Saint Gobain	10,5	9,6	8,8	6,0	5,5	5,0
Owens Corning	11,1	9,5	8,4	6,8	6,2	5,8
Sika	17,6	15,7	14,1	11,4	10,2	9,1
Sto	14,8	11,2	10,1	4,2	3,5	3,3
Mediana	14,2	12,7	9,0	6,5	6,0	5,2
Selena FM	9,7	9,2	8,7	5,8	5,3	4,9
Premia/dyskonto dla Seleny FM	-25%	-18%	-6%	-15%	-14%	-16%
Wycena wg wskaźnika	72,9	66,7	58,8	65,0	64,5	64,9
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		66,1			64,8	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	65,5					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

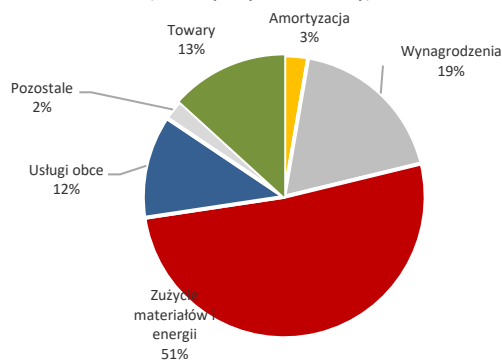
AKTUALNE OTOCZENIE MAKRO ORAZ SUROWCE

Indeks cen chemii budowlanej w Polsce vs indeks cen bazowych surowców vs marża brutto



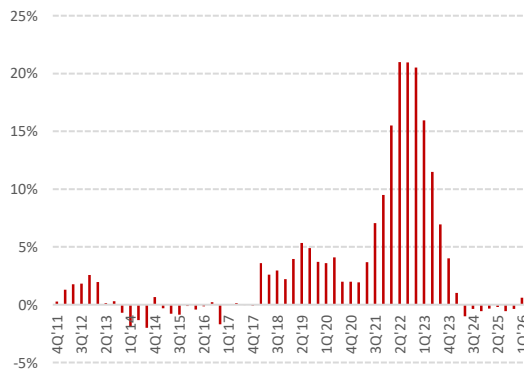
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., 100 = 4Q'14, ceny przeliczone na PLN

Struktura kosztów (ostatni pełny rok obrotowy)



Źródło: BDM S.A., spółka

Indeks cen chemii budowlanej w Polsce



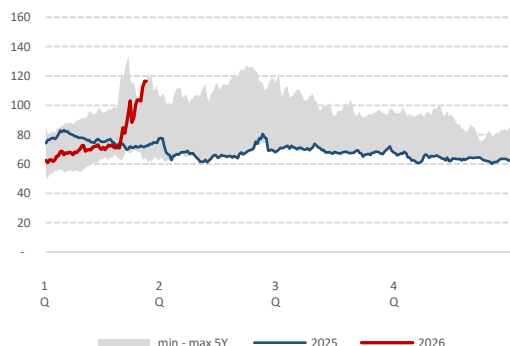
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Największą pozycję w strukturze kosztów spółki stanowią koszty zużycia materiałów i energii (około 51% – 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 2024 roku w spółce było zatrudnione ok. 1,7 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'25 odnotował brak zmian (w całym 2025 roku także brał zmian). Jednocześnie jest on po dużych wzrostach z okresu 2022-23. W latach 2024-25 korekta była symboliczna. W I'26 odnotowano spadek o 1% r/r.

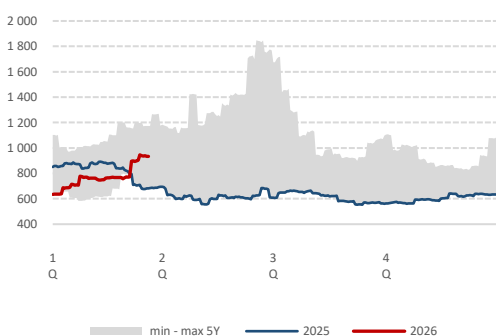
Od 2022/23 roku do końca 2025 roku ceny głównych surowców używanych przez spółkę (MDI, poliole) stopniowo spadały (wykresy na kolejnej stronie). Jednocześnie pomagał mocny PLN. Od drugiej połowy 1Q'26 sytuacja ulega diametralnej zmianie – wybuch pełnoskalowego konfliktu USA/Izrael-Iran wywindował ceny ropy, a wraz z nimi ceny produktów petrochemicznych i ich pochodnych. Podkreślamy, że skala marcowych zwyżek na produktach pochodnych może nie być jeszcze w pełni odzwierciedlona w benchmarkach, którymi dysponujemy (opóźnienia w publikacji danych w serwisach, opóźnienia w przekładaniu cen w kolejnych elementach łańcucha produkcji). Uważamy także, że nawet w sytuacji, gdyby konflikt szybko wygasł, ceny nie powrócą równie szybko do poprzednich poziomów (podmioty petrochemiczne w Europie w ostatnich latach miały trudną sytuację - obecna sytuacja to dla nich szansa na trwalsze ugruntowanie cen na wyższych poziomach; część infrastruktury produkcyjnej w Zatoce Perskiej jest uszkodzona, trudno także określić na ten moment jakie będą relacje władz Iranu z resztą świata – izolacja przez poprzednie lata sprzyjała korzystnym zakupom ropy i wstępnie przetworzonych produktów z tego kierunku przez część państw azjatyckich).

Cena ropy Brent [USD/bbl]



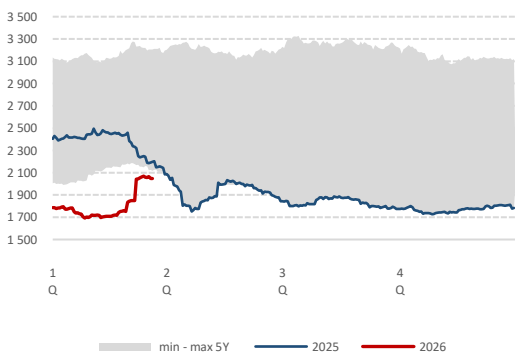
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena benzenu [EUR/t]



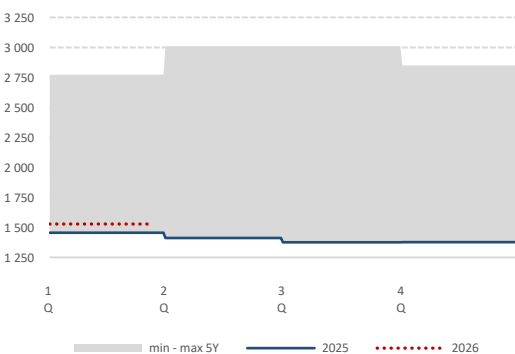
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, benzen jest jednym z głównych składników do produkcji MDI

Cena MDI Chiny [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena Polioli Europa [EUR/t]



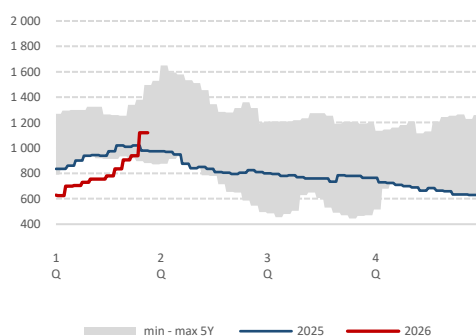
Źródło: BDM S.A., Selena FM (prezentacje), www.chemanalyst.com,

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 poliole (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).

