



Dom Maklerski BDM S.A.

## PCC ROKITA

### RAPORT ANALITYCZNY

## AKUMULUJ

(WZNOWIENIE REKOMENDACJI)

WYCENA 72,9 PLN

01 KWIECIEŃ 2026, 07:15 CEST

Wznowiamy pokrywanie PCC Rokita od zalecenia Akumuluj. Cenę docelową (80% DCF + 20% porównawcza), ustalamy na poziomie 72,9 PLN. EBITDA spółki w 2025 roku spadła do poziomu najniższego od 10 lat. Jako szansę dla spółki postrzegamy skutki konfliktu na Bliskim Wschodzie, który może w średnim terminie rzutować na przepływ globalnego handlu w branży chemicznej (w ostatnich latach spółka „cierpiała” przez tanią produkcję z Chin/Indii). Coraz śmielsze są także głosy wskazujące na konieczność reformy europejskiego rynku energii (jeden z bazowych kosztów w spółce). W 2026 roku spółka będzie mieć możliwość bardziej elastycznego korzystania ze zmiennych cen energii (dwa nowe elektrolizery). Od strony inwestycji w najbliższych latach kluczowe jest dokończenie projektu PCC BD (JV z PCC Exol) – w bazowym scenariuszu spółka doloży do tego projektu jeszcze 119 mln PLN gotówki do 2028 roku (uważamy, że inwestorzy powinni mieć „z tyłu głowy” ryzyko odpisu na tym projekcie). Rekomendację braku dywidendy za 2026 wiążemy m.in. z koniecznym finansowaniem PCC BD - nie można jednak jeszcze wykluczyć innej decyzji WZA. Spółka wyceniana jest wg naszych prognoz na EV/EBITDA'26=4,9x, z dyskontem do grupy porównawczej a także poniżej wyprzedzającego wskaźnika EV/EBITDA dla spółki (mediana za ostatnie 10 lat to 6,3x). Jako czynnik ryzyka inwestorzy powinni brać pod uwagę ograniczoną komunikację spółki z rynkiem czy niski free-float.

#### Wyniki za ostatnie okresy

W 2025 spółka osiągnęła 1,80 mld PLN przychodów (-8% r/r), 257 mln PLN EBITDA (-31% r/r), 214 mln PLN EBITDA skoryg. (-25% r/r) oraz 61 mln PLN zysku netto (-57% r/r). W 4Q'25 wyniki także były słabsze r/r. Wolumeny sprzedaży r/r w '25 lekko wzrosły r/r. Raportowany dług netto po 4Q'25 wyniósł 423 mln PLN.

#### Segmenty

Sprzedaż segmentu Poliuretanów w 2025 odpowiadała za 38% przychodów, a sprzedaż Chloropochodnych za 33%. Trzecim segmentem stała się w ostatnich latach „Pozostała działalność” (15%), wyprzedzając „Inną działalność chemiczną” (9%, gt. fosforopochodne). Pod kątem EBITDA główną kontrybucję wnoszą segment Chloropochodnych, jednak znaczną jej część opiera się ostatnio na rekompensatach energetycznych. Ok 50% sprzedaży Polioli było kierowane na rynek polski a 39% do krajów UE. W przypadku Chloropochodnych 53% to rynek polski a 35% kraje UE (z tego 1/3 do Niemiec).

#### Otoczenie rynkowe

Lata 2023-25 to okres spadku popytu, wzrostu konkurencji z Azji i wysokich cen energii w PL. Obecny konflikt na Bliskim Wschodzie przynosi z jednej strony dla spółki mocny wzrost kosztów dla Poliuretanów, z drugiej relatywnie poprawia konkurencyjność europejskiej produkcji vs Azja (ograniczenia logistyczne + spadek dostępności do tanich surowców bazowych z Iranu/Zatoki Perskiej). Dodatkowo od IV'26 Chiny noszą preferencje podatkowe na eksport polioli. Zwracamy także uwagę, że zakończenie inwestycji w dwa nowe elektrolizery powinno poprawić elastyczność kosztową spółki (szersze wykorzystanie wahań cen energii).

#### Podstawowe notowania

Średnioważone ceny energii w kontraktach 1Y na 2026 na TGE są o 9% niższe niż na 2025. Ceny spot energii w 1Q'26 są o 6% wyższe r/r (gt. zawyżył je I'26). Benchmarki dla ługu sodowego (Bloomberg na bazie Tecnon Orbichem) w 1Q'26 wskazywały na ok 12% wzrost r/r (w EUR). Nie dysponujemy wiarygodnymi benchmarkami za III'26 dla Europy, w przypadku USA i Azji ceny wzrosły średnio o 6-19% m/m, ale w każdym przypadku są niższe r/r. Średnia dla propylenu w 1Q'26 jest dotychczas o -10% niższa r/r, ale punktowo w połowie III'26 ceny są już 34% wyższe niż w III'25. Z danych PUDaily wynika, że w ślad za tym w górę poszły ceny polioli (co najmniej 12% m/m w III'26), ale ceny są niższe r/r ([link](#)). Dodatkowo od IV'26 Chiny noszą ulgi podatkowe dla eksporterów polioli (ok 13% przełożenie na ceny FOB; [link](#)).

#### Inwestycje

W 2025 spółka ukończyła inwestycję w dwa nowe elektrolizery (obecnie rozruch). Razem z PCC Exol spółka prowadzi inwestycję JV w PCC BD, która może produkować alkoksylaty, czyli polioli (produkt PCC Rokita) lub etoksylaty (surfaktanty, PCC Exol). Zakładany koszt inwestycji to obecnie 842 mln PLN, a termin ukończenia 2028 rok. Inwestycja już ponad 2x przekroczyła pierwotnie zakładany budżet. Spółka nie dokonała żadnego księgowego odpisu instalacji, ale zwracamy uwagę, że w raporcie rocznym istotnie (z 15% do 8,5%) zmniejszyła stopę dyskonta w teście na utratę wartości.

#### Prognozy wyników, wskaźniki

W 2026 zakładamy 1,97 mld PLN przychodów, 343 mln PLN EBITDA oraz 118 mln PLN zysku netto. Liczymy na odbicie wyników przede wszystkim w Chloropochodnych (relatywna poprawa sytuacji od strony kosztowej). Nie oczekujemy poprawy w Poliuretanach (potencjalnie niższa presja konkurencyjna z Chin, ale nadal wymagające otoczenie popytowe przy dużym wzroście kosztów). W 2027 roku oczekujemy odpowiednio 2,05 mld PLN oraz 410 / 173 mln PLN. Mnożniki rynkowe (EV/EBITDA'26=4,9x, '27=3,9x) są poniżej europejskiej grupy porównawczej. Spółka handlowana jest powyżej swojej 10-letniej mediany (5,6x) dla EV/EBITDA historycznie, natomiast poniżej licząc wskaźnik wyprzedzająco (mediana=6,3x).

	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody [mln PLN]	2 388,2	1 947,4	1 801,3	1 969,5	2 050,8	2 049,2
Wynik na sprzedaży [mln PLN]	286,3	107,1	35,9	118,2	172,6	193,5
EBITDA [mln PLN]	518,0	373,3	256,9	342,6	409,9	433,1
EBIT [mln PLN]	342,9	194,4	102,6	181,0	242,8	265,5
Wynik netto [mln PLN]	267,8	143,0	61,5	118,0	172,7	194,9
Dług netto [mln PLN]	308,8	365,1	422,7	345,6	281,6	212,2
P/BV	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9	0,8
P/E	4,9	9,2	21,7	11,3	7,7	6,9
EV/EBITDA	3,1	4,5	6,8	4,9	3,9	3,6
EV/EBIT	3,1	4,5	6,8	4,9	3,9	3,6
DPS [PLN]	21,6	6,7	5,2	0,0	4,1	6,0

Wycena DCF [PLN]	67,4
Wycena porównawcza [PLN]	94,8
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>72,9</b>
<b>Potencjał do wzrostu / spadku</b>	<b>10,4%</b>
Koszt kapitału	12,3%
Cena rynkowa [PLN]	66,0
Kapitalizacja [mln PLN]	1 337,1
Ilość akcji [mln. szt.]	20,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	74,2
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	61,0
Stopa zwrotu za 3 mc	7,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	-1,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	-0,2%
Struktura akcjonariatu:	
PCC SE	82,6%
Pozostali	17,4%

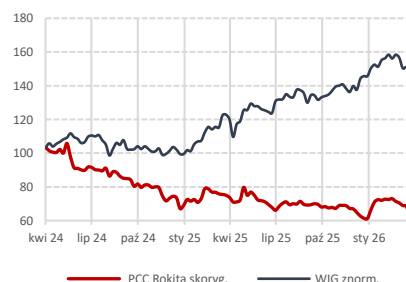
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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.

**SPIS TREŚCI:**

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE .....	3
PRZEGLĄD CEN I DANYCH MAKRO.....	4
WYCENA I PODSUMOWANIE .....	5
WYCENA DCF .....	6
WYCENA PORÓWNAWCZA .....	8
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA .....	9
PODSTAWOWY OPIS DZIAŁALNOŚCI.....	10
PROCES PRODUKCYJNY.....	11
INWESTYCJE.....	14
AKTUALNE OTOCZENIE MAKRO ORAZ SUROWCE.....	16
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY .....	21
DANE FINANSOWE .....	31

**WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE**

Wskaźniki rynkowe	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
P/E	4,9	9,2	21,7	11,3	7,7	6,9	6,6
P/BV	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	3,1	4,6	6,8	4,9	3,9	3,6	3,3
EV/EBIT	4,7	8,7	17,2	9,3	6,7	5,8	5,3
EV/S	0,7	0,9	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7
BVPS	69,6	70,2	66,9	72,7	77,2	80,8	84,2
EPS	13,5	7,2	3,0	5,8	8,5	9,6	10,0
DPS (w danym roku)	21,6	6,7	5,1	0,0	4,1	6,0	6,7
Payout ratio	63%	50%	72%	0%	70%	70%	70%

Wyniki roczne [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
<b>Przychody</b>	<b>2 388</b>	<b>1 947</b>	<b>1 801</b>	<b>1 970</b>	<b>2 051</b>	<b>2 049</b>	<b>2 060</b>
poliuretany	1 001	811	687	790	925	1 004	1 027
chloropochodne	992	677	603	617	544	454	440
inna działalność chemiczna	160	164	165	197	218	227	229
energetyka	66	65	69	70	72	75	78
pozostała działalność	169	231	278	295	292	289	286
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>584</b>	<b>391</b>	<b>303</b>	<b>414</b>	<b>480</b>	<b>501</b>	<b>512</b>
SG&A	298	284	267	295	308	307	309
PPO/PKO	57	87	67	63	70	72	73
<b>EBITDA</b>	<b>518</b>	<b>373</b>	<b>257</b>	<b>343</b>	<b>410</b>	<b>433</b>	<b>443</b>
poliuretany	42	63	37	43	84	104	111
chloropochodne	378	199	112	174	199	203	205
inna działalność chemiczna	14	17	21	19	20	20	20
energetyka	24	37	48	48	48	48	48
pozostała działalność	86	88	124	120	120	120	120
korekty segmentowe	-26	-31	-61	-62	-62	-62	-62
<b>EBIT</b>	<b>343</b>	<b>194</b>	<b>103</b>	<b>181</b>	<b>243</b>	<b>265</b>	<b>276</b>
Zysk brutto	314	160	67	146	213	241	251
<b>Zysk netto</b>	<b>268</b>	<b>143</b>	<b>61</b>	<b>118</b>	<b>173</b>	<b>195</b>	<b>203</b>
<b>Dług netto</b>	<b>309</b>	<b>390</b>	<b>423</b>	<b>346</b>	<b>282</b>	<b>212</b>	<b>122</b>

Wskaźniki	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody zmiana r/r	-24%	-18%	-8%	9%	4%	0%	1%
EBITDA zmiana r/r	-49%	-28%	-31%	33%	20%	6%	2%
Zysk netto zmiana r/r	-60%	-47%	-57%	92%	46%	13%	4%
Marża brutto na sprzedaży	24,5%	20,1%	16,8%	21,0%	23,4%	24,4%	24,9%
Marża EBITDA	21,7%	19,2%	14,3%	17,4%	20,0%	21,1%	21,5%
Marża netto	11,2%	7,3%	3,4%	6,0%	8,4%	9,5%	9,9%
ROE	19,4%	10,3%	4,5%	8,0%	11,0%	11,9%	11,9%
ROA	10,6%	5,7%	2,7%	4,9%	7,1%	7,9%	8,2%

Bilans [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>1 728</b>	<b>1 728</b>	<b>1 731</b>	<b>1 752</b>	<b>1 769</b>	<b>1 774</b>	<b>1 750</b>
WniP	113	99	75	83	86	86	86
Rzeczowe aktywa trwałe	1 549	1 485	1 513	1 479	1 453	1 428	1 408
Pozostałe aktywa trwałe	66	144	142	190	230	260	255
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>797</b>	<b>786</b>	<b>575</b>	<b>636</b>	<b>667</b>	<b>686</b>	<b>728</b>
Zapasy	167	180	161	176	183	183	184
Należności krótkoterminowe	277	249	209	228	237	237	238
Środki pieniężne	290	250	122	149	163	182	223
Pozostałe aktywa obrotowe	63	107	83	83	83	83	83
<b>Aktywa razem</b>	<b>2 525</b>	<b>2 514</b>	<b>2 305</b>	<b>2 389</b>	<b>2 436</b>	<b>2 460</b>	<b>2 478</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>1 381</b>	<b>1 394</b>	<b>1 356</b>	<b>1 474</b>	<b>1 564</b>	<b>1 638</b>	<b>1 705</b>
Udziały mniejszości	0	0	0	0	0	0	0
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>1 143</b>	<b>1 121</b>	<b>950</b>	<b>915</b>	<b>872</b>	<b>822</b>	<b>773</b>
Rezerwy na zobowiązania	154	159	130	130	130	130	130
Oprocentowane zobowiązania	599	640	545	495	445	395	345
Zobowiązania pozostałe	390	321	275	290	297	297	298
<b>Pasywa razem</b>	<b>2 525</b>	<b>2 514</b>	<b>2 305</b>	<b>2 389</b>	<b>2 436</b>	<b>2 460</b>	<b>2 478</b>

<b>Dług netto</b>	<b>309</b>	<b>390</b>	<b>423</b>	<b>346</b>	<b>282</b>	<b>212</b>	<b>122</b>
Dług netto / Kapitał własny	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1
Dług netto / EBITDA	0,6	1,0	1,6	1,0	0,7	0,5	0,3

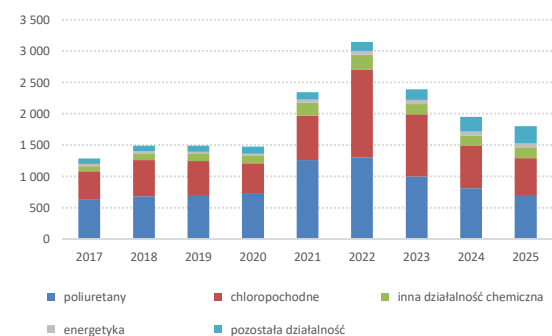
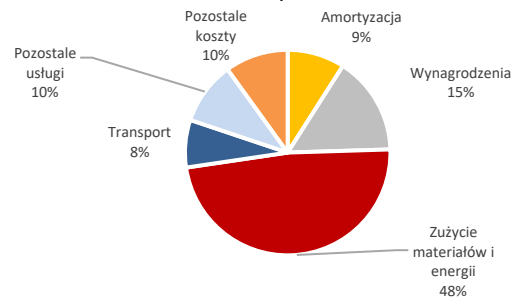
Rachunek przepływu [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
CFO	512	306	296	297	360	388	394
CFI	-250	-200	-158	-180	-179	-167	-141
CFF	-500	-147	-266	-90	-167	-201	-213
- w tym dywidenda	428	133	103	0	83	121	136
Przepływy pieniężne netto	-238	-40	-128	27	14	19	40
CAPEX / Amortyzacja	124%	72%	98%	84%	86%	85%	88%

**PCC ROKITA**

<b>Rekomendacja</b>	<b>Akumuluj</b>	<b>www:</b>	<a href="https://pcc.rokita.pl/">https://pcc.rokita.pl/</a>
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>72,9</b>		
<b>Potencjał</b>	<b>10,4%</b>	<b>daty najbliższych raportów:</b>	
Cena rynkowa [PLN]	66,0	1Q'26:	20 maj
Ilość akcji [mln. szt.]	20,3	2Q'26:	19 sie
Kapitalizacja [mln PLN]	1 337,1		

Wyniki Q [mln PLN]	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25
<b>Przychody</b>	<b>460</b>	<b>487</b>	<b>509</b>	<b>450</b>	<b>415</b>	<b>429</b>
poliuretany	193	189	196	170	164	157
chloropochodne	155	174	168	152	134	149
inna działalność	38	40	49	42	38	37
energetyka	12	20	22	14	14	19
pozostała działalność	62	64	74	73	64	67
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>73</b>	<b>98</b>	<b>90</b>	<b>86</b>	<b>61</b>	<b>65</b>
SG&A	-3	94	1	1	46	19
PPO/PKO	0	84	0	0	52	31
<b>EBITDA</b>	<b>43</b>	<b>164</b>	<b>57</b>	<b>60</b>	<b>80</b>	<b>59</b>
poliuretany	10	17	5	13	5	15
chloropochodne	19	117	13	17	56	27
inna działalność	2	5	5	4	5	6
energetyka	3	12	18	7	5	18
pozostała działalność	10	1	10	77	7	30
korekty segmentowe	-2	13	7	-58	2	-12
<b>EBIT</b>	<b>3</b>	<b>118</b>	<b>19</b>	<b>21</b>	<b>43</b>	<b>21</b>
Zysk brutto	-7	108	10	11	34	13
<b>Zysk netto</b>	<b>-7</b>	<b>104</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>33</b>	<b>21</b>
<b>Dług netto</b>	<b>438</b>	<b>365</b>	<b>381</b>	<b>409</b>	<b>457</b>	<b>423</b>

Wskaźniki	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25
Przychody zmiana r/r	-10,3%	-9,0%	3,4%	-11,6%	-9,8%	-12,0%
EBITDA zmiana r/r	-46,0%	26,0%	-26,4%	-31,9%	86,8%	-63,8%
Zysk netto zmiana r/r	---	26,8%	-82,5%	-81,9%	---	-80,2%
Marża brutto na sprzedaży	13,4%	13,1%	14,6%	16,2%	15,4%	15,6%
Marża EBITDA	0,5%	1,0%	1,0%	0,9%	1,2%	1,4%
Marża netto	-1,6%	21,4%	0,6%	1,2%	7,9%	4,8%

**Przychody [mln PLN]**

**Struktura kosztów za ostatni rok obrotowy**


**PRZEGLĄD CEN I DANYCH MAKRO**

Energia TGeBase [PLN/MWh]				Energia Spot Germany [EUR/MWh]				Wykorzystanie mocy chlorowych w UE27+3			
	2024	2025	2026		2024	2025	2026		2024	2025	2026
sty	417	514	646	sty	80	122	112	sty	69%	74%	66%
lut	347	561	501	lut	64	129	98	lut	74%	77%	
mar	338	430	449	mar	66	99	101	mar	68%	67%	
kwi	361	378		kwi	64	80		kwi	68%	64%	
maj	380	418		maj	72	72		maj	67%	62%	
cze	489	373		cze	96	71		cze	68%	69%	
lipiec	485	439		lipiec	71	86		lipiec	69%	71%	
się	444	396		się	83	81		się	66%	71%	
wrz	412	473		wrz	77	88		wrz	62%	66%	
paź	453	463		paź	91	87		paź	62%	65%	
lis	591	526		lis	127	105		lis	66%	62%	
gru	485	488		gru	117	92		gru	65%	64%	
Produkcja ługu i sody w PL [tys t]				Zapasy sody w UE27+3 [tys t]				Ług sodowy WE RTC DEL EUR/t			
	2024	2025	2026		2024	2025	2026		2024	2025	2026
sty	26	28	35	sty	228	245	216	sty	764	916	1 020
lut	34	24	32	lut	257	255		lut	846	919	1 009
mar	36	28		mar	244	208		mar	829	894	1 039
kwi	35	19		kwi	222	181		kwi	845	896	
maj	32	20		maj	212	190		maj	829	1 022	
cze	27	36		cze	214	199		cze	838	1 004	
lipiec	29	38		lipiec	234	220		lipiec	828	1 011	
się	32	29		się	213	280		się	822	1 006	
wrz	36	15		wrz	226	260		wrz	828	995	
paź	36	33		paź	199	270		paź	854	1 011	
lis	24	33		lis	218	238		lis	929	1 030	
gru	22	34		gru	226	229		gru	919	1 010	
Ług sodowy (32%) Chiny EUR/t				Soda kaustyczna Chiny Futures 1st EUR/t				Soda kaustyczna SE Asia EUR/t			
	2024	2025	2026		2024	2025	2026		2024	2025	2026
sty	344	437	302	sty	352	370	236	sty	378	491	348
lut	339	440	275	lut	344	385	247	lut	375	519	340
mar	366	466	299	mar	339	340	275	mar	430	499	403
kwi	368	396		kwi	310	303		kwi	464	447	
maj	345	360		maj	311	309		maj	452	415	
cze	348	358		cze	310	309		cze	447	413	
lipiec	362	350		lipiec	303	295		lipiec	445	388	
się	369	358		się	324	295		się	426	377	
wrz	370	367		wrz	313	305		wrz	426	381	
paź	380	365		paź	340	292		paź	454	393	
lis	444	351		lis	368	282		lis	505	389	
gru	443	314		gru	333	255		gru	491	365	
Soda kaustyczna USA Export EUR/t				Chlor WE DEL EUR/t				Produkcja sprzed. mebli w Polsce [mln PLN]			
	2024	2025	2026		2024	2025	2026		2024	2025	2026
sty	383	487	352	sty	375	379	374	sty	4 865	4 832	4 439
lut	363	430	358	lut	380	373	372	lut	4 989	4 648	4 481
mar	375	437	380	mar	373	362	383	mar	4 912	4 954	
kwi	385	477		kwi	380	362		kwi	4 909	4 685	
maj	383	479		maj	372	374		maj	4 236	4 486	
cze	389	471		cze	376	367		cze	4 416	4 345	
lipiec	366	415		lipiec	372	370		lipiec	4 243	4 256	
się	358	397		się	369	376		się	4 432	4 436	
wrz	377	371		wrz	372	373		wrz	4 777	5 128	
paź	509	379		paź	382	378		paź	5 584	5 361	
lis	597	381		lis	385	378		lis	5 243	4 753	
gru	565	339		gru	380	371		gru	4 178	4 377	
Propylen spot NWE CIF EUR/t				Tlenek propylenu WE EUR/t				Poliole WE EUR/t			
	2024	2025	2026		2024	2025	2026		2024	2025	2026
sty	906	882	690	sty	1 552	1 364		sty	1 769	1 456	
lut	1 011	972	787	lut	1 552	1 364		lut	1 769	1 456	
mar	1 067	994	1 099	mar	1 552	1 364		mar	1 769	1 456	
kwi	1 044	921		kwi	1 430	1 245		kwi	1 635	1 411	
maj	984	824		maj	1 430	1 245		maj	1 635	1 411	
cze	937	808		cze	1 430	1 245		cze	1 635	1 411	
lipiec	909	785		lipiec	1 256	1 201		lipiec	1 420	1 376	
się	923	755		się	1 256	1 201		się	1 420	1 376	
wrz	872	775		wrz	1 256	1 201		wrz	1 420	1 376	
paź	840	719		paź	1 360	1 161		paź	1 375	1 378	
lis	798	675		lis	1 360	1 161		lis	1 375	1 378	
gru	809	637		gru	1 360	1 161		gru	1 375	1 378	

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Chemanalyst, GUS, Eurochlor

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
TGeBase 1Y [PLN/MWh]	167	238	265	236	359	907	749	488	442	434	424

Źródło: BDM S.A., TGE, ceny średnioważone, rok 2026 - handel zakończony, lata 2027-28 notowania do II'26

Średnioważone ceny energii w kontraktach 1Y na 2026 na TGE są o 9% niższe niż na 2025. Ceny spot energii w 1Q'26 są dotychczas o 6% wyższe r/r (gł. zawyżył je I'26). Benchmarki dla ługu sodowego (Bloomberg na bazie Tecnon Orbichem) w 1Q'26 wskazywały na ok 12% wzrost r/r (w EUR). Nie dysponujemy wiarygodnymi benchmarkami za III'26 dla Europy, w przypadku USA i Azji ceny wzrosły średnio o 6-19% m/m, ale w każdym przypadku są niższe r/r. Średnia dla propylenu w 1Q'26 jest dotychczas o -10% niższa r/r, ale punktowo w połowie III'26 ceny są już 34% wyższe niż w III'25. Z danych PUdaily wynika, że w ślad za tym w górę poszły ceny polioli (ok. 12% m/m w III'26), ale ceny były niższe r/r ([link](#)).

## WYCENA I PODSUMOWANIE

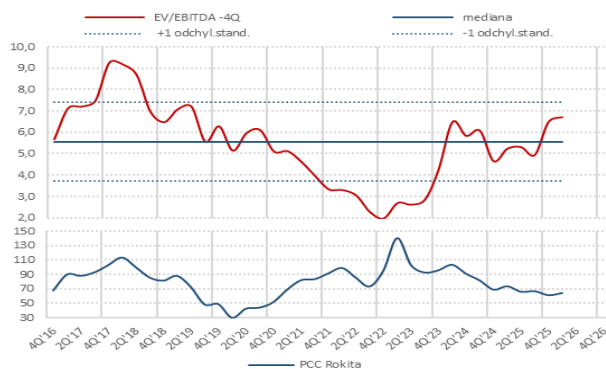
Wycena spółki PCC Rokita opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2026 – 2028 dała wartość 1 akcji na poziomie 94,8 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2026-2035 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 67,4 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 80% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 20% dla wyceny porównawczej. Wycena porównawcza oparta jest na wskaźnikach europejskich producentów chemii o przynajmniej częściowo zbliżonym profilu produkcji do PCC Rokita (prezentujemy także wycenę według wskaźników producentów z USA/Chin, ale jej waga w końcowej wycenie to obecnie 0%). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 72,9 PLN.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	67,4
Wycena metodą porównawczą	20%	94,8
<b>Wycena 1 akcji [PLN]</b>		<b>72,9</b>

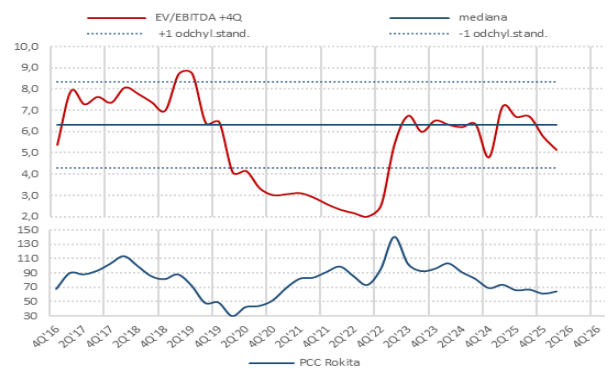
Źródło: BDM S.A.

### PCC Rokita EV/EBITDA (-4Q) oraz kurs PLN



Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, \*ujęte wyniki za poprzednie 4 kwartały, dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)

### PCC Rokita EV/EBITDA (+4Q) oraz kurs PLN



Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, \*ujęte prognozy wyników za kolejne 4 kwartały (łącznie z bieżącym), dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)

### Założenia makro\*

	2021	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
EUR/PLN	4,56	4,68	4,54	4,31	4,24	4,29	4,36	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39
USD/PLN	3,86	4,46	4,20	3,98	3,76	3,71	3,74	3,73	3,69	3,65	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64
Ropa Brent [USD/bbl]	70,4	101,1	82,6	80,7	69,0	87,6	77,5	74,6	72,9	71,6	70,5	69,5	68,2	67,3	67,3
Nafta [EUR/t]	534	730	593	605	504	634	539	504	483	469	460	453	447	442	442
Propylen [EUR/t]	1 130	1 063	765	925	812	976	905	880	863	851	805	799	806	810	808
Etylen [EUR/t]	1 067	1 423	1 209	1 222	1 158	1 238	1 160	1 130	1 112	1 099	1 083	1 079	1 073	1 066	1 068
ług sodowy [EUR/t]	693	1 490	1 116	843	976	1 011	954	889	876	861	882	881	886	877	872
Poliiole [EUR/t]	2 791	2 696	1 980	1 550	1 405	1 595	1 840	1 976	2 027	2 045	1 877	1 737	1 776	1 879	1 914
EUA 1M [EUR/t]	53,3	80,9	83,9	65,6	74,1	76,2	76,4	76,4	76,4	76,4	76,4	76,4	76,4	76,4	76,4
Energia TGeBase PL [PLN/MWh]	409	823	529	433	455	499	457	379	364	343	345	346	350	352	349
Energia 1Y** PL [PLN/MWh]	236	359	907	749	488	442	466	441	391	361	359	361	369	371	367
Energia spot DE [PLN/MWh]	456	1 149	447	361	393	454	422	349	338	319	313	306	311	317	317

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Chemanalyst, TGE, \* założenie dla walut, ropy, nafty, energii w DE w oparciu o krzywe forward; pozostałe założenia na bazie wewnętrznego modelu uwzględniającego cykliczność koniunktury

\*\*cena dla roku realizacji kontraktu

## 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 (5,9%), premii za ryzyko rynkowe (8,0%) oraz współczynnika beta = 1,0. Finalnie metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,37 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję jest to 67,4 PLN.

Wrażliwość modelu DCF														
		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym						Beta						
		1,00%	2,00%	3,00%			1,00%	2,00%	3,00%					
		0,9	70,1	73,2	77,0			7,5%	68,0	70,9	74,4	0,9	1,0	1,1
beta	1,0	64,8	67,4	70,5	Premia za ryzyko	8,0%	64,8	67,4	70,5	Premia za ryzyko	8,0%	73,2	67,4	62,2
	1,1	60,1	62,2	64,8		8,5%	61,8	64,1	66,8		8,5%	69,8	64,1	59,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Istotne założenia modelu:

- Założenia makro prezentujemy w tabeli na stronie 4.
- W 2026 roku estymujemy wzrost przychodów do 1,97 mld PLN (+9% r/r, w tym 1% wzrost wolumenów). W średnim terminie zakładamy wzrost wolumenów o 1-2% w skali roku, uzyskiwane ceny są pochodną przyjętych założeń makro.
- Zwracamy uwagę, że w modelu przyjmujemy cykliczność koniunktury w branży chemicznej. Poprzedni szczyt w obszarze działalności spółki przypadł na okolice 2021-22 roku. Kolejne trzy lata to stopniowy spadek koniunktury. Patrząc przez pryzmat EBITDA zakładamy odbicie w 2026 roku i jego kontynuację w latach 2027-2030 (początkowo w segmencie Chloropochodnych, później także w Poliuretanach). Lata 2031-32 to kolejne lekkie cykliczne schłodzenie koniunktury w naszym modelu. W ostatnim roku naszej szczegółowej prognozy (2035) zakładamy EBITDA na poziomie 458 mln PLN (vs średnia dla 2026-34 na poziomie 424 mln PLN a dla 2017-25 na poziomie 447 mln PLN).
- Zakładamy, że spółka będzie w kolejnych latach (także po 2030 roku) otrzymywać rekompensaty za ceny uprawnień CO2 dla sektora energochłonnego.
- Przyjmujemy CAPEX (bez PCC BD) w najbliższych kilku latach poniżej amortyzacji, a w dłuższym horyzoncie na poziomie zbliżonym do amortyzacji.
- Efektywną stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 19,0%.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 2,0%.
- Dług netto PCC Rokita przyjęto na poziomie z końca 2025 roku (bez długu netto PCC BD, który jest ujęty w wycenie PCC BD). W osobnej pozycji prezentujemy poziom pożyczek udzielonych głównemu akcjonariuszowi.
- Do obliczeń przyjęliśmy aktualną liczbę akcji (20,3 mln), a końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 1 kwietnia 2026 roku.
- Prezentujemy dwa podejścia do ujęcia wyceny PCC BD (JV z PCC Exol) w wycenie PCC Rokita.
- Podejście 1 - ujmujemy w wycenie PCC Rokita jedynie zdyskontowane nakłady gotówkowe, które musi jeszcze ponieść PCC Rokita na projekt (zakładamy 119 mln PLN, po zdyskontowaniu jest to -99 mln PLN) – ten scenariusz przyjmujemy jako bazowy (zwracamy uwagę, że nie ujmuje on ewentualnego ryzyka związanego z poręczeniem długu PCC BD przez PCC Rokita – zakładamy, że projekt będzie w stanie obsługiwać swoje zadłużenie samodzielnie). Do 4Q'25 PCC Rokita zaangażowała 89 mln PLN gotówki (+aport aktywów na 40 mln PLN; PCC Exol zaangażował tylko gotówkę), co jest realnie ujęte już w długi netto PCC Rokita na koniec 2025 roku.
- Podejście 2 - wyceniamy projekt osobno na bazie prognozowanych przyszłych przepływów pieniężnych (następnie w wycenie PCC Rokita należałoby ująć 50% udział). Dług netto PCC BD na koniec 2025 roku to 199 mln PLN. Szacujemy, że CAPEX do poniesienia do końca inwestycji to 327 mln PLN (finansowany przez udziałowców oraz pozostałą część kredytu inwestycyjnego). Zakładamy, że produkcja seryjna z instalacji ruszy w 2029 roku (wcześniej możliwa produkcja testowa bez wpływu na wyniki). Przyjmujemy docelowo, że dostępność instalacji będzie podzielona po połowie między partnerów JV, przy czym zakładamy, że cykl produkcyjny etoksydatów powinien być 1,5-2x szybszy niż w przypadku polioli (tym samym docelowe wolumeny dla polioli to 27,5 tys ton, a dla etoksydatów 48,1 tys ton – zakładamy ich osiągnięcie w 2032 roku). Zakładamy, że na instalacji generowana EBITDA/t będzie wyższa niż w przypadku dotychczasowych instalacji PCC Rokity i PCC Exol (najnowsza technologia, wysoka automatyzacja). Zwracamy jednocześnie uwagę, że nasze założenia mogą być uznane za optymistyczne (spółka przyjęła w teście na utratę wartości 8,5% stopę dyskonta, w naszym przypadku jest to średnio ok 12%, spółka przy wzroście stopy dyskontowej o 1 pp zakłada ok 15 mln PLN odpisu na aktywie) – jednocześnie chcemy pokazać, jakie założenia należy przyjąć, aby projekt mniej więcej „broniał się” pod kątem wyceny (wycena 100% kapitału PCC BD na -40,8 mln PLN).