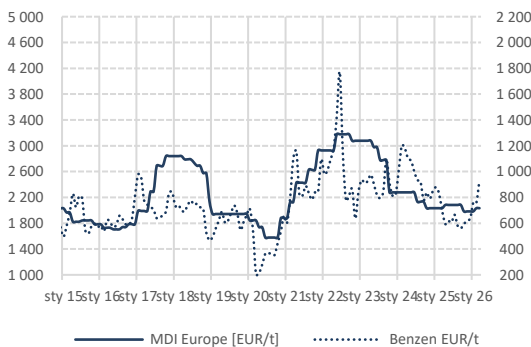
Większość surowców zużywanych przez spółkę w mniejszym lub większym stopniu powiązana jest z cenami ropy naftowej.

Cena propylenu [EUR/t]



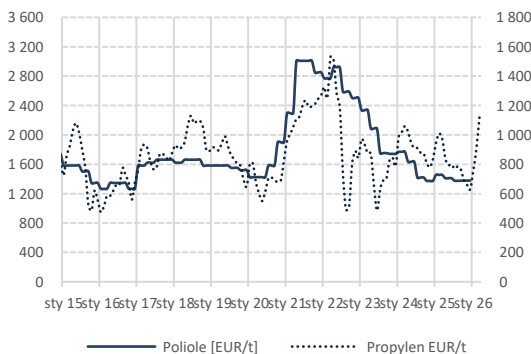
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, propylen jest głównym składnikiem do produkcji polioli (1 t polioli = 0,64 t propylenu)

Cena MDI Europa vs cena benzenu [EUR/t]



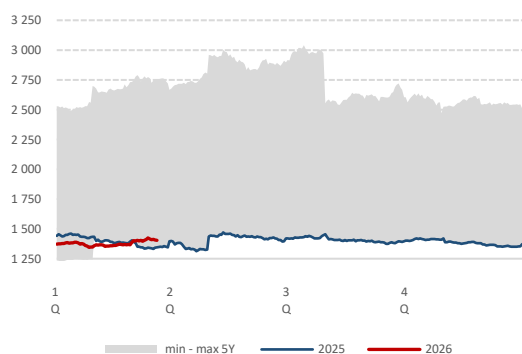
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena Polioli vs cena propylenu [EUR/t]

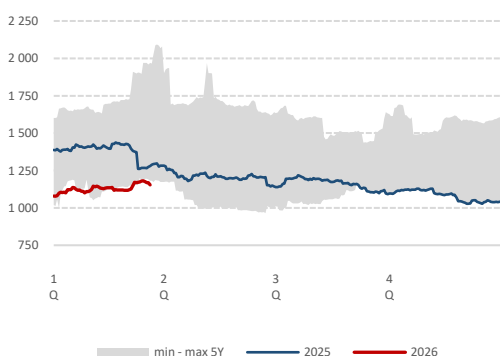


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Selena FM (prezentacje), www.chemanalyst.com

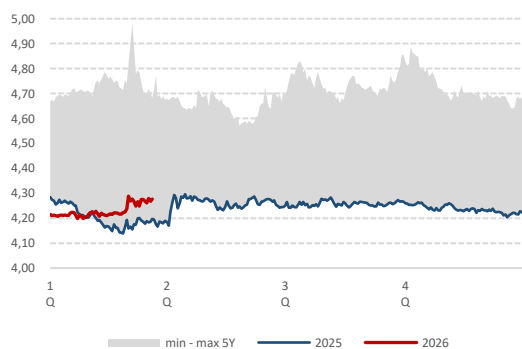
Octan winylu Europa [EUR/t]



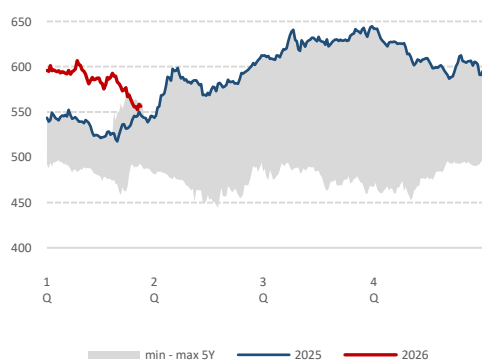
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Emulsja silikonowa Indie [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg
EUR/PLN

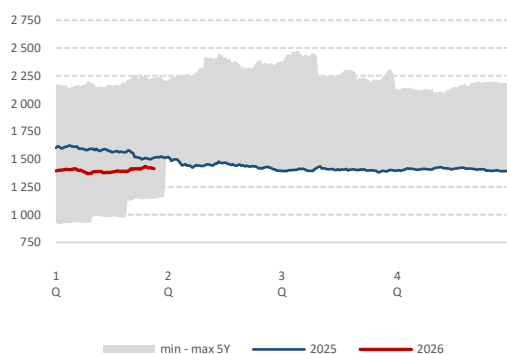


Źródło: BDM S.A., Bloomberg
EUR/KZT

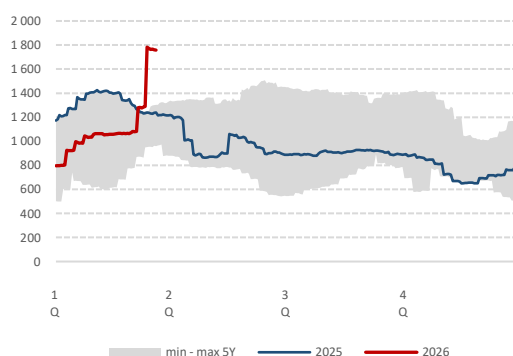


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

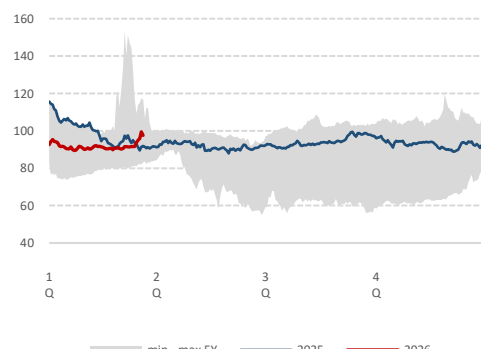
Kwas akrylowy Europa [EUR/t]



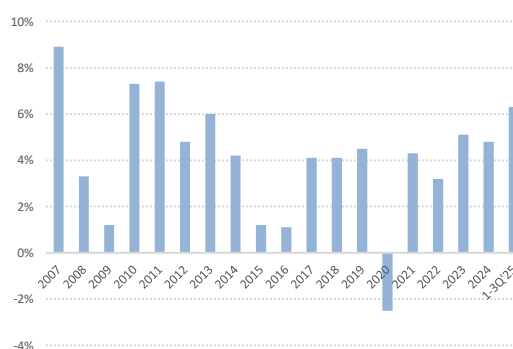
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Butadien Korea [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg
EUR/RUB

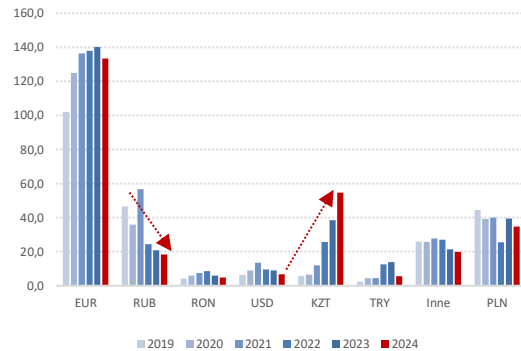


Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Kazachstan - dynamika r/r PKB (ceny stałe)



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

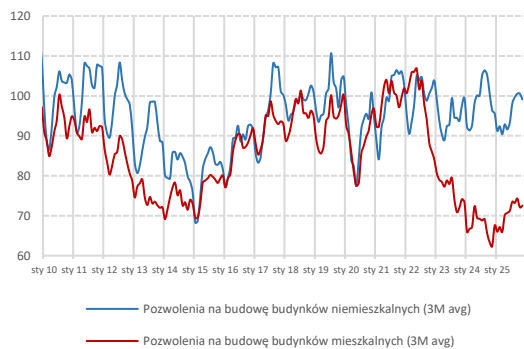
Spółka ma nadal ekspozycję na rynek rosyjski (lokalna dystrybucja na bazie lokalnego sourcingu), co rodzi ryzyko głównie po stronie kapitału obrotowego. Jednocześnie ekspozycja została przez ostatnie 3 lata ograniczona (dane o należnościach ze sprawozdania finansowego). Selenia FM podaje, że należności handlowe w RUB na koniec 2024 roku wyniosły po przeliczeniu 18 mln PLN. Analiza poziomu należności wskazuje na z kolei dynamiczny wzrost sprzedaży w Kazachstanie (spółka posiada w tym kraju zakłady produkcyjne, od 2019 roku Kazachstan notuje bardzo pozytywne dynamiki wzrostu w budownictwie).

Ekspozycja walutowa po stronie należności [mln PLN, eop]


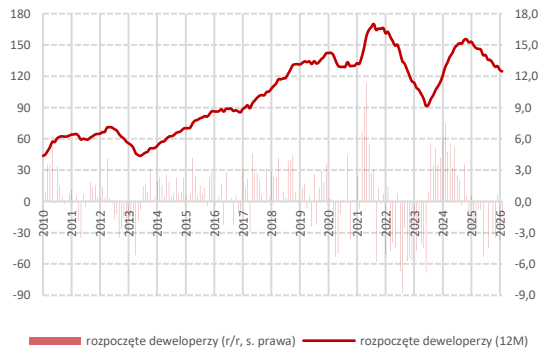
Źródło: BDM S.A., spółka

Rynek chemii budowlanej pozostawał w 2025 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.

Obecna niepewność w kształtowaniu się stóp procentowych w strefie euro może znowu negatywnie wpływać na rodzaje się „w bólach” odbicie. Z drugiej strony powinien być obserwowany 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 nadal proces tworzenia „Krajowego Planu Renowacji Budynków” - [link](#), [link2](#), [link3](#) – dokument powinien być przyjęty do końca 2026 roku).

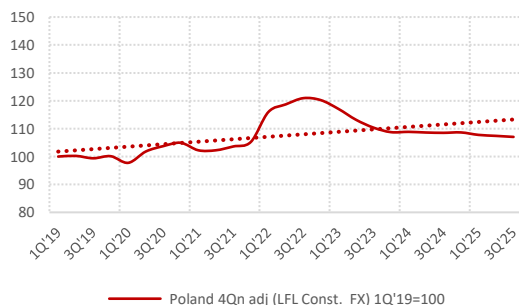
Pozwolenia na budowę budynków w strefie euro [mln m2, średnia 12M]


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

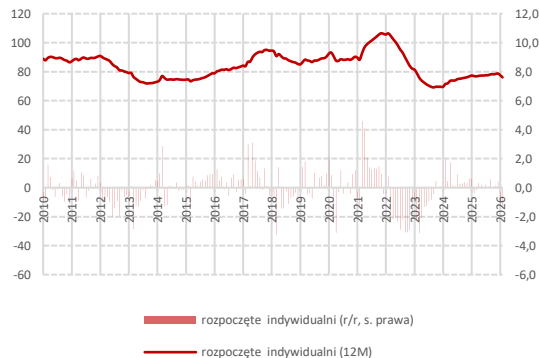
Polska - rozpoczęcie bud. mieszkań, deweloperzy [tys szt, 12M narast.]


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'25 (Lfl, stałe FX) była w Polsce o 11% niższa niż szczyt a we Francji o 22%. Jedynie Hiszpania jest powyżej maksymalnych poziomów z 2021-22.

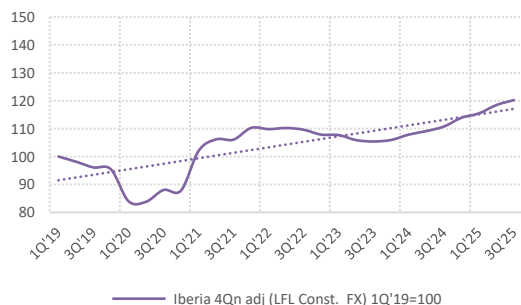
Kingfisher – Polska (Castorama) sprzedaż Lfl (stała waluta)


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

- Szerszy opis wyników za 3Q'25 przedstawialiśmy w naszej poprzedniej rekomendacji z 3 grudnia 2025 (link). Ostatnią telekonferencję wynikową dla inwestorów spółka organizowała w połowie kwietnia 2025 (podsumowanie znajduje się także w naszej poprzedniej rekomendacji).

Prognozy wyników kwartalnych [mln PLN]