**Model DCF - PCC Rokita**

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 970	2 051	2 049	2 060	2 063	2 029	1 980	2 024	2 082	2 112
EBIT [mln PLN]	181,0	242,8	265,5	276,0	283,6	258,7	256,9	271,8	284,1	289,5
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	34,4	46,1	50,4	52,4	53,9	49,2	48,8	51,6	54,0	55,0
NOPLAT [mln PLN]	146,6	196,7	215,0	223,6	229,7	209,6	208,1	220,1	230,1	234,5
Amortyzacja [mln PLN]	161,5	167,1	167,6	166,8	166,2	165,9	166,1	166,6	167,4	168,2
CAPEX [mln PLN]	-135,4	-143,9	-142,5	-147,0	-151,6	-156,4	-161,4	-166,8	-167,4	-168,2
Inwestycje w kapitał obrot. [mln PLN]	-20,9	-10,1	0,2	-1,3	-0,4	4,2	6,1	-5,4	-7,2	-3,7
FCF [mln PLN]	151,9	209,8	240,4	242,0	243,9	223,3	218,8	214,5	223,0	230,8
DFCF [mln PLN]	139,2	170,9	173,9	155,2	138,5	112,1	96,9	83,7	76,6	69,7
Suma DFCF [mln PLN]	1216,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2000,6	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%								
Zdyskontowana wart. rezyd. [mln PLN]	604,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1820,9									
Dług netto 2025 [mln PLN]	422,7									
Pożyczki do gł. akcjonariusza [mln PLN]	65,8									
Wyplacona dywidenda [mln PLN]	0,0									
Projekt PCC BD [mln PLN]	-99,2									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>1 365</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	20,3									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>67,4</b>									

Przychody zmiana r/r	9,3%	4,1%	-0,1%	0,5%	0,2%	-1,6%	-2,4%	2,2%	2,9%	1,4%
FCF zmiana r/r	70,5%	38,1%	14,6%	0,7%	0,8%	-8,5%	-2,0%	-2,0%	3,9%	3,5%
Marża EBITDA	17,4%	20,0%	21,1%	21,5%	21,8%	20,9%	21,4%	21,7%	21,7%	21,7%
CAPEX / Amortyzacja	83,8%	86,1%	85,0%	88,1%	91,2%	94,2%	97,2%	100,1%	100,0%	100,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%

Źródło: BDM S.A.

**Kalkulacja WACC**

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Stopa wolna od ryzyka	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Premia za ryzyko	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%
Udział kapitału własnego	79,3%	81,7%	84,0%	86,1%	88,2%	90,3%	92,3%	94,4%	96,4%	98,3%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Udział kapitału obcego	20,7%	18,3%	16,0%	13,9%	11,8%	9,7%	7,7%	5,6%	3,6%	1,7%
WACC	12,3%	12,5%	12,6%	12,8%	13,0%	13,1%	13,3%	13,5%	13,6%	13,8%

Źródło: BDM S.A.

**Model DCF - przyszłe nakłady PCC Rokita na projekt PCC BD**

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Nakłady PCC Rokita [mln PLN]	-49,0	-40,0	-30,0							
DFCF [mln PLN]	-44,9	-32,6	-21,7							
<b>Suma DFCF [mln PLN]</b>	<b>-99,2</b>									

Źródło: BDM S.A.

**Model DCF - PCC BD (100% spółki)**

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	315,4	403,2	558,7	597,7	601,7	615,2	620,1
EBIT [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	14,3	36,4	74,9	83,1	84,3	88,3	89,8
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	2,7	6,9	14,2	15,8	16,0	16,8	17,1
NOPLAT [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	11,6	29,5	60,7	67,3	68,3	71,6	72,7
Amortyzacja [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	42,1	42,1	42,1	42,1	42,1	42,1	42,1
CAPEX [mln PLN]	-120,0	-120,0	-87,2	-13,9	-13,9	-21,1	-27,8	-31,6	-37,9	-42,1
Inwestycje w kapitał obrot. [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	-13,1	-3,8	-5,6	-0,6	-0,6	-1,4	-0,6
FCF [mln PLN]	-120,0	-120,0	-87,2	26,7	53,9	76,2	81,1	78,3	74,3	72,1
DFCF [mln PLN]	-110,3	-98,6	-64,0	17,5	31,5	39,6	37,5	32,1	27,1	23,3
Suma DFCF [mln PLN]	-64,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	687,8	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%								
Zdyskontowana wart. rezyd. [mln PLN]	222,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	158,2									
Dług netto 2025 [mln PLN]	199,0									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>-40,8</b>									

**Kalkulacja WACC**

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Udział kapitału własnego	74,2%	74,3%	74,5%	75,1%	77,0%	81,3%	83,1%	84,0%	84,6%	84,8%
Udział kapitału obcego	25,8%	25,7%	25,5%	24,9%	23,0%	18,7%	16,9%	16,0%	15,4%	15,2%
WACC	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	12,1%	12,4%	12,6%	12,6%	12,7%	12,7%

Źródło: BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników do europejskich koncernów chemicznych (udział w wycenie porównawczej = 100%), dla których działalność w obszarze produkcji polioli i chloropochodnych jest jedną z istotnych gałęzi. Dodatkowo, w celach poglądowych, prezentujemy analogiczną wycenę na bazie wskaźników spółek notowanych w USA i Chinach (udział w wycenie porównawczej = 0%; spółki te nie są naszym zdaniem porównywalne ze względu na inną strukturę kosztów energii). 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 (równa waga dla każdego roku). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 94,8 PLN/akcję.

	Waga	Wycena
<b>Wycena metodą porównawczą</b>		<b>94,8</b>
- wycena do spółek UE	100%	94,8
- wycena do spółek USA/Chiny	0%	151,9

### Wycena porównawcza - spółki UE

	P/E			EV/EBITDA		
	2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
BASF SE	21,6	18,9	15,5	9,2	8,2	7,4
Evonik Industries	15,9	13,0	12,2	6,0	5,6	5,0
Solvay	11,0	9,7	9,0	5,7	5,3	5,0
Arkema	13,9	11,3	9,3	5,5	5,1	4,7
<b>Mediana</b>	<b>14,9</b>	<b>12,2</b>	<b>10,8</b>	<b>5,8</b>	<b>5,4</b>	<b>5,0</b>
<b>PCC Rokita</b>	<b>11,3</b>	<b>7,7</b>	<b>6,9</b>	<b>4,9</b>	<b>3,9</b>	<b>3,6</b>
Premia/dyskonto do mediany	-24%	-36%	-36%	-16%	-27%	-29%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	86,9	103,7	103,7	81,8	96,2	96,8
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>98,1</b>			<b>91,6</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>94,8</b>					

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

### Wycena porównawcza - spółki USA/Chiny

	P/E			EV/EBITDA		
	2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
Huntsman	---	205,3	24,4	12,4	9,4	7,7
Olin	---	66,0	19,8	11,2	7,8	6,3
Westlake	54,9	35,9	26,3	10,0	8,9	7,9
Occidental Petroleum	23,7	22,8	18,8	5,4	5,3	4,7
Dow	152,0	38,9	25,0	10,6	8,9	8,0
Stepan	17,5	11,8	11,8	6,5	5,3	5,1
Wanhua	15,6	12,7	14,2	8,3	6,8	7,6
<b>Mediana</b>	<b>23,7</b>	<b>22,8</b>	<b>18,8</b>	<b>8,3</b>	<b>6,8</b>	<b>7,6</b>
<b>PCC Rokita</b>	<b>11,3</b>	<b>7,7</b>	<b>6,9</b>	<b>4,9</b>	<b>3,9</b>	<b>3,6</b>
Premia/dyskonto do mediany	-52%	-66%	-64%	-41%	-42%	-53%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	138,1	194,0	180,8	123,4	123,1	151,9
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>171,0</b>			<b>132,8</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>151,9</b>					

## GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Zmiany regulacji środowiskowych.** Zaostrzenie norm emisji oraz niepewność interpretacyjna przepisów (np. w kontekście czystości wód rzeki Odry) mogą wymusić kosztowne inwestycje dostosowawcze lub ograniczyć produkcję (np. tlenku propylenu).
- **Ryzyko nietrafionych inwestycji.** Projekty takie jak budowa nowego zakładu alkoksylatów przez PCC BD obarczone są ryzykiem opóźnień, wzrostu kosztów materiałów i usług, braku możliwości realizacji umowy na dostawy surowca (tlenek etylenu z Orlenu) czy utraty przyznanej pomocy publicznej w przypadku niedotrzymania terminów. Zmiany w przyjmowanych przez spółkę założeniach mogą prowadzić do utraty wartości a tym samym odpisów w wynikach finansowanych oraz obniżenia wartości kapitałów własnych.
- **Silna konkurencja i spadek cen produktów oraz marż.** Globalna nadpodaż (szczególnie w segmentach poliuretanów i chloropochodnych) oraz agresywna polityka cenowa producentów z Azji i dużych koncernów z UE mogą trwale obniżyć rentowność spółki. W segmencie Chloropochodnych produkty spółki mają charakter masowy a przewaga konkurencyjna zależy głównie od cen energii elektrycznej oraz zapewnienia stabilności dostaw. W segmencie Poliuretanów większe znaczenie mają produkty specjalistyczne, jednocześnie transport produktów jest łatwiejszy, co przekłada się na rosnącą konkurencję z krajów azjatyckich (o niższych kosztach wytworzenia). Także nowa instalacja do produkcji polioli, która powstała w 2024 roku na Węgrzech (MOL) może przekładać się na presję konkurencyjną w regionie CEE.
- **Zmiany cen surowców i energii elektrycznej.** Koszty produkcji są silnie uzależnione od cen energii elektrycznej (w tym także różnicy pomiędzy cenami w Polsce a krajami innych producentów – m.in. Niemiec czy Chin a także kontynuacji programów wsparcia dla przemysłu energochłonnego) oraz od takich surowców jak sól przemysłowa, propylen, benzen, wapno (Chloropochodne), tlenek propylenu, tlenek etylenu (Poliuretany) czy fosfor (pozostała działalność chemiczna).
- **Uzależnienie od dostawców.** Spółka posiada pojedynczych głównych dostawców dla kluczowych surowców (np. sól, fosfor, benzen). Wszelkie zakłócenia w ich łańcuchach dostaw mogą doprowadzić do wstrzymania produkcji.
- **Koniunktura w branży budowlanej.** Z jednej strony popyt na szereg produktów spółki uzależniony jest koniunktury na rynku budowlanym lub wyposażenia wnętrz (produkty końcowe, jak pianki do ociepleń czy materace, bazują na produktach dostarczanych przez spółkę). Z kolei podaż rynkowa ługu sodowego powiązana jest z produkcją chloru, która u części konkurentów jest zintegrowana z produkcją PVC (wykorzystywany w budownictwie).
- **Ceny praw do emisji CO2.** Wzrost cen jednostek EUA oraz sukcesywne ograniczanie darmowych przydziałów uprawnień zwiększają koszty operacyjne elektrociepłowni i produkcji chemicznej.
- **Ryzyko awarii czy braku ciągłości produkcji.** Praca z substancjami toksycznymi, łatwopalnymi i wybuchowymi (chlor, wodór, tlenek etylenu) wiąże się z ryzykiem pożarów lub wycieków.
- **Konflikty interesów.** Członkowie władz spółki pełnią funkcje w innych podmiotach grupy PCC SE. Spółka przeprowadza transakcje z innymi podmiotami z grupy PCC SE (zakupy, sprzedaż produktów, udzielone pożyczki, projekty JV). Sytuacja finansowa innych spółek z grupy PCC SE (większościowy akcjonariusz) może wpływać na postrzeganie wiarygodności emitenta.
- **Ryzyko zaprzestanie praktyki wypłaty dywidendy.** Spółka nie ma przyjętej polityki dywidendowej, ale od debiutu na GPW regularnie wypłaca dywidendy. Czasowe lub trwałe wstrzymanie tej praktyki (np. w związku z projektami inwestycyjnymi lub poziomem długu netto) może wpłynąć na zachowanie kursu akcji spółki.
- **Free float.** Istotna koncentracja akcji u jednego akcjonariusza wpływa na ograniczoną płynność obrotu.

## PODSTAWOWY OPIS DZIAŁALNOŚCI

### Zakres działalności

Podstawowym obszarem działalności spółki jest produkcja i handel wyrobami chemicznymi (sprzedaży B2B do odbiorców przemysłowych). Ofertę można podzielić na trzy grupy asortymentowe:

- poliiole (Kompleks Polioli)
- alkalia, chlor i produkty chloropochodne (Kompleks Chloru)
- produkty fosforopochodne i naftalenopochodne (Kompleks Chemii Fosforu).

Produkty spółki wykorzystywane są m.in. w przemyśle meblarskim, budowlanym, segmencie chemii przemysłowej oraz przemyśle tworzyw sztucznych. Produkcja spółek grupy ma miejsce w Polsce, głównie na terenie parku przemysłowego w Brzegu Dolnym (oraz w Mysłowicach – zależny PCC Prodex). Ponadto w Tajlandii umiejscowiona jest spółka IRPC Polyol (JV z lokalnym podmiotem). W skład grupy kapitałowej wchodzi łącznie kilkadziesiąt spółek (w tym kilka spółek produkcyjnych oraz kilkanaście spółek prowadzących działalność usługową zarówno na potrzeby własne, jak i na rynek zewnętrzny).

### Akcjonariat

Historia spółki sięga pierwszej połowy XX wieku, kiedy w 1945 roku miasto Brzeg Dolny przejęto niemieckie zakłady Anaorgana a następnie zmieniono ich nazwę na Rokita. W latach 90-tych spółka znalazła się w programie NFI a w kolejnych dziesięcioleciu w akcjonariacie pojawiła się grupa PCC. Współczesna PCC Rokita zadebiutowała na GPW w 2014 roku. Akcjonariuszem większościowym jest PCC SE - podmiot zorganizowany na prawie niemieckim, a właścicielem wszystkich jego akcji jest Waldemar Preussner. PCC SE tworzy międzynarodową grupę kapitałową, składającą się z kilkadziesiątu spółek zlokalizowanych w kilkunastu krajach świata, działających na międzynarodowych rynkach surowców chemicznych, transportu, energii, węgla, koksu, paliw, tworzyw sztucznych i metalurgii.