	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25P	1Q'26P	2Q'26P	3Q'26P	4Q'26P
Przychody ze sprzedaży	412,2	452,5	491,6	422,1	400,3	474,2	483,0	422,1	398,1	459,6	501,2	417,0	401,8	488,7	541,9	463,2
Jednostka dominująca	240,5	226,3	250,6	212,8	213,4	244,8	227,6	187,8	235,7	217,3	213,5	184,1	179,9	209,7	231,5	202,6
Produkcja w Polsce	207,6	185,2	185,8	138,9	165,0	196,2	187,3	146,5	175,8	178,1	176,3	157,4	157,7	182,8	203,2	174,3
Dystrybucja w Polsce	83,3	96,5	112,5	72,9	76,3	81,8	96,8	68,4	73,9	71,1	89,0	63,1	68,2	75,6	98,2	68,5
Europa Zachodnia	120,2	106,0	102,9	113,2	123,5	116,7	105,5	109,7	113,8	111,8	109,8	112,1	114,5	118,7	118,4	124,2
Europa Wschodnia i Azja	96,2	124,5	143,0	121,6	88,7	135,8	143,7	126,0	99,6	142,0	153,0	127,7	100,2	150,9	165,1	141,6
Ameryka Płn. i Płd	31,9	31,7	31,8	26,7	28,4	27,8	25,0	23,6	23,3	28,7	20,9	19,7	24,6	30,5	23,1	22,4
Pozostałe	38,8	49,9	45,6	41,0	36,1	45,3	40,0	33,4	31,1	38,6	48,7	34,1	31,3	41,0	52,5	37,7
Korekty	-406,4	-367,6	-380,5	-305,0	-331,1	-374,1	-342,9	-273,2	-354,9	-328,0	-310,0	-281,4	-274,4	-320,6	-350,1	-308,1
Przychody ze sprzedaży zewn.	412,2	452,5	491,6	422,1	400,3	474,2	483,0	422,1	398,1	459,6	501,2	417,0	401,8	488,7	541,9	463,2
Jednostka dominująca	50,2	49,9	62,4	50,1	39,2	51,3	51,6	49,0	44,7	49,5	54,8	46,8	44,9	52,7	59,2	51,9
Produkcja w Polsce	1,8	2,9	3,4	1,8	14,4	23,9	26,7	18,7	16,5	24,3	30,5	20,1	22,7	25,8	30,9	23,6
Dystrybucja w Polsce	83,1	96,1	112,1	72,6	75,1	79,6	94,9	66,0	73,5	70,5	88,5	60,7	67,8	75,1	97,6	66,1
Europa Zachodnia	114,6	102,7	97,7	110,6	120,8	113,4	103,9	107,7	112,3	109,0	107,4	110,2	113,0	115,9	116,0	122,2
Europa Wschodnia i Azja	95,7	123,9	142,9	121,0	88,2	135,0	143,0	125,3	98,4	140,8	151,7	127,0	99,0	149,8	163,9	140,9
Ameryka Płn. i Płd	31,9	31,7	31,7	26,7	28,4	27,8	25,0	23,6	23,3	28,7	20,9	19,7	24,6	30,5	23,1	22,4
Pozostałe	34,9	45,3	41,4	39,3	34,2	43,2	37,7	31,8	29,6	36,6	47,4	32,6	29,8	39,0	51,2	36,1
Zysk brutto ze sprzedaży	119,3	139,5	179,2	112,1	135,4	163,0	165,9	138,2	134,5	164,9	174,6	135,4	137,8	164,7	184,2	144,4
SG&A	117,4	111,0	109,2	122,7	107,3	120,1	113,8	113,9	108,5	111,4	107,4	111,1	109,3	116,9	114,2	120,5
Saldo PPO/PKO	-1,5	0,2	0,5	19,0	-0,6	1,0	-0,3	-1,8	2,3	1,0	-0,4	-1,3	0,0	0,0	0,0	-2,5
EBITDA	9,9	38,6	80,7	19,3	38,1	54,8	62,9	33,9	40,2	66,8	78,9	35,5	40,9	60,2	82,3	33,8
Jednostka dominująca	10,2	88,7	47,6	31,2	32,9	69,2	28,9	10,6	41,2	84,2	32,3	9,9	32,4	76,7	33,0	8,2
Produkcja w Polsce	24,5	17,9	23,5	6,1	15,8	22,7	23,3	20,8	20,2	25,4	26,1	21,9	18,9	22,1	28,3	22,0
Dystrybucja w Polsce	2,7	10,0	12,2	-7,5	8,4	9,7	11,7	-7,1	9,4	6,5	11,3	-6,7	9,1	5,3	11,6	-8,2
Europa Zachodnia	6,5	8,8	9,9	11,5	15,8	12,5	11,3	15,0	12,6	11,6	13,5	15,0	13,2	9,8	13,5	15,0
Europa Wschodnia i Azja	8,5	11,8	13,8	9,4	5,5	12,4	19,4	7,6	4,0	22,4	21,5	7,3	4,5	20,5	21,8	6,3
Ameryka Płn. i Płd	0,7	2,2	3,6	-13,9	3,7	2,6	3,1	-1,6	3,2	4,0	-6,7	-1,4	3,5	3,6	3,2	-1,9
Pozostałe	3,3	5,9	3,2	23,9	1,5	4,7	4,3	7,0	3,4	6,5	7,7	4,4	4,8	7,6	12,0	4,1
Korekty	-46,4	-106,7	-33,0	-41,4	-45,4	-78,9	-39,0	-18,3	-53,8	-93,9	-26,6	-14,8	-45,4	-85,4	-41,1	-11,9
EBIT	0,4	28,7	70,5	8,4	27,5	43,8	51,7	22,5	28,3	54,5	66,8	23,0	28,5	47,8	70,0	21,4
Saldo finansowe	-5,4	-22,6	-3,5	-26,3	-3,6	-9,6	-19,3	-6,2	-2,8	-17,0	-7,6	-4,6	-1,3	2,3	-7,5	-5,9
Zysk brutto	-4,2	6,9	69,7	-17,1	24,6	33,1	33,0	16,3	24,9	34,0	57,3	16,6	26,7	49,6	62,0	15,0
Zysk netto	-5,1	11,9	54,9	-11,6	19,1	25,1	24,9	16,7	19,6	23,7	50,3	13,3	21,4	39,6	49,4	12,0
CFO	-75,9	-28,0	157,8	29,7	8,0	21,8	63,7	93,2	-33,2	4,9	105,9	89,5	-42,8	23,9	105,0	87,1
Dług netto	126,1	196,4	143,2	161,9	203,9	246,5	201,3	151,0	194,2	281,2	199,3	131,0	186,2	228,7	136,1	74,3
Dług netto skorg.	76,9	146,1	93,0	118,7	165,0	207,6	162,4	111,4	154,7	241,7	159,8	91,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Przychody zewn. zmiana r/r	-2%	-9%	-14%	-11%	-3%	5%	-2%	0%	-1%	-3%	4%	-1%	1%	6%	8%	11%
Polska**	-6%	-7%	1%	-9%	-5%	4%	-3%	7%	5%	-7%	0%	-5%	1%	6%	8%	11%
Europa Zachodnia	2%	2%	-3%	9%	3%	10%	3%	-3%	-8%	-4%	4%	2%	1%	6%	8%	11%
Europa Wschodnia i Azja	11%	-3%	-21%	-22%	-8%	9%	0%	4%	12%	5%	6%	1%	1%	6%	8%	11%
Ameryka Płn. i Płd	-21%	-31%	-32%	-24%	-11%	-12%	-21%	-12%	-18%	3%	-17%	-16%	6%	6%	11%	14%
Pozostałe	-32%	-16%	-31%	-17%	-7%	-9%	-12%	-19%	-14%	-15%	22%	2%	1%	6%	8%	10%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	28,9%	30,8%	36,5%	26,6%	33,8%	34,4%	34,3%	32,7%	33,8%	35,9%	34,8%	32,5%	34,3%	33,7%	34,0%	31,2%
S&GA/przychody	28,5%	24,5%	22,2%	29,1%	26,8%	25,3%	23,6%	27,0%	27,3%	24,2%	21,4%	26,6%	27,2%	23,9%	21,1%	26,0%
Marża EBITDA	2,4%	8,5%	16,4%	4,6%	9,5%	11,6%	13,0%	8,0%	10,1%	14,5%	15,7%	8,5%	10,2%	12,3%	15,2%	7,3%
Jednostka dominująca	4%	39%	19%	15%	15%	28%	13%	6%	17%	39%	15%	5%	18%	37%	14%	4%
Produkcja w Polsce	12%	10%	13%	4%	10%	12%	12%	14%	11%	14%	15%	14%	12%	12%	14%	13%
Dystrybucja w Polsce	3%	10%	11%	-10%	11%	12%	12%	-10%	13%	9%	13%	-11%	13%	7%	12%	-12%
Europa Zachodnia	5%	8%	10%	10%	13%	11%	11%	14%	11%	10%	12%	13%	12%	8%	11%	12%
Europa Wschodnia i Azja	9%	10%	10%	8%	6%	9%	13%	6%	4%	16%	14%	6%	5%	14%	13%	4%
Ameryka Płn. i Płd	2%	7%	11%	-52%	13%	9%	12%	-7%	14%	14%	-32%	-7%	14%	12%	14%	-8%
Pozostałe	9%	12%	7%	58%	4%	10%	11%	21%	11%	17%	16%	13%	15%	18%	23%	11%
Korekty/przychody	-11%	-24%	-7%	-10%	-11%	-17%	-8%	-4%	-14%	-20%	-5%	-4%	-11%	-17%	-8%	-3%
Marża EBIT	0,1%	6,4%	14,3%	2,0%	6,9%	9,2%	10,7%	5,3%	7,1%	11,9%	13,3%	5,5%	7,1%	9,8%	12,9%	4,6%
Marża zysku netto	-1,2%	2,6%	11,2%	-2,8%	4,8%	5,3%	5,2%	4,0%	4,9%	5,1%	10,0%	3,2%	5,3%	8,1%	9,1%	2,6%