### Strategia

Podstawowe filary strategii to rozwój produktów specjalistycznych oraz zwiększanie skali i poziomu prowadzonej działalności poprzez inwestycje. W zakresie strategii dekarbonizacji spółka chce do końca 2030 roku zakończenie używania węgla w celach energetycznych, a do 2050 roku będzie dążyć do osiągnięcia neutralności klimatycznej netto. Spółka chce osiągnąć cele dzięki wdrożeniu szeregu inicjatyw w zakresie produkowanej i nabywanej energii elektrycznej, z których najważniejszym jest zakup gwarancji pochodzenia energii z OZE.

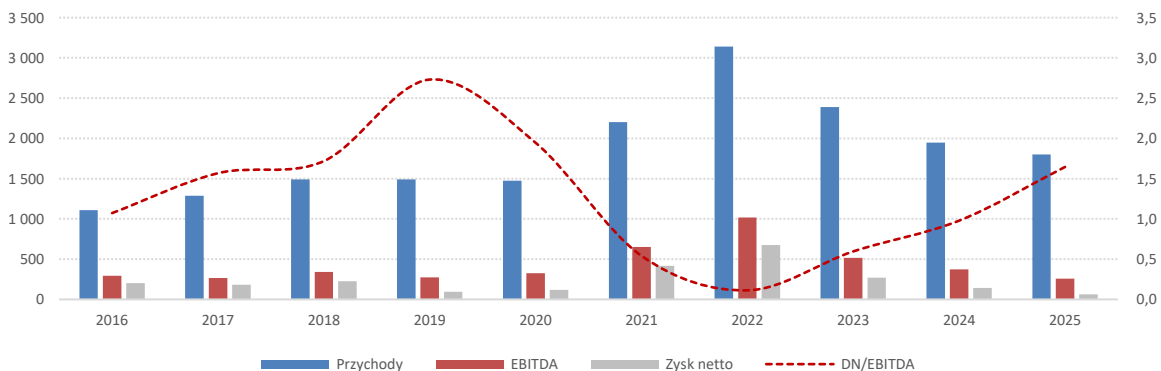
Spółka nie ma przyjętej polityki dywidendowej, aczkolwiek od początku obecności na GPW regularnie dzieli się zyskiem z akcjonariuszami.

### Struktura akcjonariatu

	akcje	% akcji	głosy	% głosów
PCC SE	16 728 811	82,6%	26 655 462	88,3%
Pozostali	3 529 658	17,4%	3 529 658	11,7%
Razem	20 258 469	100%	30 185 120	100%

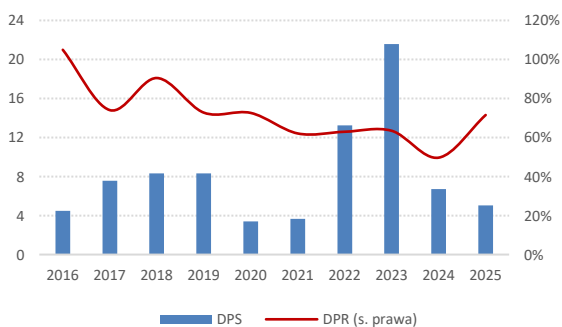
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Przychody, EBITDA, zysk netto [mln PLN] oraz dług netto/EBITDA



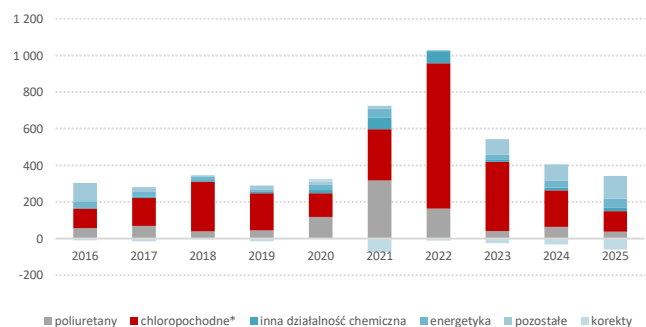
Źródło: DM BDM S.A., spółka

### DPS [PLN/akcję] i DPR



Źródło: DM BDM S.A., spółka

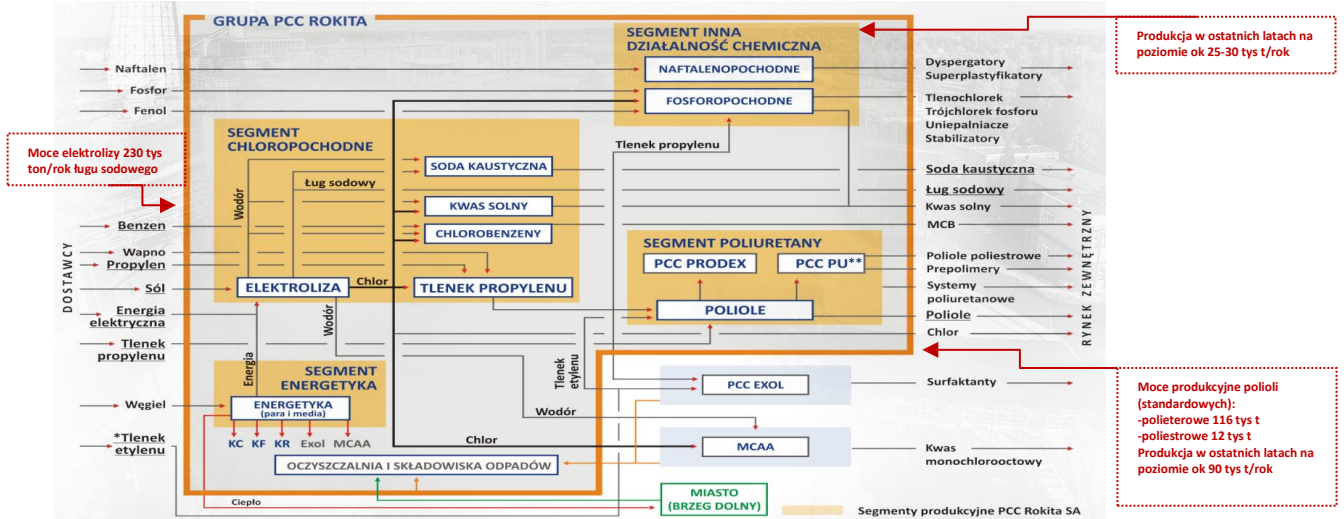
### Struktura EBITDA [mld PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka, \*w segm. chloropochodne ujęte są dopłaty do przemysłu energochłonnego

## PROCES PRODUKCYJNY

Przepływ surowców, mediów i produktów końcowych w PCC Rokita



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

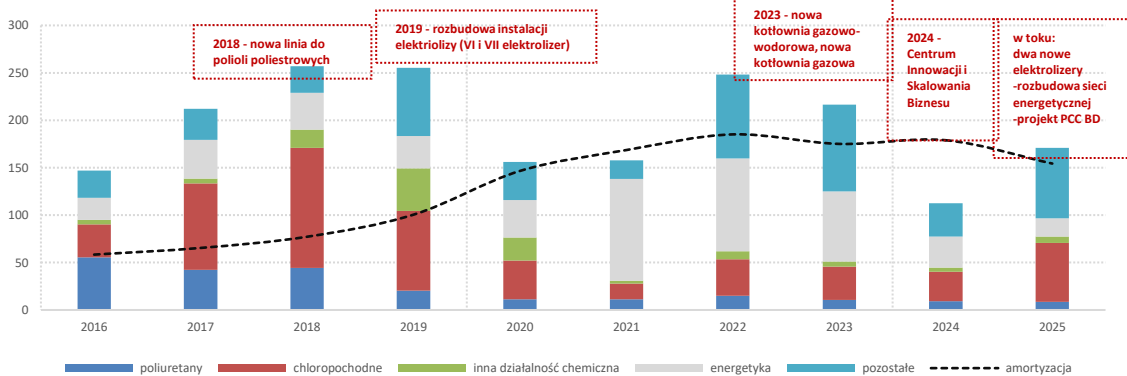
Grupa produktowa	Profil	Odbiorcy/rynek/trendy	Konkurencja	Surowce
<b>POLIURETANY</b>	-produkty wytwarzane w ramach segmentu Poliuretany to przede wszystkim polirole (93%) -ok 80-90% produkcji to polirole polieterowe -ok. 50% sprzedaży na rynek PL, a 40% kraje UE	Europejski rynek polioli to ok. 1,8 mln ton -polirole polieterowe ok 1,2 mln ton (udział PCC Rokita: 4-5%) polirole poliestrowe ok. 0,6 mln ton (w tym ok 1/3 to popyt producentów płyt warstwowych)		
<b>POLIOLE POLIETEROWE (ROKOPOL)</b>	Jedyny w Polsce i główny w CEE producent polioli polieterowych (głównie produkcja pianek elastycznych >60%, w tym koncentracja na piankach specjalistycznych)	-zastosowanie w produkcji poliuretanów stosowanych w meblarstwie (największa konsumpcja, np. pianki do materaców, mebli i poduszek) oraz budownictwie (np. piana izolacyjna, płyty warstwowe, piana montażowa, kleje, uszczelniacze) i automotive (siedzenia) -struktura konsumpcji w Europie: 56% pianki elastyczne 21% pianki sztywne, 23% pianki typu CASE (kleje, uszczelniacze) -w okresie 2021-1H'22 wysoki popyt na pianki elastyczne do meblarstwa -ostatnie lata to <b>wzrost znaczenia pianek standardowych</b> (np. niższej jakości materace)	-Dow Chemicals, Covestro, Shell, Repsol, Wanhua, Jiahua, MOL (nowa instalacja o mocach 200 tys ton od 2025 roku) -globalne grupy petrochemiczne o wysokim stopniu integracji - <b>od 2022 roku w Europie istotna aktywność producentów z Chin</b> (przewaga po stronie kosztów, duża nadpodaż mocy vs zapotrzebowania wewn.) -trend przenoszenia produkcji także europejskich producentów do Azji	- <b>tlenek propylenu oraz tlenek etylenu (90% surowców)</b> -ceny tlenu propylenu oraz tlenu etylenu są uzależnione od propylenu i etylenu (formuły cenowe) - <b>tlenek propylenu – głównie produkcja własna</b> z Kompleksu Chloru (brakujące wolumeny zakupywane na zewn.) -tlenek etylenu – zakupy gł. z Orlenu (umowa na lata 2024-48)
<b>POLIOLE POLIESTROWE (ROKESTER)</b>	Jeden z trzech producentów w Polsce i jednym z kilkunastu w Europie i Turcji	-stosowane głównie przy produkcji paneli izolacyjnych (zastosowanie m.in. w obiektach magazynowych i przemysłowych) -w mniejszym stopniu służą również do produkcji jednokomponentowych pian montażowych, systemów do pian natryskowych czy klejów	-globalne grupy chemiczne, takie jak Stepan, Coim, Synthesia czy polski producent Purinova	-glikol dietylenowy, bezwodnik kwasu ftalowego oraz PET

Grupa produktowa	Profil	Odbiorcy/rynek/trendy	Konkurencja	Surowce
<b>CHLOROPOCHODNE</b>	Produkcja ługu sodowego i chloru odbywa się na instalacji elektrolizy membranowej (konwersja na tą technologię nastąpiła w 2015 roku ze względu na wymogi prawne) -blisko połowa sprzedaży zewnętrznej Kompleksu Chloru trafia do Polski a ok 40% do odbiorców z krajów UE	-zastosowanie w wielu gałęziach przemysłu -rynek sody (i ługu) kaustycznej oceniany jest w Europie na 11 mln t ( <a href="#">link</a> ), produkcja w Chinach to 50 mln t)	-Anwil (ług sodowy jako produkt „uboczny” przy produkcji chloru pod PCV), -Dow, Covestro, BASF, Ineos, Nobian -Olin, Occidental, Xinjiang Zhongta, Westlake -w zależności od produktu: albo lokalna (m.in. Anwil, podmioty zlokalizowane z instalacjami w Niemczech i krajach Beneluxu) albo globalna (m.in. produkcja w USA i w Chinach)	-energia elektryczna (zakupy z PGE Obrót, na TGE oraz ok. 6% produkcja własna na bazie węgla) -energia cieplna (produkcja własna) -sól (jedynym dostawcą jest K+S Minerals and Agriculture GmbH) -istotne znaczenie dla konkurencyjności spółki ma różnica w cenach energii pomiędzy PL a DE (gł. konkurencja)
<b>ŁUG SODOWY</b>	-forma płynna (zwykle 25%-50% roztworu w wodzie) -wysokie koszty transportu (postać płynna) ograniczają sprzedaż głównie do rynku regionalnego (Polska + rynki ościennie, jak CZ i DE)	-ok 50% światowej produkcji wykorzystywane w procesie produkcji celulozy (wybielanie) i papieru oraz przy otrzymywaniu aluminium -pozostałe: m.in. produkcja mydła, detergentów, barwników, wybielaczy, szkła wodnego, w przemyśle spożywczym, włókienniczym i wydobywczym, w procesach uzdatniania wody oraz rafinacji ropy i olejów	-w latach 2017-18 mniejsza dostępność w wyniku konwersji technologii produkcji, wzrost podaży w latach 2019-20 (powrót mocy, wzrost importu do Europy z USA i Bliskiego Wschodu) -od 2022 roku wzrost cen w wyniku wzrostu cen energii oraz spadek zapotrzebowania na chlor (okresowe wyłączenia mocy)	
<b>SODA KAUSTYCZNA</b>	-stała forma ługu sodowego (uzyskiwana poprzez odparowanie), łatwy transport -spółka jest jedynym w Polsce producentem sody kaust. płatkowanej -spółka oferuje produkt głównie na rynku afrykańskim i Ameryki Płd, a w następnej kolejności także na rynku europejskim	-stosowana głównie w produkcji mydła i detergentów, barwników i wybielaczy, szkła wodnego, w przemyśle włókienniczym i wydobywczym, w procesach uzdatniania wody, rafinacji ropy i olejów mineralnych	-największym światowym producentem są Chiny i Indie, pokrywające wspólnie >80% zapotrzebowania całego świata -PCC Rokita jest jednym z trzech producentów w Europie -w 2016-17 – działania związane z ochroną środowiska zmniejszają produkcję w Chinach -w latach 2018 wzrost eksportu z Chin i Indii i spadek cen -w latach 2021-22 ograniczona dostępność frachtów i gwałtowny wzrost cen -od 2023 spadek cen u dostawców azjatyckich przy pogorszeniu sytuacji produkcji w Europie (droga energia)	Chloroalkalia, czyli chlor, ług, soda kaustyczna i podchloryn sodu powstają w wyniku prowadzonego w sposób ciągły procesu technologicznego elektrolizy soli metodą membranową
<b>CHLOR</b>	-produkcja związana ściśle z ługiem sodowym - powstają jednocześnie w procesie produkcyjnym (na jedną jednostkę chloru powstaje około 1,1 jednostki ługu sodowego) -chlor i ług są wykorzystywane w różnych sektorach przemysłu, wahań zapotrzebowania tylko na jeden z produktów rodzą problemy natury optymalizacyjnej	-w większości zużywany na potrzeby własne do produkcji tlenku propylenu, kwasu solnego i chlorobenzenu -pozostała część sprzedawana głównie na terenie parku przemysłowego (m.in. PCC MCAA)	-ograniczone możliwości transportu, produkt konsumowany przede wszystkim lokalnie	
<b>PODCHLORYN SODU</b>	-od 2024 nowa instalacja do produkcji w spółce	-substancja odkażająca, która wykazuje silne właściwości utleniające	- sprzedaż głównie lokalna oraz ograniczony termin do wykorzystania	
<b>CHLOROBENZEN</b>	-chlorobenzenu powstają w wyniku reakcji chlorowania benzenu -produktem ubocznym instalacji jest 31% kwas solny (regulator pH, surowiec do syntez chemicznych czy substancja czyszcząca)	branża agrochemiczna (środki ochrony roślin), branża zaawansowanych tworzyw sztucznych, odpornych na wysokie temperatury	-Chiny są największym producentem i konsumentem chlorobenzenu na świecie (m.in. barwniki, pestycydy, farmacja) -kwas solny - sprzedaż głównie lokalna	-benzen (dostawy zewnętrzne), chlor oraz energia cieplna
<b>TLENEK PROPYLENU</b>	-produkowany metodą chlorohydrynową przy użyciu chloru, wapna, propylenu oraz energii cieplnej	-stosowany wewnątrz do produkcji polioli polieterowych i uniepalniaczy -w długim terminie ryzyko zaostżenia norm z zakresu ochrony środowiska i zaprzestania produkcji		-propylen dostarczany z różnych lokalizacji -chlor – produkcja własna -wapno – krajowy dostawca (Lhoist)