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

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

	2025	2025	zmiana	2026	2026	zmiana	2027	2027	zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	1 776,5	1 775,9	0,0%	1 815,1	1 895,6	4,4%	1 913,8	2 023,1	5,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	609,2	609,4	0,0%	621,6	631,2	1,5%	652,7	672,6	3,1%
EBITDA	221,2	221,4	0,1%	223,5	217,1	-2,9%	231,4	228,3	-1,3%
EBIT	172,4	172,6	0,1%	173,7	167,7	-3,4%	181,1	178,8	-1,3%
Zysk (strata) netto	107,8	106,8	-0,9%	122,5	122,5	0,0%	132,5	129,0	-2,6%
Dług (gotówka) netto	130,1	131,0	0,7%	67,0	74,3	11,0%	10,7	26,3	146,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	34,3%	34,3%		34,2%	33,3%		34,1%	33,2%	
Marża EBITDA	12,5%	12,5%		12,3%	11,5%		12,1%	11,3%	
Marża EBIT	9,7%	9,7%		9,6%	8,8%		9,5%	8,8%	
Marża zysku netto	6,1%	6,0%		6,7%	6,5%		6,9%	6,4%	

Źródło: BDM S.A., *z 03/12/2025

- Podtrzymujemy nasze poprzedniej prognozy odnośnie ubiegłego roku. W całym 2025 roku zakładamy wypracowanie 1,78 mld PLN przychodów (bez zmian r/r), 221 mln PLN EBITDA (+17% r/r) oraz 107 mln PLN zysku netto (+24% r/r).
- Wzrost cen i perspektywa podwyżek stóp w strefie euro może odsunąć odbudowę wolumenów, które przez ostatnie lata były pod presją. Nasze prognozy na 2026 rok korygujemy o: zakładany wzrost cen produktów, wzrost kosztów (ok. 20% na podstawowych surowcach jak MDI/poliole od 2Q'26), obniżamy nasze oczekiwania co do wolumenów. Na ten moment nie ujmujemy jeszcze finalizacji przejęcia IGM.
- Koszty zużycia materiałów i energii stanowią około 3/5 kosztów rodzajowych. Z tego szacujemy, że większość stanowią „zmienne” koszty surowców, oparte w mniejszym lub większym stopniu o ceny ropy (m.in. pochodne benzenu i propylenu). Marże spółka na przestrzeni lat były bardzo zmienne – najwyższe rentowności notowano w latach 2009, 2015-16, 2020 i 2024-25P (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 2025 roku osiągnęła swój lokalny szczyt (>34%) a w kolejnych latach obniży się do poziomu ok 33% (w 2026-27 ze względu na presję kosztową). Przestrzeń do ewentualnej 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.
- W 2026 roku spodziewamy się 1,90 mld PLN przychodów oraz 217 mln PLN EBITDA i 123 mln PLN wyniku netto (zakładamy brak istotnych różnic FX). Od 2026 do wyników powinna kontrybuować fabryka JV na Węgrzech (szerszy opis – w poprzedniej rekomendacji, zwracamy uwagę, że spółka sprzedaje już od jakiegoś czasu towar tej kategorii, więc nie należy oczekiwać wzrostu przychodów 1:1; 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).
- W 2027 roku zakładamy poprawę przychodów o >5% r/r (m.in. pełna utylizacja mocy JV na Węgrzech).
- Estymujemy, że rentowność EBITDA wyniesie 12,5% w 2025 roku a w kolejnych latach będzie mieć lekką tendencję spadkową, ale zakładamy utrzymanie dwucyfrowych poziomów.
- Przyjmujemy CAPEX w dłuższym horyzoncie na poziomie zbliżonym do amortyzacji (spółka ma obecnie nadal wolne moce produkcyjne, głównie w Europie). W modelu nie uwzględniamy ewentualnej dalszej rozbudowy obszaru związanego inwestycjami w OZE (m.in. ukończona farma PV w miejscowości Turowo o mocy 15MW - [link](#)).
- W modelu uwzględniamy rolowanie pożyczek udzielonych głównemu akcjonariuszowi (stan na poziomie 39,5 mln PLN wg raportu okresowego za 3Q'25).
- W naszych założeniach przyjmujemy wypłatę dywidendy w 2026 roku na poziomie porównywalnym r/r (2,5 PLN/akcję). W kolejnych dwóch latach przyjmujemy 50% skonsolidowanego zysku netto, a w następnych poziom wypłaty 75-100%.
- Czynnikiem ryzyka pozostaje ekspozycja spółki na utrzymywaną dystrybucję na rynku rosyjskim. Przyjmujemy, że sprzedaż w obszarze „Europa Wschodnia i Azja”, gdzie ujmowana jest sprzedaż w Rosji, Kazachstanie i Turcji, utrzyma się w kolejnych latach na poziomie ok 120-130 mln EUR (dobre wyniki sprzedażowe w Kazachstanie mogą skłonić spółkę do powrotu do pomysłu rozbudowy mocy w tym kraju).
- 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).
- Ostatnie transakcje (2023: Imperialum, 2025: Izolacja-Jarocin/TES) wskazują na wzmacnianie przez spółkę pozycji w segmencie hydroizolacji (biorąc pod uwagę także JV na Węgrzech – termoizolacji). W zakres

wzmacniania pozycji w obszarze termoizolacji wpisuje się potencjalne transakcji zakupu portugalskiego podmiotu IGM, o czym niżej.