Grupa produktowa	Profil	Odbiorcy/rynek/trendy	Konkurencja	Surowce
<b>CHEMIA FOSFORU</b>	-ok. 20% sprzedaży zewnętrznej trafia do Polski a ok 60% do odbiorców z krajów UE	dodatki, poprawiające właściwości finalnych produktów (m.in. działanie uniepalnające, zmiękczające, upłynniające)		
<b>FOSFOROPOCHODNE:</b>				-iżółty fosfor (z rynku azjatyckiego) -chlor (własna produkcja) -fenol (rynek europejski)
<b>UNIEPALNIACZE FOSFOROWE</b>	-największy w Europie Wsch. producent uniepalnaczy do pian poliuretanowych	-przemysł budowlany (pianki sztywne do ociepleń i montażu) -ponad 50% globalnej konsumpcji to Azja	-ICL, Lanxess, producenci chińscy -produkt masowy, ceny i wolumen dyktowane przez import z Chin -od IX'24 wprowadzone cła przez KE na 5 lat na poziomie ok 60%	
<b>PLASTYFIKATORY</b>	plastyfikatory fosforowe i stabilizatory termiczne do polichloru winylu	-farby techniczne oraz ognioodporne produkty z PVC -rynek w Europie to ok 50 tys ton/rok	-ICL, Lanxess	
<b>NAFTALENOPOCHODNE</b>	-superplastyfikatory,	-zastosowanie w przemyśle budowlanym jako domieszki do betonów i gipsów - odbiorcy: branża chemii budowlanej, producenci płyt kartonowo gipsowych oraz kauczuków syntetycznych --rynek w Europie to ok 60 tys ton/rok (w trendzie spadkowym, produkt zastępowany przez alternatywne rozwiązania)	-rynek docelowy w promieniu 1000 km od zakładu -Bozzetto, Enaspol oraz firmy tureckie i chińskie	-naftalen (z rynku europejskiego)
Grupa produktowa	Profil	Odbiorcy/rynek/trendy	Konkurencja	Surowce
<b>ENERGETYKA</b>	-produkcja pary technologicznej, ciepła grzewczego, energii elektrycznej (w procesie kogeneracji), oraz wody demineralizowanej i sprężonego powietrza -wolumen produkcji energii elektrycznej zależny od cen zakupu energii z zewnątrz (7% własnej produkcji w 2025)	-wyprodukowana energia cieplna w zdecydowanej większości zużywana jako para technologiczna do procesów chemicznych oraz do wytworzenia energii elektrycznej -nieznaczna część energii cieplnej przeznaczana jest do wytwarzania wody grzewczej dla miasta Brzeg Dolny		-paliwem do produkcji energii cieplnej jest głównie węgiel kamienny oraz alternatywnie gaz ziemny i wodór -zakupy zewn. energii elektrycznej spółka realizuje na TGE, od PGE -spółka nie wyklucza budowy własnych źródeł OZE lub zawarcia umów PPA -spółka jest emitentem CO2 i jest objęta systemem EU ETS -uprawnienia do emisji CO2 (jednostki EUA) są częściowo otrzymywane nieodpłatnie w ramach KPRU oraz nabywane na rynku w celu wypełnienia obowiązku umorzenia (pokrycia rzeczywistej emisji - emisja CO2 w 2025 wyniosła 133 tys ton, liczba darmowych EUA wyniosła 37 tys).
Grupa produktowa	Profil	Odbiorcy/rynek/trendy	Konkurencja	Surowce
<b>POZOSTAŁA DZIAŁALNOŚĆ</b>	-Centrum Zarządzania -Kompleks Lubrykantów (od 2024 roku, produkty do formułowania środków smarowych oraz cieczy obróbczych) -spółki zależne takie jak m.in. PCC Autochem, PCC Apakor, -spółki wspólnie kontrolowane distripark.com., PCC Exol Kimya Sanayi Ve Ticaret Limited Şirketi, PCC Italy i PCC BD	-jednostki segmentu świadczą usługi zarówno spółkom Grupy PCC Rokita jak i klientom zewnętrznym		

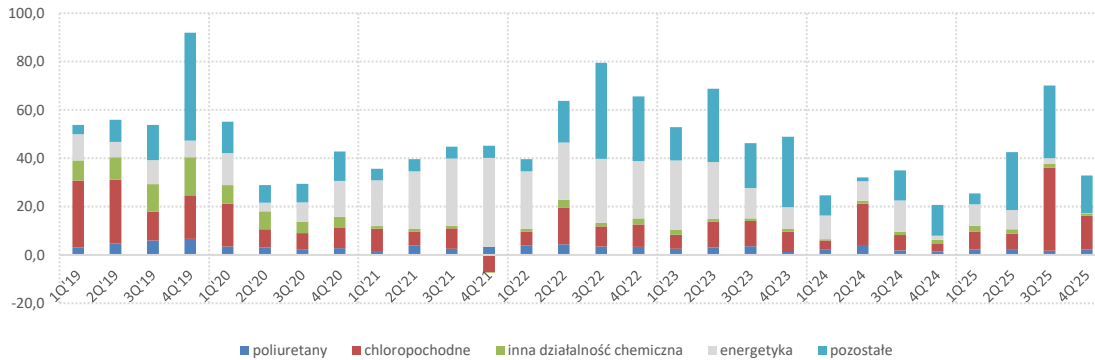
## INWESTYCJE

Nakłady inwestycyjne wg segmentów rocznie vs amortyzacja



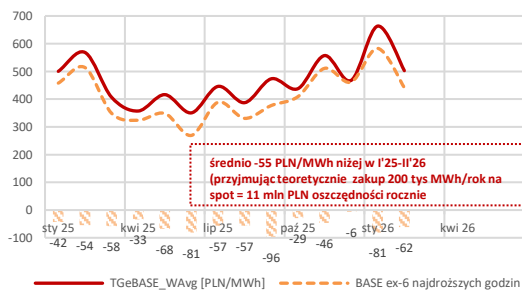
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Nakłady inwestycyjne wg segmentów kwartalnie



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Ceny TGE Base vs TGE Base oczyszczony o 6 najdroższych godzin



Źródło: BDM S.A., TGE

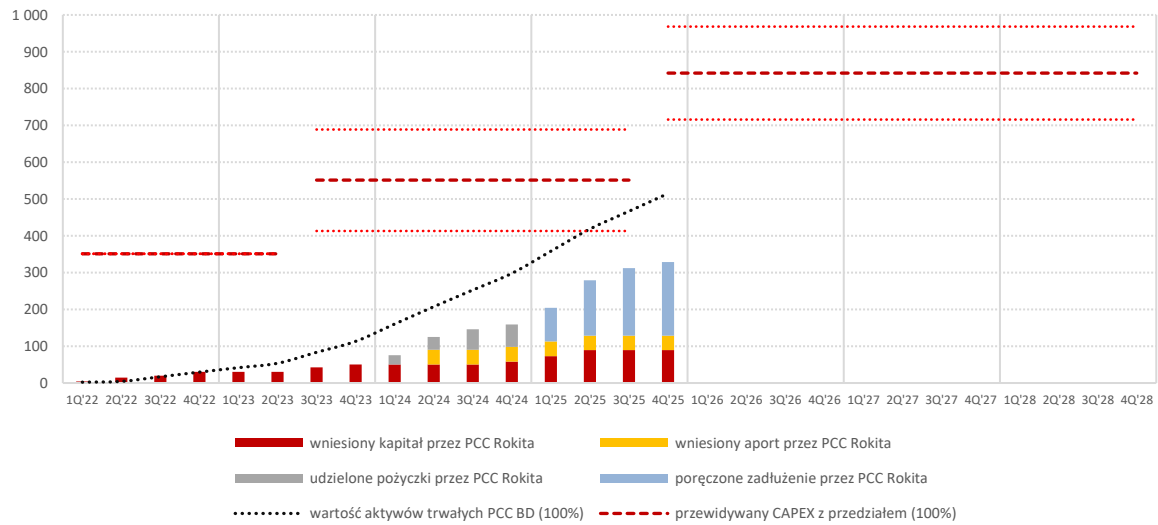
- Większa - dotyczy projektu PCC BD, który powstaje od 2021 roku w formule JV z PCC Exol (konsolidacja projektu metodą praw własności).
- Inwestycja polega na budowie nowego uniwersalnego zakładu produkcji alkoksylatów oraz innych związków chemicznych w Brzegu Dolny
- Zarówno PCC Exol jak i PCC Rokita prowadzą działalność produkcyjną w segmencie alkoksylatów - odpowiednio w obszarze etoksylatów (surfaktantów) i polioli
- Na instalacji (składającej się z kilku ciągów produkcyjnych) będzie mogła być wytwarzana szeroka gama etoksylatów (alkoksylaty bazujące na tlenku etylenu), polioli polieterowych (bazujących na tlenku propylenu), polialkilenoglikoli i innych produktów alkoksylowanych.
- Moce mają wynieść 50-55 tys ton przy założonym mixie produkcyjnym
- Nie znamy mixu, zwracamy natomiast uwagę, że w momencie podejmowania decyzji o inwestycji rekordowa była marżowość produkcji polioli, których cykl produkcyjny jest dłuższy niż etoksylatów, co naszym zdaniem może mieć wpływ na realne zdolności produkcyjnej, jeśli mix byłby przechylony w tym drugim kierunku (powinny być wyższe)
- Wartość projektu PCC BD była już dwukrotnie zmieniana

Spółka jest obecnie w trakcie realizacji dwóch istotnych inwestycji.

- Mniejsza - dotyczy rozbudowy instalacji elektrolizy o dwa nowe elektrolizery (obecnie spółka posiada ich siedem). Instalacja jest w fazie rozruchu. Celem jest redukcja kosztów zużycia energii elektrycznej w segmencie Chloropochodne, poprzez zwiększenie elastyczności wykorzystania mocy produkcyjnych w okresach niższych cen energii elektrycznej (np. okresy nadpodaży produkcji ze źródeł OZE). Do 4Q'25 na projekt przeznaczono 63 mln PLN.

- Pierwotnie było to 351 mln PLN (termin ukończenia: połowa 2026), następnie zwiększono wartość do 551 mln PLN (+/-25%, termin: 2026) a 4Q'25 jako docelową wartość podano 842 mln PLN (+/-15%, termin 2028).
- Spółka nie podała czy jakoś istotnie zmienił się np. zakres inwestycji, co może implikować spadek NPV projektu (m.in. także pochodna spadku cen polioli, które w 2021 roku były na szczycie), jednocześnie na razie spółka nie wskazała, że pojawiły się przesłanki do odpisu wartości (ale w 2025 drastycznie zmniejszono stopę dyskonta stosowaną w teście – więcej w rozdziale dot. wyników finansowych).
- Inwestycja finansowana jest wkładami kapitałowymi PCC Rokity i PCC Exol, kredytem inwestycyjnym z Banku Pekao (291 mln PLN + 23 mln PLN na VAT i prefinansowanie dotacji + 30 mln PLN w rachunku bieżącym) oraz dotacją (41 mln PLN). PCC Rokita udzieliła poręczenia na kwotę 200 mln PLN wg stanu na koniec 4Q'25 w celu uruchomienia kredytu inwestycyjnego do kwoty 200 mln PLN (może udzielić poręczenie do 100% wartości wszystkich kredytów w celu uruchomienia kredytu inwestycyjnego powyżej tej kwoty).

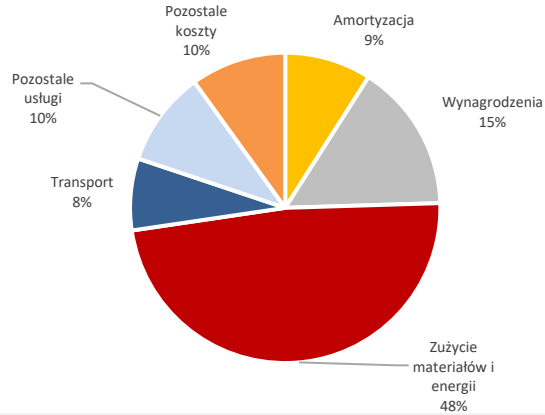
Przewidywany CAPEX (obecnie i historycznie) projektu PCC BD oraz zaangażowanie PCC Rokita\*



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, \*za pozostałe finansowanie odpowiada PCC Exol

## AKTUALNE OTOCZENIE MAKRO ORAZ SUROWCE

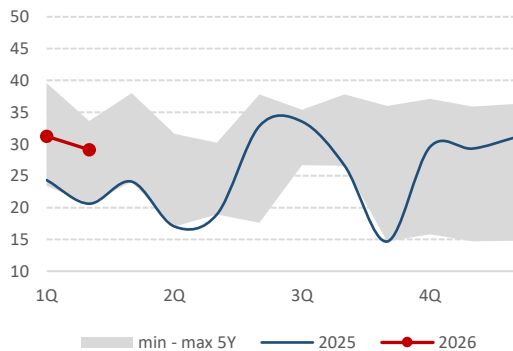
Struktura kosztów (ostatni pełny rok obrotowy)



Największą pozycję w strukturze kosztów spółki stanowią koszty zużycia materiałów i energii (około 48%, 823 mln PLN w 2025 roku). W 2025 roku spółka zużyła 753 GWh energii całkowitej (w tym paliw), z tego 438 GWh dotyczyły zakupów energii, ciepła, pary i chłodzenia (przyjmując, że z zakupów pochodzi przede wszystkim energia elektryczna, szacujemy, że spółka wydała na energię elektryczną ok 200-210 mln PLN netto, przyjmując średnią pomiędzy kontraktem rocznym a ceną spot). Podstawowym surowcem w kategorii chloropochodnych jest sól (długoterminowy kontrakt) a w grupie poliuretanów są to propylen/tlenek propylenu oraz tlenek etylenu. Zwracamy uwagę, że zakupy uprawnień do emisji CO2 traktowane są jako CAPEX (ok 17 mln PLN w 2025 roku), a następnie amortyzowane. W 2025 roku spółka zatrudniała średnio 1,37 tys osób a średni koszt wynosił 16,1 tys PLN/mc. W kosztach usług obcych główna pozycja to koszty transportu.

### OTOCZENIE W SEGMENTIE CHLOROPOCHODNYCH

Polska – produkcja ługu sodowego i sody kaustycznej [tys t]



Źródło: BDM S.A., GUS, w przeliczeniu na 96% NaOH

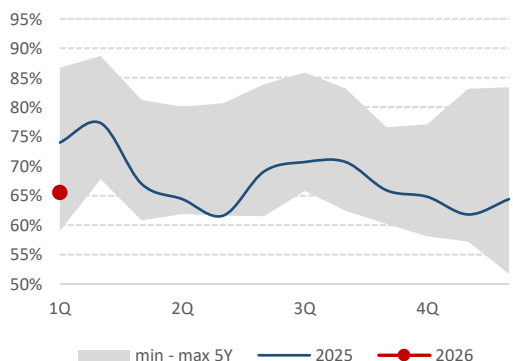
Polska – produkcja ługu sodowego i sody kaustycznej [tys t]



Źródło: BDM S.A., GUS, w przeliczeniu na 96% NaOH

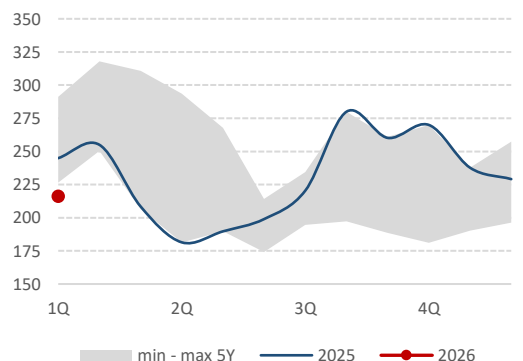
Dane za 4Q'25 oraz I-II'26 wskazują na odbicie w produkcji ługu i sody kaustycznej w Polsce. Dane te jednak należy analizować również w kontekście Anwilu, który obok PCC Rokita jest drugim graczem na rynku (moce ok. 220 tys t/rok). Anwil wykorzystuje produkcję chloru do produkcji PCV (0,57 t chloru na 1 tonę PCV) a ług sprzedaje na zewnątrz. Instalacja PCV w ostatnich latach pracuje bardzo nieregularnie (m.in. kwestia remontów, awarii, ale też przestoju związanych z niskim popytem). Dane o produkcji PCV za 4Q'25 wskazują na 25 tys ton wzrostu r/r, co implikuje ok 15 tys wyższą produkcję r/r ługu w Anwilu, co tłumaczy dużą część wzrostu produkcji w Polsce r/r (także w I-II'26 produkcja PCV rośnie - o 22 tys ton r/r).