Potencjalna transakcja zakupu IGM

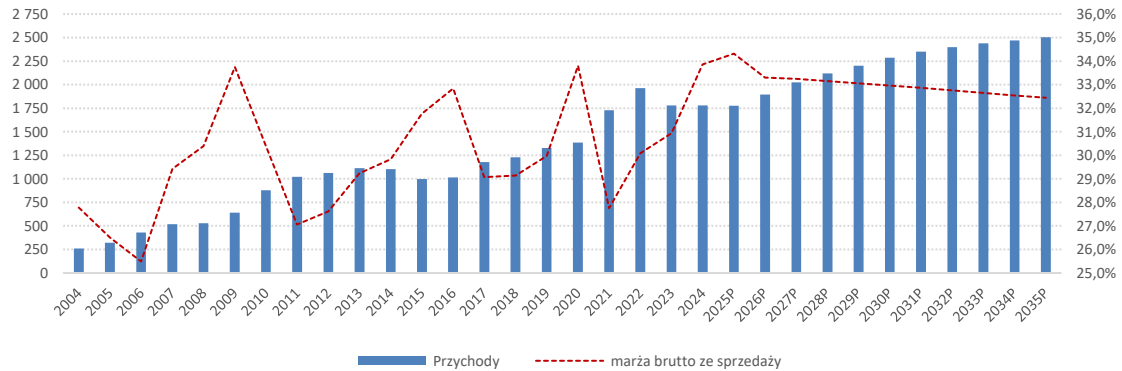
- Selena FM w XII'25 zawarła warunkową umowę nabycia udziałów w portugalskiej spółce Irmãos Guimarães Martins (IGM) wraz z jej spółkami zależnymi.
- Nabycie udziałów ma przebiegać dwuetapowo - w pierwszym etapie spółka nabędzie 66% udziałów IGM (konieczna zgoda portugalskiego urzędu antymonopolowego oraz pozytywny wynik prowadzonego badania due diligence), a w drugim pozostałe 34% udziałów. Wartość transakcji zostanie podana po zakończeniu badania due diligence.
- W 2024 roku grupa IGM zanotowała sprzedaż w wysokości 66,5 mln EUR.
- Selena FM handlowa jest wg naszych prognoz na $EV/Sales'25=0,7x$.
- Planowana transakcja stanowi rozszerzenie portfolio Seleny o zupełnie nowy produkt w segmencie termoizolacji. Spółka w Portugalii osiągnęła kilkudziesięcioprocentowy udział rynku w segmencie płyt warstwowych, a jej produkty obecne są także w Hiszpanii i na wybranych rynkach eksportowych.
- IGM nie posiada własnej strony internetowej. Z aktywności na LinkedIn ([link](#)) można wywnioskować, że grupa działa m.in. przez marki handlowe Termopainel ([link](#) – link do strony kolumbijskiej spółki zależnej IGM) oraz Irmalex ([link](#)).
- Grupa posiada zakład produkcyjny w północnej części Portugalii.
- Płyty warstwowe produkowane przez grupę składają się z profilowanych arkuszy metalowych połączonych sztywnym rdzeniem w postaci pianki PUR/PIR (w przypadku pokryć dachowych taki produkt imituje np. tradycyjną dachówkę).
- Globalnym liderem tego obszaru rynkowego jest Kingspan.

Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży	1 728	1 963	1 778	1 780	1 776	1 896	2 023	2 121	2 201	2 288	2 350	2 399	2 438	2 470
Jednostka dominująca	994	1 060	930	874	851	824	1 349	1 895	2 459	3 046	3 133	3 200	3 255	3 300
Produkcja w Polsce	837	869	718	695	688	718	1 235	1 774	2 332	2 913	2 994	3 057	3 109	3 151
Dystrybucja w Polsce	390	403	365	323	297	310	338	361	382	404	419	431	442	451
Europa Zachodnia	384	432	442	455	447	476	519	557	590	625	649	668	684	698
Europa Wschodnia i Azja	451	552	485	494	522	558	585	599	607	616	615	609	603	598
Ameryka Płn. i Płd	126	169	122	105	93	101	108	115	120	126	129	132	134	137
Pozostałe	218	232	175	155	153	162	179	194	208	222	230	236	242	246
Korekty	-1 670	-1 752	-1 460	-1 321	-1 274	-1 253	-2 290	-3 374	-4 498	-5 665	-5 817	-5 936	-6 031	-6 110
Przychody ze sprzedaży zewn.	1 728	1 963	1 778	1 780	1 776	1 896	2 023	2 121	2 201	2 288	2 350	2 399	2 438	2 470
Jednostka dominująca	213	208	213	191	196	209	225	238	250	262	273	281	288	294
Produkcja w Polsce	5	8	10	84	91	103	111	117	123	129	134	138	142	145
Dystrybucja w Polsce	389	401	364	316	293	307	331	351	368	386	401	414	424	433
Europa Zachodnia	368	416	426	446	439	467	504	534	560	588	612	631	647	661
Europa Wschodnia i Azja	442	550	483	491	518	554	577	588	593	599	598	592	586	581
Ameryka Płn. i Płd	126	169	122	105	93	101	108	115	120	126	129	132	134	137
Pozostałe	185	211	161	147	146	156	168	178	187	196	204	210	216	220
Zysk brutto ze sprzedaży	479,7	590,7	550,1	602,5	609,4	631,2	672,6	703,1	727,5	754,1	772,4	785,9	796,2	804,0
SG&A	396,3	452,9	460,1	455,1	438,3	460,9	491,3	514,5	533,3	553,5	568,0	579,0	587,8	594,8
Saldo PPO/PKO	9,3	15,8	18,2	-1,8	1,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5
EBITDA	136,8	199,2	148,5	189,7	221,4	217,1	228,3	236,3	242,2	248,5	252,3	254,8	256,4	257,2
Jednostka dominująca	85,5	99,9	177,7	141,5	167,5	150,3	159,9	167,5	173,3	179,7	180,9	181,2	180,8	179,9
Produkcja w Polsce	77,4	75,7	71,9	82,5	93,5	91,3	96,7	100,7	103,8	107,3	106,6	105,3	103,8	101,9
Dystrybucja w Polsce	23,1	24,8	17,4	22,6	20,5	17,8	19,2	20,2	20,8	21,6	21,9	22,0	22,1	22,1
Europa Zachodnia	34,8	29,2	36,7	54,5	52,6	51,5	55,2	57,8	60,0	62,4	63,9	65,1	65,9	66,5
Europa Wschodnia i Azja	51,8	99,6	43,4	44,9	55,2	53,2	54,6	55,1	54,9	54,9	54,0	52,9	51,7	50,6
Ameryka Płn. i Płd	7,4	12,2	-7,4	7,7	-0,9	8,4	9,0	9,5	9,8	10,2	10,3	10,3	10,4	10,5
Pozostałe	30,5	39,4	36,3	17,5	21,9	28,4	30,1	31,4	32,5	33,7	34,6	35,3	35,9	36,3
Korekty	-173,8	-181,5	-227,5	-181,6	-189,0	-183,7	-196,4	-205,9	-213,1	-221,4	-219,9	-217,4	-214,2	-210,5
EBIT	92,7	153,6	108,1	145,6	172,6	167,7	178,8	186,1	191,8	198,0	201,9	204,4	205,9	206,7
Saldo finansowe	-6,8	-22,5	-57,8	-38,7	-31,9	-12,4	-17,4	-14,4	-11,5	-9,3	-7,9	-6,9	-6,1	-4,6
Zysk brutto	88,4	134,2	55,3	107,0	132,7	153,3	161,4	171,7	180,2	188,8	194,0	197,5	199,8	202,2
Zysk netto	102,7	112,1	50,1	85,9	106,8	122,5	129,0	137,2	144,0	150,9	155,1	157,9	159,7	161,6
CFO	-30,2	189,8	83,6	186,8	167,1	173,2	173,7	183,6	190,3	194,0	199,9	203,6	205,6	207,4
Dług netto	138,9	34,2	161,9	151,0	131,0	74,3	26,3	-31,3	-61,7	-92,6	-88,3	-84,3	-80,7	-78,2
Dług netto skorg.	90,7	-17,2	118,7	111,4	91,5	34,8	-13,2	-70,9	-101,2	-132,2	-127,8	-123,9	-120,3	-117,7
Przychody zewn. zmiana r/r	25%	14%	-9%	0%	0%	7%	7%	5%	4%	4%	3%	2%	2%	1%
Polska**	---	2%	-5%	1%	-2%	7%	8%	6%	5%	5%	4%	3%	3%	2%
Europa Zachodnia	---	13%	2%	3%	-2%	6%	9%	7%	6%	6%	4%	3%	2%	2%
Europa Wschodnia i Azja	---	22%	-12%	2%	6%	7%	5%	2%	1%	1%	0%	-1%	-1%	-1%
Ameryka Płn. i Płd	---	34%	-28%	-14%	-12%	9%	8%	6%	5%	5%	2%	2%	2%	2%
Pozostałe	---	6%	-24%	-12%	-1%	6%	10%	8%	7%	7%	4%	3%	2%	2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	27,8%	30,1%	30,9%	33,9%	34,3%	33,3%	33,2%	33,2%	33,1%	33,0%	32,9%	32,8%	32,7%	32,5%
S&GA/przychody	22,9%	23,1%	25,9%	25,6%	24,7%	24,3%	24,3%	24,3%	24,2%	24,2%	24,2%	24,1%	24,1%	24,1%
Marża EBITDA	7,9%	10,1%	8,4%	10,7%	12,5%	11,5%	11,3%	11,1%	11,0%	10,9%	10,7%	10,6%	10,5%	10,4%
Jednostka dominująca	9%	9%	19%	16%	20%	18%	12%	9%	7%	6%	6%	6%	6%	5%
Produkcja w Polsce	9%	9%	10%	12%	14%	13%	8%	6%	4%	4%	4%	3%	3%	3%
Dystrybucja w Polsce	6%	6%	5%	7%	7%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Europa Zachodnia	9%	7%	8%	12%	12%	11%	11%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Europa Wschodnia i Azja	12%	18%	9%	9%	11%	10%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	8%
Ameryka Płn. i Płd	6%	7%	-6%	7%	-1%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Pozostałe	14%	17%	21%	11%	14%	17%	17%	16%	16%	15%	15%	15%	15%	15%
Korekty/przychody	-10%	-9%	-13%	-10%	-11%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-9%	-9%	-9%	-9%
Marża EBIT	5,4%	7,8%	6,1%	8,2%	9,7%	8,8%	8,8%	8,8%	8,7%	8,7%	8,6%	8,5%	8,4%	8,4%
Marża zysku netto	5,9%	5,7%	2,8%	4,8%	6,0%	6,5%	6,4%	6,5%	6,5%	6,6%	6,6%	6,6%	6,5%	6,5%

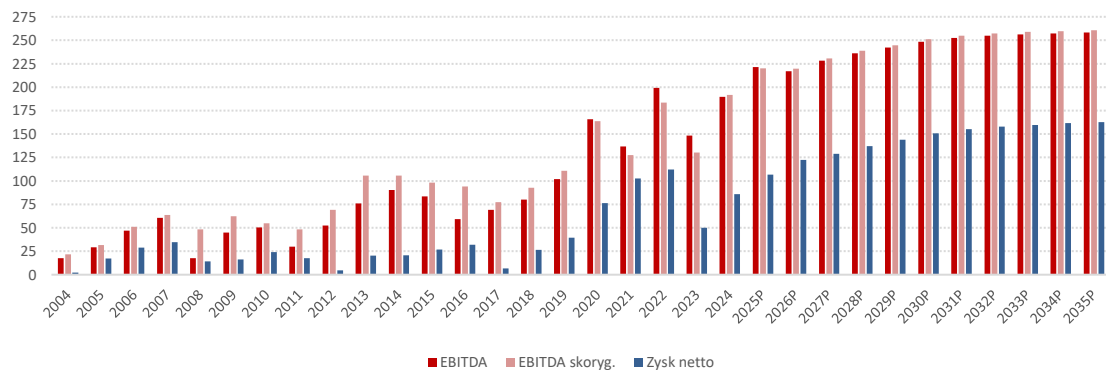
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *po uwzględnieniu pożyczek dla głównego akcjonariusza, **produkcja + dystrybucja + jednostka domin.

Przychody [mln PLN] i marża brutto ze sprzedaży



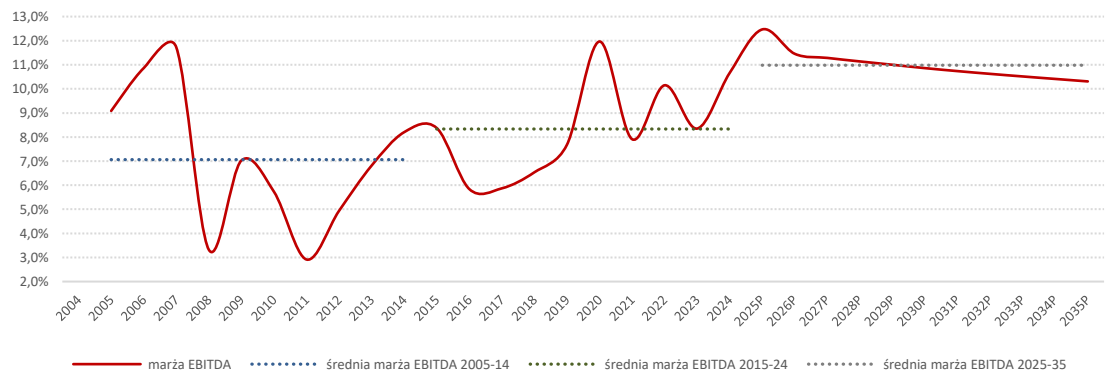
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