Wykorzystanie mocy produkcji chloru w Europie



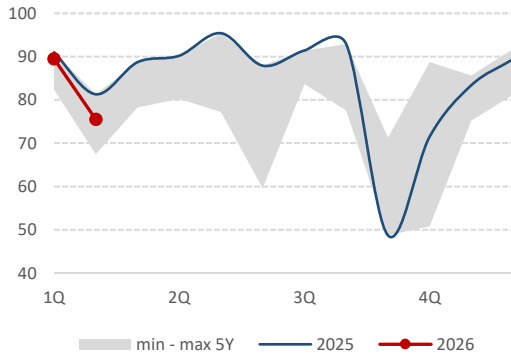
Źródło: BDM S.A., Eurochlor, EU27 + Norway/Switzerland/UK

Zapasy sody kaustycznej w Europie [tys t]



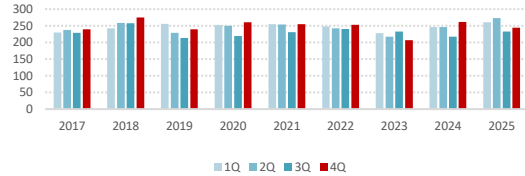
Źródło: BDM S.A., Eurochlor, EU27 + Norway/Switzerland/UK

**Polska – produkcja celulozy**



Głównym odbiorcą (obok produkcji aluminium, gdzie spółka nie ma ekspozycji) łągu sodowego jest przemysł celulozowo-papierniczy. W 4Q'25 produkcja wytworzono celulozy w Polsce była o -7% niższa r/r (w całym 2025 roku o 4% wyższa r/r). Przy zwiększonej podaży łągu (Anwil) mogło przekładać się to na lokalną presję na ceny.

**Polska – produkcja celulozy**

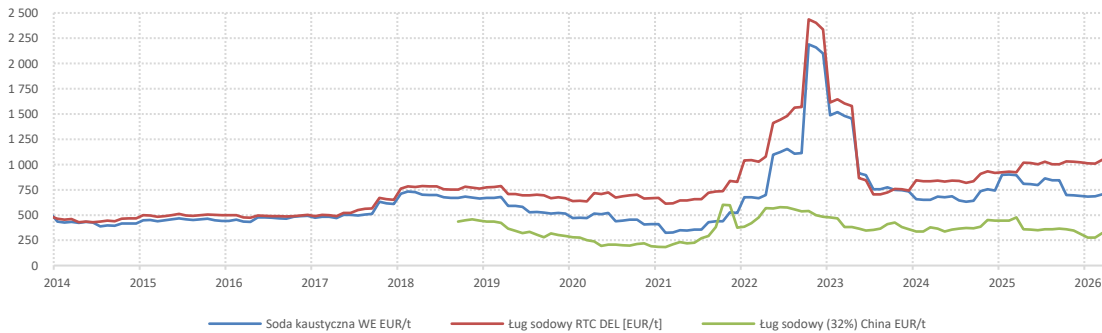


Źródło: BDM S.A., GUS

Źródło: BDM S.A., GUS

Ceny sody i łągu w Europie dynamicznie wzrosły w 2022 roku (gwałtowny wzrost cen energii) a następnie spadły w 2023 roku (spadek popytu). Jednocześnie od 2024 roku znów zarysowuje się dyskont w cenie sody vs łąg, które może wynikać m.in. z mniejszej elastyczności logistyki łągu (soda – rynek globalny, łąg – regionalny). Na poniższym wykresie nie widać na razie istotnego ruchu cenowego po wybuchu konfliktu USA/Izrael-Iran (może to wynikać z opóźnień z jakimi są widoczne zmiany cen w benchmarkach publikowanych przez Bloomberg).

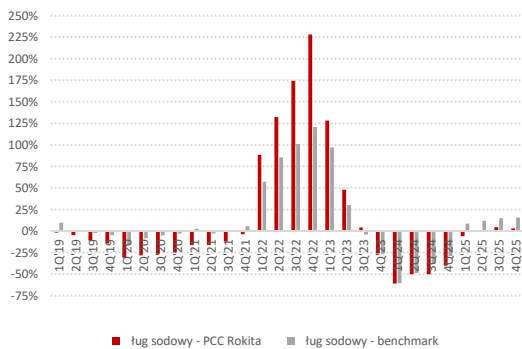
**Cena sody kaustycznej i łągu w Europie vs cena łągu w Chinach [EUR/t]**



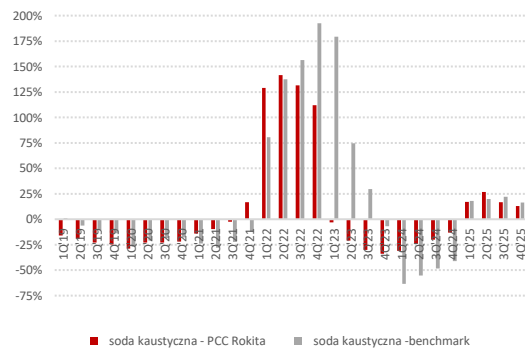
Źródło: BDM S.A., Bloomberg.

Soda kaustyczna = NEXANT Price - Caustic Soda - Western Europe  
 łąg sodowy Europa = Caustic Soda Liquid Market - RTC - DEL (W. Europe)  
 łąg sodowy Chiny = China Caustic Soda 32% min

**Dynamika cen łągu wskazywana przez spółkę\* vs benchmark (YTD, r/r)**



**Dynamika cen sody wskazywana przez spółkę\* vs benchmark (YTD, r/r)**

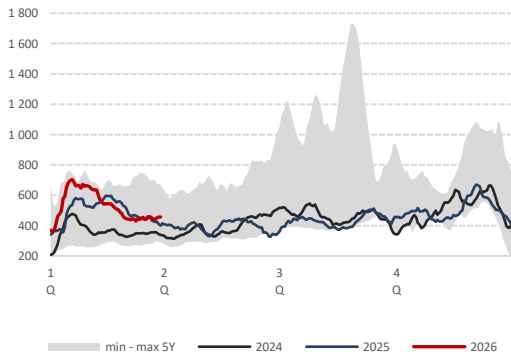


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, spółka, \*w części opisowej raportów okresowych

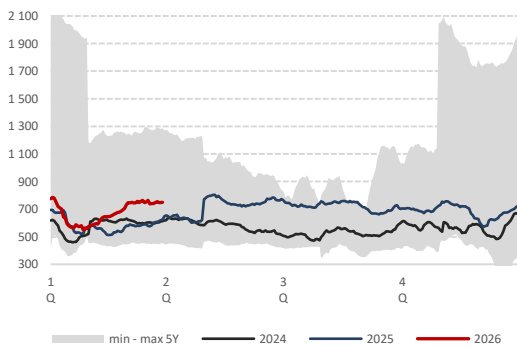
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, spółka, \*w części opisowej raportów okresowych

Spółka w raportach okresowych (w części opisowej) publikuje dynamiki cen łągu i sody w ujęciu r/r (narastająco). W 2025 wg danych spółki ceny łągu sodowego były średnio o 3% wyższe r/r (po -40% spadku w 2024). Natomiast ceny sody kaustycznej według danych spółki były o 13% wyższe r/r (po -13% spadku w 2024). Benchmarki podawane w serwisie Bloomberg (po przeliczeniu na PLN) sugerują natomiast w 2025 roku dla łągu sodowego 16% wzrost (-29% rok wcześniej) a dla sody kaustycznej 17% wzrost (-42% rok wcześniej).

**Cena energii elektrycznej w Polsce TGEBase [PLN/MWh]**

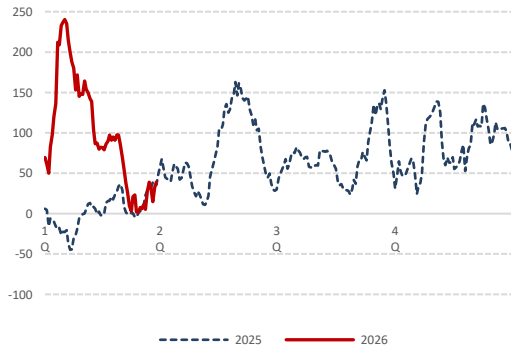


Źródło: BDM S.A., Bloomberg  
Teoretyczna marża ług sodowy – 2,79 MWh energii elektr.\* [EUR/t]



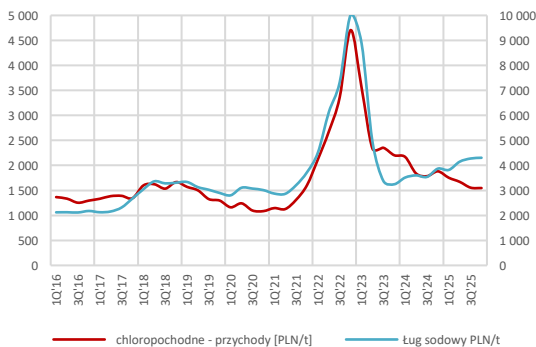
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, \* =50% TGEBase + 50% TGE Y (dla danego roku)

**Różnica ceny energii elektrycznej spot Polska – Niemcy [PLN/MWh]**



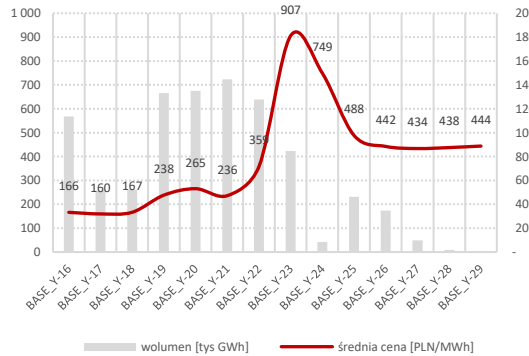
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Przychody segm. Chloropochodne vs cena ługu [PLN/t]**

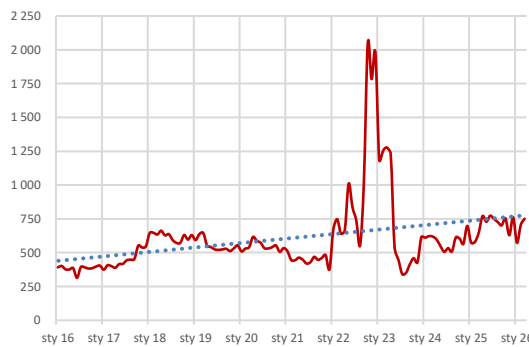


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, spółka

**Cena energii elektr. w Polsce w kontraktach rocznych TGE [PLN/MWh]**



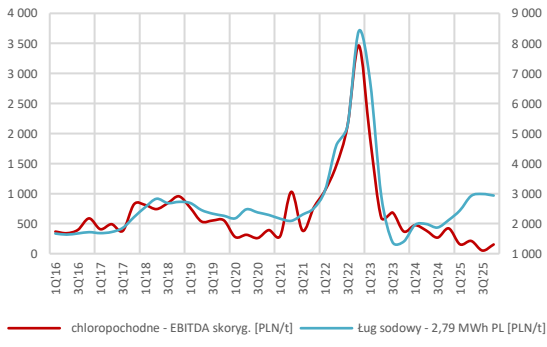
Źródło: BDM S.A., TGE  
Teoretyczna marża ług sodowy – 2,79 MWh energii elektr.\* [EUR/t]



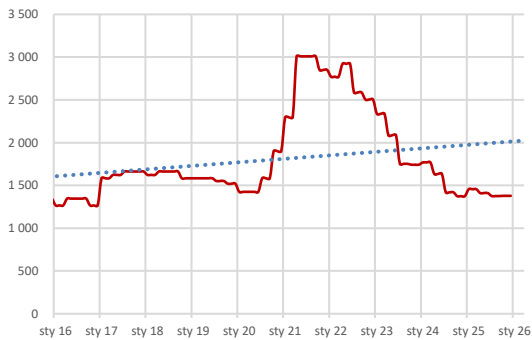
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, \* =50% TGEBase + 50% TGE Y (dla danego roku)

Kluczowym kosztem przy produkcji chloropochodnych jest energia elektryczna. Według standardowego benchmarku do produkcji 1 tony ługu sodowego (suchej masy) w technologii membranowej potrzeba ok 2,79 MWh energii elektrycznej. Spółka kupuje energię w kontraktach na różne okresy (Y, Q, M, W - nie znamy proporcji). Ceny kontraktów rocznych TGE najwyższe były dla lat 2023-24, na rok 2025 już wyraźnie spadły i były niewiele wyższe od średniej spot. Inwestycja w dwa nowe elektrolizery powinna zwiększyć udział zakupów spotowych (wykorzystanie okresów niższych cen). Jednocześnie 2026 rok to już potencjał uzyskania z kontraktów rocznych (średnia cena dla BASE Y-26 wyniosła 442 PLN/MWh) niższej ceny niż cena spot.

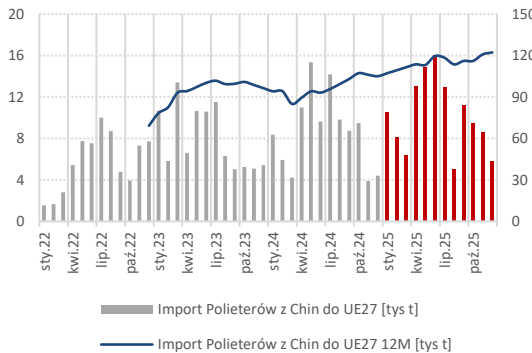
**EBUTDA segm. Chloropochodne vs teoretyczna marża na ługu [PLN/t]**



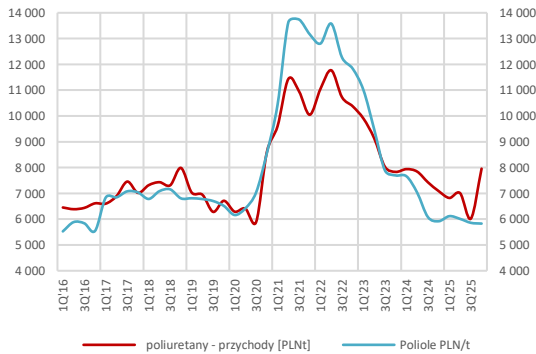
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, TEG, spółka

**OTOCZENIE W SEGMENTE POLIURETANÓW**
**Cena Polioli Europa [EUR/t]**


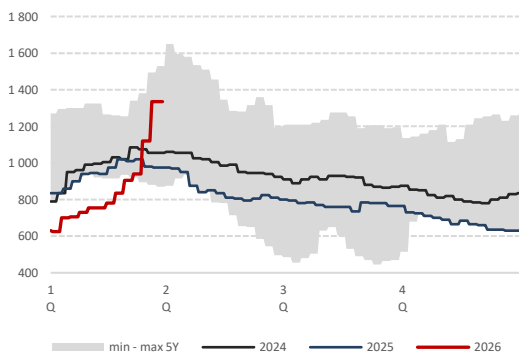
Źródło: BDM S.A., Selena FM (prezentacje), [www.chemanalyst.com](http://www.chemanalyst.com), dane do 4Q'25

**Import polieterów z Chin do UE27 [tys t]**


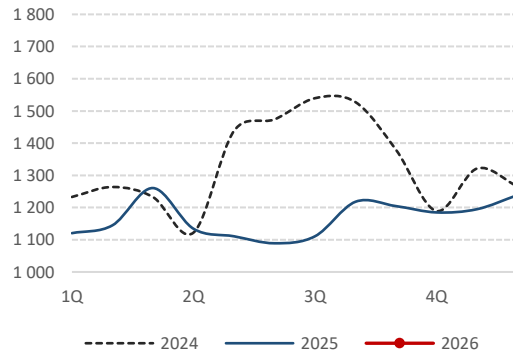
Źródło: BDM S.A., Eurostat

**Przychody segm. Poliuretany vs cena polioli [PLN/t]**


Źródło: BDM S.A., Chemanalyst, spółka

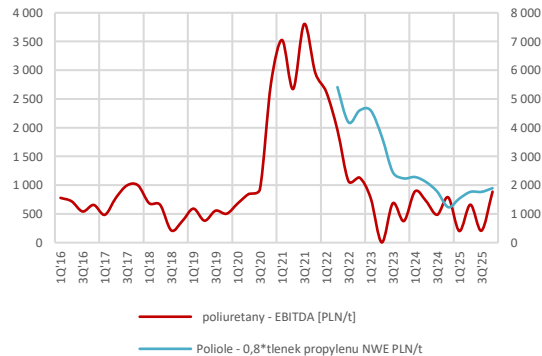
**Cena propylenu [EUR/t]**


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Średnia cena import polieterów z Chin do UE27 [EUR/t]**


Źródło: BDM S.A., Eurostat

Ceny polioli systematycznie spadały od 2022 roku. W 2025 roku mieliśmy względną stabilizację na poziomach poniżej poprzedniego dołka z 2020 roku. Rynek standardowych polioli był przez ostatnie lata pod wyraźną presją importu z Chin, który systematycznie rośnie od właśnie 2022 roku. Ten niekorzystny dla PCC Rokity trend może zostać w pewnym stopniu zahamowany, kiedy od 2Q'26 Chiny zlikwidują zwrot VAT (13% na zakup np. surowców) dla producentów eksportujących wybrane produkty chemiczne, w tym polioli. Chińskim producentom w ostatnich tygodniach istotnie skomplikował się także dostęp do tanich surowców z Bliskiego Wschodu. Najmocniej mogą zostać dotknięte mniej efektywne kosztowo zakłady produkcyjne, skupiające się na produkcji masowym. W średnim terminie część producentów może zainwestować w produkcję bardziej zaawansowanych produktów.