Bilans [mln PLN]	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Aktywa trwałe	658	678	673	676	677	631	631	631	631	631	632	632
Wartości niematerialne i prawne	53	53	53	54	54	54	54	54	54	55	55	55
Rzeczowe aktywa trwałe	425	451	449	451	453	452	452	452	452	452	452	452
Nieruchomości inwestycyjne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa trwałe	181	173	171	171	171	125	125	125	125	125	125	125
Aktywa obrotowe	668	677	763	836	907	988	1 022	1 011	996	977	968	975
Zapasy	194	193	217	236	248	257	266	267	270	277	282	287
Należności krótkoterminowe	357	365	389	415	435	452	470	482	492	501	507	514
Inwestycje krótkoterminowe	117	119	157	186	223	278	286	262	233	199	178	174
- w tym środki pieniężne	89	91	129	158	196	204	212	187	159	125	104	100
Pozostałe aktywa obrotowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktywa razem	1 326	1 355	1 436	1 512	1 585	1 618	1 653	1 643	1 627	1 608	1 599	1 607
Kapitał (fundusz) własny	735	788	857	924	997	1 038	1 081	1 085	1 088	1 090	1 092	1 093
Kapitał mniejszości	3	4	4	4	4	4	4	4	4	5	5	5
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	587	563	576	584	584	576	568	553	534	514	503	509
Rezerwy na zobowiązania	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17
Zobowiązania długoterminowe	172	157	140	123	105	105	105	105	105	105	105	105
- w tym zobowiązania oprocentowane	164	149	132	115	97	97	97	97	97	97	97	97
Zobowiązania krótkoterminowe	398	389	419	444	461	454	446	431	412	392	380	387
- w tym zobowiązania oprocentowane	75	73	71	69	67	45	22	2	-23	-53	-72	-72
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasywa razem	1 326	1 355	1 436	1 512	1 585	1 618	1 653	1 643	1 627	1 608	1 599	1 607
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody netto ze sprzedaży	1 780	1 776	1 896	2 023	2 121	2 201	2 288	2 350	2 399	2 438	2 470	2 505
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	602	609	631	673	703	728	754	772	786	796	804	813
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	455	438	461	491	514	533	554	568	579	588	595	602
Zysk (strata) na sprzedaży	147	171	170	181	189	194	201	204	207	208	209	210
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-2	2	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3
EBITDA	190	221	217	228	236	242	248	252	255	256	257	258
EBIT	146	173	168	179	186	192	198	202	204	206	207	208
Saldo działalności finansowej	-39	-32	-12	-17	-14	-12	-9	-8	-7	-6	-5	-4
Zysk (strata) brutto	107	133	153	161	172	180	189	194	197	200	202	204
Zysk (strata) netto mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	86	107	123	129	137	144	151	155	158	160	162	163
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
CF [mln PLN]	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przepływy z działalności operacyjnej	187	167	173	174	184	190	194	200	204	206	207	208
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-114	-60	-43	-47	-46	-43	-43	-44	-45	-46	-47	-48
Przepływy z działalności finansowej	-59	-95	-93	-98	-100	-139	-143	-181	-188	-193	-181	-164
Przepływy pieniężne netto	13	13	37	29	38	8	8	-24	-29	-34	-21	-4
Środki pieniężne na początek okresu	76	89	102	139	168	206	214	222	198	169	135	114
Środki pieniężne na koniec okresu	89	102	139	168	206	214	222	198	169	135	114	110
Wskaźniki	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody zmiana r/r	0%	0%	7%	7%	5%	4%	4%	3%	2%	2%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	28%	17%	-2%	5%	3%	2%	3%	2%	1%	1%	0%	0%
Zysk netto zmiana r/r	71%	24%	15%	5%	6%	5%	5%	3%	2%	1%	1%	1%
Marża brutto na sprzedaży	33,9%	34,3%	33,3%	33,2%	33,2%	33,1%	33,0%	32,9%	32,8%	32,7%	32,5%	32,4%
Marża EBITDA	10,7%	12,5%	11,5%	11,3%	11,1%	11,0%	10,9%	10,7%	10,6%	10,5%	10,4%	10,3%
Marża EBIT	8,2%	9,7%	8,8%	8,8%	8,8%	8,7%	8,7%	8,6%	8,5%	8,4%	8,4%	8,3%
Marża netto	4,8%	6,0%	6,5%	6,4%	6,5%	6,5%	6,6%	6,6%	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%
SG&A / przychody	25,6%	24,7%	24,3%	24,3%	24,3%	24,2%	24,2%	24,2%	24,1%	24,1%	24,1%	24,0%
ROE	11,7%	13,6%	14,3%	14,0%	13,8%	13,9%	14,0%	14,3%	14,5%	14,7%	14,8%	14,9%
ROA	6,5%	7,9%	8,5%	8,5%	8,7%	8,9%	9,1%	9,4%	9,7%	9,9%	10,1%	10,1%
Dług	240	222	203	184	164	142	119	99	74	44	26	26
D / (D+E)	24,6%	22,0%	19,2%	16,6%	14,2%	12,1%	9,9%	8,4%	6,4%	3,9%	2,3%	2,3%
D / E	32,6%	28,2%	23,7%	19,9%	16,5%	13,7%	11,0%	9,1%	6,8%	4,1%	2,3%	2,3%
Dług / kapitał własny	32,6%	28,2%	23,7%	19,9%	16,5%	13,7%	11,0%	9,1%	6,8%	4,1%	2,3%	2,3%
Dług netto	151	131	74	26	-31	-62	-93	-88	-84	-81	-78	-74
Dług netto / kapitał własny	0,21	0,17	0,09	0,03	-0,03	-0,06	-0,09	-0,08	-0,08	-0,07	-0,07	-0,07
Dług netto / EBITDA	0,8	0,6	0,3	0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
EV	1 341	1 321	1 264	1 216	1 159	1 128	1 098	1 102	1 106	1 109	1 112	1 116
Dług / EV	17,9%	16,8%	16,1%	15,1%	14,2%	12,6%	10,9%	9,0%	6,7%	4,0%	2,3%	2,3%
CAPEX / Przychody	4,1%	2,9%	2,5%	2,6%	2,5%	2,3%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,0%
CAPEX / Amortyzacja	166,8%	107,0%	95,0%	105,0%	103,7%	99,9%	100,4%	100,4%	100,4%	100,4%	100,4%	100,4%
Zmiana KO / Przychody	-2,7%	0,8%	0,9%	0,9%	0,7%	0,5%	0,6%	0,4%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-4064%	-373%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%
P/E*	13,9	11,1	9,7	9,2	8,7	8,3	7,9	7,7	7,5	7,5	7,4	7,3
P/BV*	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
EV/EBITDA*	7,1	6,0	5,8	5,3	4,9	4,7	4,4	4,4	4,3	4,3	4,3	4,3
EV/EBIT*	9,2	7,7	7,5	6,8	6,2	5,9	5,5	5,5	5,4	5,4	5,4	5,4
EV/S*	0,8	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
DPS	1,5	2,5	2,5	2,8	3,0	4,8	5,0	7,0	7,2	7,3	7,4	7,5
Payout ratio	64,8%	63,0%	50,6%	50,0%	50,0%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 55,0 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

Piotr Barcz

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Piotr Komorowski

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

Tomasz Grzeszczyk

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
redukuj	47,5	kupuj	49,8	23.03.2026	16:30 CET/CEST	55,00	119 904
kupuj	49,8	kupuj	38,9	03.12.2025	14:20 CET/CEST	40,70	110 662
kupuj	38,9	akumuluj	28,8	03.02.2025	08:00 CEST	32,20	87 368
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 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 1Q'26*:			, 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	1	25%	0	0%
Akumuluj	1	25%	0	0%
Trzymaj	1	25%	0	0%
Redukuj	1	25%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

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: 2026-03-23

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2026-03-23 (16:30 CEST/CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2026-03-30 (00:01 CEST/CET).

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

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

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

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

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

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

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ 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 2026-03-23:

- BDM oświadcza i zapewnia, że jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
 - BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
 - Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
 - Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
 - BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
 - BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
 - BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
 - BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
 - BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
 - 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.