**EBITDA segm. Poliuretany vs teoretyczna marża na polioliach [PLN/t]**


Źródło: BDM S.A., Chemanalyst, spółka

Kluczowym surowcem przy produkcji polioli jest tlenek propylenu. W przypadku PCC Rokita tlenek propylenu jest i) uzyskiwany na bazie chloru (uzyskiwanego w procesie elektrolizy) oraz kupowanego na zewnątrz propylenu, ii) zakupywany na zewnątrz. Przyjmuje się, że do uzyskania 1 tony polioli wykorzystuje się 0,8 tony tlenu propylenu (do którego powstania z kolei konieczne jest użycie 0,8 t propylenu). Benchmarkowa marża na produkcji polioli swoje rekordowe wartości notowała w latach 2021-22, spadek cen w kolejnych latach doprowadził do normalizacji marż na poziomach sprzed 2020 roku.

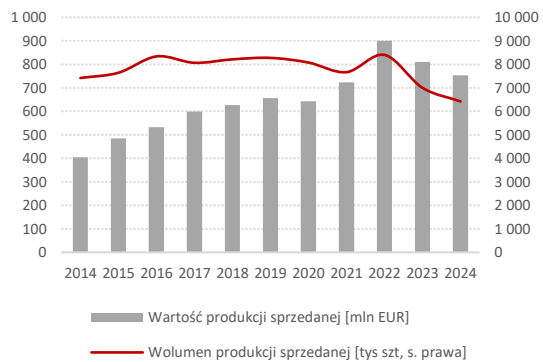
Głównym odbiorcą polioli jest przemysł meblarski (meble tapicerowane i materace) a w dalszej kolejności: budownictwo (płyty, izolacje, kleje) i automotive (siedzenia, komponenty, wygłuszenie).

Wolumen produkcji sprzedanej materacy w UE swój szczyt osiągnął w 2022 roku (post-covidowy popyt na wyposażenie wnętrz, migracja ludności z Ukrainy). W przypadku produkcji wytworzonej mebli do siedzenia z funkcją spania, którą raportuje GUS widzimy, że odbicie po covidowym dołku miało ograniczony zasięg, a lata 2024-25 przyniosły spadek produkcji.

W przypadku budownictwa lata 2023-24 przyniosły głęboki kryzys na rynku mieszkaniowym w UE (w PL złagodzony przez BK2%) przy względnej stabilizacji w obszarze budownictwa budynków komercyjnych. Od początku 2025 zarysowuje się pewne ożywienie (pochodna obniżenia stóp procentowych przez ECB).

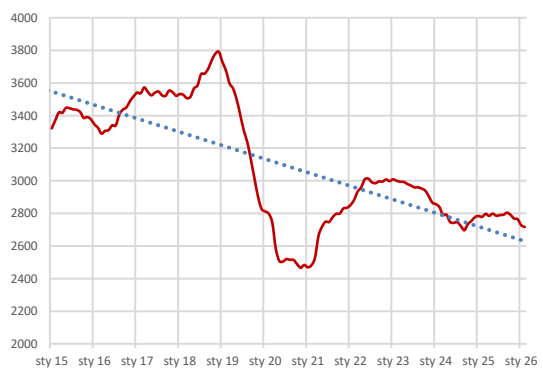
Produkcja automotive w UE jest pod presją od dłuższego czasu. Dobrze widać to na przykładzie Niemiec, które historycznie były liderem branży. Odbicie po covidzie przyniosło odrobienie tylko około połowy utraconego wolumenu (problemy w branży zaczęły się już jednak przed 2020 rokiem).

Produkcja materacy w UE – wartość / wolumen



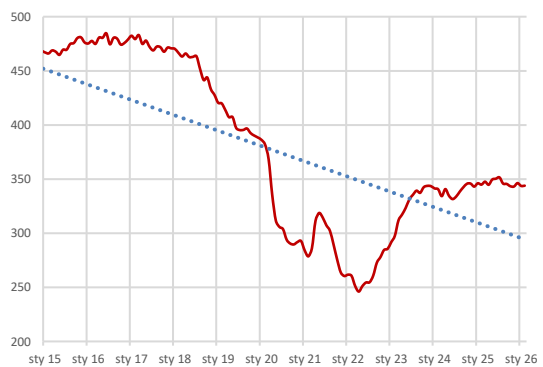
Źródło: BDM S.A., Eurostat

Produkcja wytworz. mebli do siedzenia z funkcją spania w Polsce [tys szt, 12M avg]



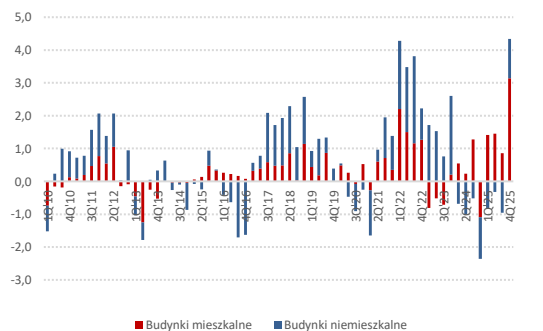
Źródło: BDM S.A., GUS

Produkcja samochodów w Niemczech [tys szt, 12M avg]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Zmiana wartości produkcji budowl. r/r w Polsce dla obiektów kubaturowych [mld PLN]



## WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Historyczne wyniki skonsolidowane w skali roku [mln PLN]

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 107,2</b>	<b>1 285,9</b>	<b>1 489,8</b>	<b>1 491,9</b>	<b>1 475,9</b>	<b>2 203,3</b>	<b>3 142,7</b>	<b>2 388,2</b>	<b>1 947,4</b>	<b>1 801,3</b>
poliuretany	562,0	638,7	681,1	690,0	732,1	1 258,0	1 303,5	1 001,3	810,6	686,9
chloropochodne	349,1	442,3	581,2	555,5	477,5	712,3	1 403,3	991,6	676,8	602,9
inna działalność chemiczna	81,3	84,4	106,2	112,6	116,7	203,9	234,6	160,4	163,9	165,1
energetyka	30,7	31,6	33,0	33,6	37,4	51,5	60,5	66,2	65,0	68,7
pozostała działalność	84,1	88,9	88,3	100,2	112,1	115,6	140,9	168,6	231,1	277,8
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>311,0</b>	<b>358,5</b>	<b>451,3</b>	<b>366,9</b>	<b>343,6</b>	<b>705,8</b>	<b>1 148,2</b>	<b>584,3</b>	<b>390,8</b>	<b>302,8</b>
SG&A	146,2	167,4	191,8	203,6	215,5	272,3	364,5	297,9	283,8	266,9
Saldo PPO/PKO	69,5	10,1	3,6	10,3	51,6	49,4	48,5	56,5	87,3	66,7
- w tym rekompensaty energ.	0,0	0,0	0,0	0,0	20,6	32,4	25,6	73,3	83,7	83,4
- pozostałe	69,5	10,1	3,6	10,3	31,0	17,0	22,8	-16,8	3,6	-16,7
<b>EBITDA</b>	<b>292,7</b>	<b>266,6</b>	<b>340,3</b>	<b>274,1</b>	<b>326,3</b>	<b>651,5</b>	<b>1 017,3</b>	<b>518,0</b>	<b>373,3</b>	<b>256,9</b>
poliuretany	56,5	69,7	40,2	44,8	118,7	317,4	162,8	41,5	63,4	37,5
chloropochodne	107,5	152,1	270,1	202,6	129,6	278,9	794,2	378,1	199,3	112,0
inna działalność chemiczna	5,8	6,8	8,6	11,0	17,2	64,3	66,5	13,7	17,0	20,9
energetyka	34,3	26,7	17,5	9,4	27,7	47,7	-0,4	24,0	36,7	48,1
pozostała działalność	98,9	26,3	8,6	21,2	16,0	17,1	4,8	86,5	88,4	123,7
korekty segmentowe	-10,2	-14,9	-4,6	-14,9	17,1	-73,9	-10,6	-25,8	-31,5	-61,0
<b>EBITDA skoryg.</b>	<b>223,2</b>	<b>256,5</b>	<b>336,7</b>	<b>263,8</b>	<b>274,6</b>	<b>602,1</b>	<b>968,9</b>	<b>461,4</b>	<b>286,0</b>	<b>213,8</b>
poliuretany	56,5	69,7	40,2	44,8	118,7	317,4	162,8	41,5	63,4	37,5
chloropochodne	107,5	152,1	270,1	202,6	109,0	246,5	768,5	304,7	115,6	45,1
inna działalność chemiczna	5,8	6,8	8,6	11,0	17,2	64,3	66,5	13,7	17,0	20,9
energetyka	34,3	26,7	17,5	9,4	27,7	47,7	-0,4	24,0	36,7	48,1
pozostała działalność	98,9	26,3	8,6	21,2	16,0	17,1	4,8	86,5	88,4	123,7
korekty segmentowe	-79,7	-25,0	-8,3	-25,2	-13,9	-90,9	-33,4	-9,0	-35,1	-61,6
<b>EBIT</b>	<b>234,3</b>	<b>201,1</b>	<b>263,1</b>	<b>173,6</b>	<b>179,7</b>	<b>482,9</b>	<b>832,2</b>	<b>342,9</b>	<b>194,4</b>	<b>102,6</b>
Saldo finansowe	-11,8	-14,7	-20,1	-28,8	-28,0	-22,5	-22,1	-30,5	-35,4	-35,3
Wynik JV	0,0	-2,4	-8,9	-8,5	1,4	6,4	3,6	1,3	1,4	-0,1
Zysk brutto	222,5	184,1	234,1	136,3	153,0	466,8	813,7	313,7	160,4	67,2
<b>Zysk netto</b>	<b>202,7</b>	<b>182,3</b>	<b>226,8</b>	<b>93,3</b>	<b>117,4</b>	<b>417,3</b>	<b>675,1</b>	<b>267,8</b>	<b>143,0</b>	<b>61,5</b>
CFO	262,9	204,1	286,9	310,1	365,6	529,9	792,3	512,1	306,5	295,9
Dług netto	313,8	417,9	584,6	748,6	634,7	352,5	114,5	308,8	365,1	422,7
<b>Wolumeny zewn. [tys t]</b>										
poliuretany	83,7	85,6	82,1	87,7	89,9	98,2	95,8	88,4	87,7	83,5
chloropochodne	253,3	284,6	321,1	336,8	347,5	392,7	379,5	316,0	298,0	311,1
inna działalność chemiczna	21,6	21,7	25,1	26,3	25,7	28,5	25,4	20,3	24,3	23,8
<b>Średnia cena sprzedaży [PLN/t]</b>										
poliuretany	6 715	7 462	8 296	7 867	8 143	12 811	13 606	11 327	9 243	8 226
chloropochodne	1 378	1 554	1 810	1 649	1 374	1 814	3 698	3 138	2 271	1 938
inna działalność chemiczna	3 764	3 888	4 231	4 282	4 542	7 153	9 236	7 899	6 747	6 935
<b>Parametry makro</b>										
EUR/PLN	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,56	4,68	4,54	4,31	4,24
USD/PLN	3,94	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,46	4,20	3,98	3,76
Ropa Brent [USD/bbl]	44	54	71	65	43	70	101	83	81	69
Nafta [EUR/t]	347	427	511	448	313	534	730	593	605	504
Energia TGEBase [PLN/MWh]	165	162	230	238	215	409	823	529	433	455
<b>Przychody zmiana r/r</b>	<b>5,6%</b>	<b>16,1%</b>	<b>15,9%</b>	<b>0,1%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>49,3%</b>	<b>42,6%</b>	<b>-24,0%</b>	<b>-18,5%</b>	<b>-7,5%</b>
poliuretany	-4,6%	13,6%	6,6%	1,3%	6,1%	71,8%	3,6%	-23,2%	-19,0%	-15,3%
chloropochodne	34,3%	26,7%	31,4%	-4,4%	-14,0%	49,2%	97,0%	-29,3%	-31,7%	-10,9%
inna działalność chemiczna	-10,1%	3,8%	25,9%	6,0%	3,6%	74,7%	15,1%	-31,6%	2,2%	0,7%
energetyka	13,8%	3,1%	4,4%	1,9%	11,1%	37,9%	17,4%	9,5%	-1,9%	5,8%
pozostała działalność	2,4%	5,7%	-0,7%	13,5%	12,0%	3,1%	21,9%	19,7%	37,0%	20,2%
<b>Marża zysku brutto ze sprzedaży</b>	<b>28,1%</b>	<b>27,9%</b>	<b>30,3%</b>	<b>24,6%</b>	<b>23,3%</b>	<b>32,0%</b>	<b>36,5%</b>	<b>24,5%</b>	<b>20,1%</b>	<b>16,8%</b>
S&GA/przychody	13,2%	13,0%	12,9%	13,6%	14,6%	12,4%	11,6%	12,5%	14,6%	14,8%
<b>Marża EBITDA</b>	<b>26,4%</b>	<b>20,7%</b>	<b>22,8%</b>	<b>18,4%</b>	<b>22,1%</b>	<b>29,6%</b>	<b>32,4%</b>	<b>21,7%</b>	<b>19,2%</b>	<b>14,3%</b>
poliuretany	10,1%	10,9%	5,9%	6,5%	16,2%	25,2%	12,5%	4,1%	7,8%	5,5%
chloropochodne	30,8%	34,4%	46,5%	36,5%	27,1%	39,2%	56,6%	38,1%	29,4%	18,6%
inna działalność chemiczna	7,1%	8,0%	8,1%	9,7%	14,7%	31,5%	28,4%	8,6%	10,4%	12,7%
energetyka	111,9%	84,4%	53,0%	28,0%	74,1%	92,6%	-0,7%	36,2%	56,6%	70,0%
pozostała działalność	117,6%	29,5%	9,7%	21,2%	14,2%	14,8%	3,4%	51,3%	38,2%	44,5%
<b>Marża EBIT</b>	<b>21,2%</b>	<b>15,6%</b>	<b>17,7%</b>	<b>11,6%</b>	<b>12,2%</b>	<b>21,9%</b>	<b>26,5%</b>	<b>14,4%</b>	<b>10,0%</b>	<b>5,7%</b>
<b>Marża zysku netto</b>	<b>18,3%</b>	<b>14,2%</b>	<b>15,2%</b>	<b>6,3%</b>	<b>8,0%</b>	<b>18,9%</b>	<b>21,5%</b>	<b>11,2%</b>	<b>7,3%</b>	<b>3,4%</b>

Źródło: DM BDM S.A., spółka, \*skorygowana o saldo pozostałej działalności operacyjnej (w tym o rekompensaty skorygowano segment Chloropochodne a pozostałą wartość ujęto w korektach segmentowych) oraz inne jednorazowe zdarzenia księgowe

- Historycznie segmentem, który generuje główną część EBITDA spółki jest segment Chloropochodnych. Na przestrzeni lat 2016-25 były to trzycifrowe wartości (max w 2022 roku, kiedy segment wygenerował więcej EBITDA niż w kolejnych trzech latach łącznie). Przy tym w samym 2025 roku na poziomie skorygowanym (bez uwzględniania rekompensat energetycznych, które są księgowane w tym segmencie), wynik był już tylko dwucyfrowy.
- Segment Poliuretanów swój „złoty rok” miał w 2021 roku, kiedy kombinacja odbijającego popytu, przy tanim surowcu pozwoliła na wygenerowanie wysokiej rentowności oraz rekordowych wolumenów. W latach 2023-25 EBITDA wróciła do standardowych poziomów notowanych przed 2020 rokiem (normalizacja marż oraz presja importowa z Azji).
- Segment Innej działalności chemicznej dobry okres miał w latach 2021-22. Kolejne lata to zejście EBITDA do niskich dwucyfrowych wartości.

- Segment Energetyki, po szoku 2022 roku, w kolejnych latach powrócił do lepszych z roku na rok wyników.
- Najmniej przejrzyste są wyniki segmentu Pozostałej działalności, który w ostatnich trzech latach zaczął odpowiadać za istotną część EBITDA grupy. Część tego wyniku podlega wyłączeniom konsolidacyjnym, ale trudno jest wskazać jaka konkretna ze względu na wyłączenia także pomiędzy innymi segmentami (m.in. sprzedać Chloropochodne -> Poliuretany czy Energetyka -> segmenty produkcyjne).
- Podsumowując ostatnie lata, spółka miała rekordowy 2022 rok oraz relatywnie wysokie wyniki w latach 2021 oraz 2023. Pozostałe lata to poziom EBITDA w okolicy 300 mln PLN (+/- ok 100 mln PLN), z tego za istotną część od 2023 roku zaczęła odpowiadać pomoc państwa dla przemysłu energochłonnego (pośrednia rekompensata za wysokie ceny uprawnień do emisji CO2).
- Dług netto swój rekordowy poziom miał w 2019 roku, kiedy spółka była po finalizacji istotnych inwestycji zwiększających moce w dwóch głównych segmentach. Kolejne lata to delewarowanie bilansu do 2022 roku oraz wzrost zadłużenia w kolejnych latach, będący pochodną m.in. wypłata rekordowej dywidendy w 2023 roku czy nowych projektów inwestycyjnych (w tym miejscu należy brać pod uwagę, że realizacja projektu PCC BD w formule JV pozwala wyjąć zadłużenie tego projektu poza bilans spółki).

**PCC BD – wybrane dane [mln PLN]**

	2021	2022	2023	2024	2025
Aktywa trwałe	0,1	29,6	113,3	298,0	514,8
Aktywa obrotowe	8,0	37,8	31,9	20,2	19,4
w tym środki pieniężne	7,9	34,7	24,4	5,7	2,7
Kapitał własny (aktywa netto)	7,8	58,9	98,5	188,7	249,5
Zobowiązania finansowe	0,0	0,0	0,0	62,7	201,7
Zobowiązania inne	0,3	8,5	46,7	66,8	83,0
<b>Dług netto</b>	<b>-7,9</b>	<b>-34,7</b>	<b>-24,4</b>	<b>57,0</b>	<b>199,0</b>

Źródło: BDM S.A., spółka

**PCC BD – przyjęta stopa dyskonta na tle innych spółek grupy**

	Nominalne stopy dyskonta			Wzrost w okresie rezydualnym		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
PCC Prodex	19,5%	16,5%	13,5%	2,5%	2,5%	2,5%
ChemiPark Technologiczny	10,4%	10,0%	9,2%	2,5%	2,5%	2,5%
distripark.com	21,4%	20,9%	16,8%	2,5%	2,5%	2,5%
<b>PCC BD</b>	<b>16,9%</b>	<b>15,0%</b>	<b>8,5%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,5%</b>
IRPC Polyol Company Limited	15,2%	12,6%	9,8%	3,0%	3,0%	1,0%
Gaia	---	---	10,8%	---	---	2,5%

Źródło: BDM S.A., spółka

Spółka co roku przeprowadza testy na utratę wartości jednostek zależnych.

- Według sprawozdania jednostkowego w 2025 roku obniżono nominalne stopy dyskonta przed opodatkowaniem dla wszystkich testowanych jednostek.
- Najmocniej spadła stopa dyskontowa dla PCC BD, z 15,0% do 8,5%. Spółka nie przedstawiła przesłanek, które stały za tak dużym spadkiem stopy (w przypadku innych spółek zależnych stopę obniżono w przedziale 1-4 punkty proc.).
- Spółka podała natomiast, że w gdyby stopa dyskontowa było o 1 pp wyższa niż przyjęta to skutkowałyby to odpisem trwałej utraty wartości na PCC BD w kwocie 14,6 mln PLN (rok wcześniej podniesienie stopy w takim wymiarze nie skutkowałyby odpisem)

**Wyniki za 4Q'2025 [mln PLN]**

	4Q'24	4Q'25	zmiana r/r	4Q'25P kons.	odchyl.	2024	2025	zmiana r/r
Przychody	487,3	428,7	-12,0%	427,5	0,3%	1 947,4	1 801,3	-7,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	98,3	65,0	-33,9%	---	---	390,8	302,8	-22,5%
Zysk na sprzedaży	24,9	1,8	-92,8%	---	---	107,1	35,9	-66,5%
EBITDA	164,1	59,4	-63,8%	72,0**	-17,6%	373,3	256,9	-31,2%
EBITDA skoryg. *	70,6	64,1	-9,3%	---	---	286,0	213,8	-25,2%
EBIT	118,4	20,7	-82,5%	28,7	-28,0%	194,4	102,6	-47,2%
Zysk brutto	108,4	12,6	-88,3%	---	---	160,4	67,2	-58,1%
Zysk netto	104,4	20,7	-80,2%	16,2	27,7%	143,0	61,5	-57,0%
Marża brutto ze sprzedaży	20,2%	15,2%		---		20,1%	16,8%	
Marża EBITDA	5,1%	0,4%		16,8%		5,5%	2,0%	
Marża EBIT	24,3%	4,8%		6,7%		10,0%	5,7%	
Marża zysku netto	21,4%	4,8%		3,8%		7,3%	3,4%	

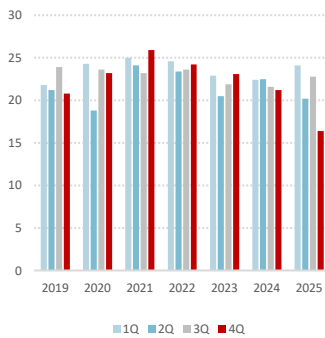
Źródło: BDM S.A., spółka

\*EBITDA skoryg. w 4Q'25 spółka m.in. ujęła odpis 16,5 mln PLN na instalację monochlorobenzenów w związku z decyzją o zamknięciu produkcji (spółka wykazała także inne odpisy na 8 mln PLN – odpisy te ujęte są w bezpośrednio w kosztach operacyjnych) oraz zaksięgowała +31,3 mln PLN rekompensat dla przemysłu energochłonnego (pozycja ujęta w saldzie pozostałej działalności operacyjnej; rok temu w 4Q'24 +83,7 mln PLN jako całość, w 2025 roku rekompensaty były rozbite na 3 i 4Q'25)

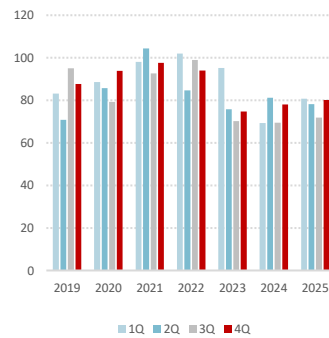
\*\*nie mamy wiedzy czy EBITDA w konsensusie PAP ujmowała rekompensaty (raczej powinna – informacja ta była znana wcześniej), natomiast raczej nie ujmowała ona wspomnianych wyżej odpisów

- Przychody w 4Q'25 wyniosły 428,7 mln PLN (-12% r/r).
- Rentowność brutto ze sprzedaży (15,2%) była na niższym poziomie r/r i poniżej 1-3Q'25 (17,3%).
- Zwracamy uwagę, że kosztach operacyjnych ujęto aż 23,6 mln PLN odpisów z tytułu wartości (w tym - 16,5 mln PLN odpisu na zamykaną instalację monochlorobenzenów)
- Koszty SG&A spadły o 14% r/r.
- W 4Q'25 spółka nie ujmowała jeszcze kosztów programu motywacyjnego (emisja 405,2 tys akcji po 1 PLN/szt dla prezesa spółki, uprawnionymi do udziału w programie są członkowie zarządu, pełniący funkcje nieprzerwanie od co najmniej 10 lat). Koszty będą ujmowane od 2026 roku wraz ze stopniowym uwalnianiem od zakazu zbycia (223 tys akcji w 2026, 135 tys 2027, 47 tys w 2028 roku). Łączna wartość godziwa świadczenia na dzień przyznania wyniosła 25 mln PLN.
- Wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej w 4Q'25 na poziomie +18,9 mln PLN (vs +93,5 mln PLN rok temu) – w wynikach rozpoznano drugą część rekompensat dla przemysłu energochłonnego (+31,3 mln PLN; rok temu rozpoznano całość w 4Q'24)
- Raportowana EBITDA w 4Q'25 wyniosła 59,4 mln PLN (vs 164,1 mln PLN rok temu), ale gdyby nie inne ujęcie rekompensat w czasie oraz wspomniane na początku odpisy to wynik byłby słabszy jedynie o -9% r/r (EBITDA skoryg. na poziomie 64,1 mln PLN vs 70,6 mln PLN rok temu).
- Saldo finansowe z ujemnym wpływem na poziomie -7,4 mln PLN.
- Zysk netto w 4Q'25 na poziomie 20,7 mln PLN (vs 104,4 mln PLN rok temu).
- Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły +87 mln PLN w 4Q'25.
- Na koniec okresu spółka miała 423 mln PLN długu netto (tą kwotę można skorygować o pożyczki udzielone jedn. dominującej na poziomie 66 mln PLN, spółka nie miała lokat >3M).
- EBITDA w 2025 wyniosła 257 mln PLN (vs 373 mln PLN rok wcześniej). EBITDA skoryg. na poziomie 214 mln PLN vs 286 mln PLN rok temu.
- CAPEX wg cash flow w 2025: 152 mln PLN (w tym ujęte są wydatki na jednostki emisji CO2 na poziomie 17 mln PLN, ok 58 mln PLN na nowe elektrolizery i 52 mln PLN na rozbudowę sieci elektroenergetycznej). Dokapitalizowanie PCC BD na poziomie 31 mln PLN w 2025 roku po stronie PCC Rokita (w 1Q'26 doszło już kolejne 19 mln PLN).
- Zarząd zarekomendował brak wypłaty dywidendy z zysku za 2025 rok. O wypłacie finalnie zdecyduje WZA, które w ostatnich latach dwukrotnie podjęło decyzje inne niż rekomendacja zarządu (2020 – wypłata dywidendy za 2019, mimo rekomendacji o jej braku, 2025 – wypłata wyższej dywidendy za 2024 niż rekomendował to zarząd).

**Poliuretany - wolumeny sprzedaży zewn. [tys t]**



**Chloropochodne - Wolumeny sprzedaży zewn. [tys t]**



**Inne produkty - Wolumeny sprzedaży zewn. [tys t]**

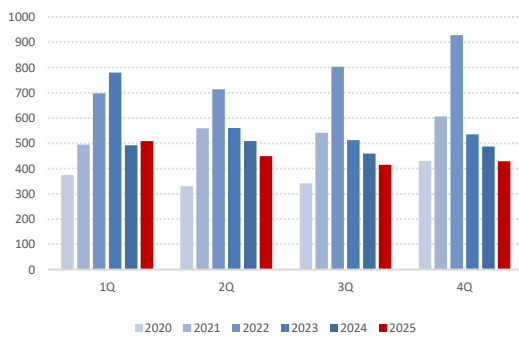


Źródło: DM BDM S.A., spółka

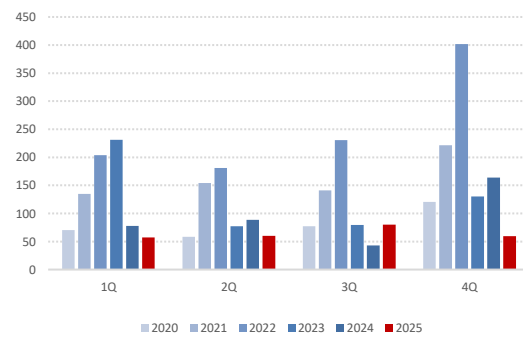
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Źródło: DM BDM S.A., spółka

**Przychody [mln PLN]**



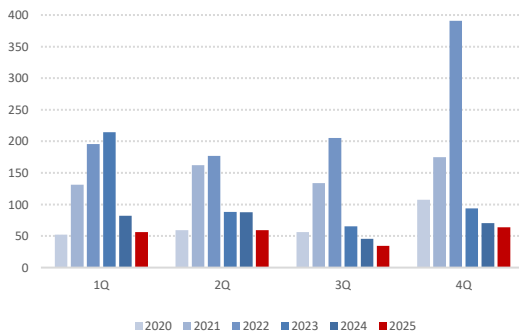
**EBITDA [mln PLN]**



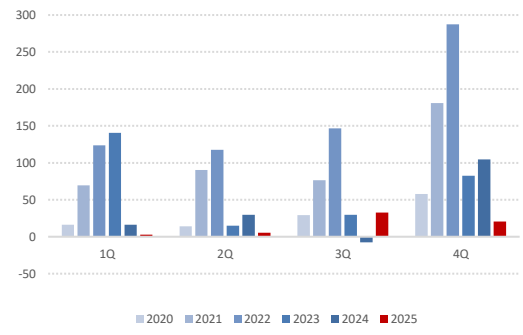
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Źródło: DM BDM S.A., spółka

**EBITDA skoryg.\* [mln PLN]**

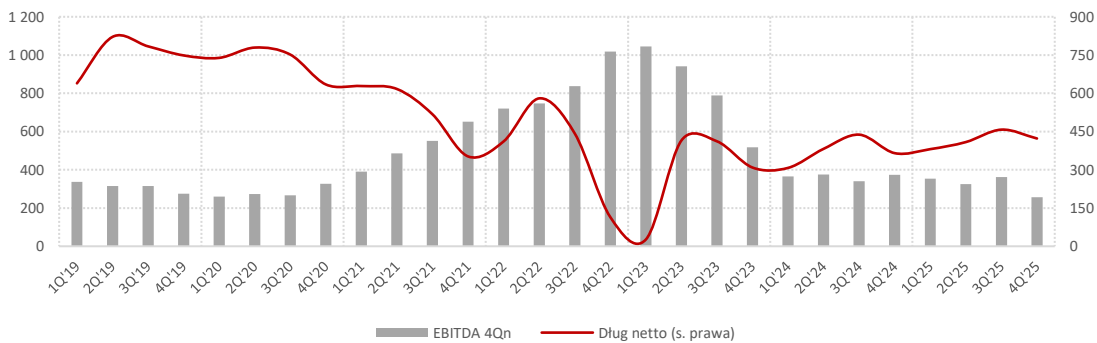


**Zysk netto [mln PLN]**



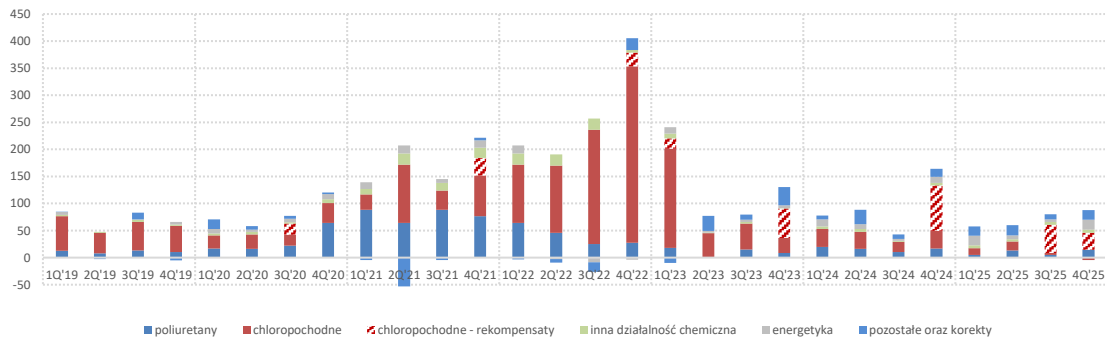
Źródło: DM BDM S.A., spółka, \*skoryg. o saldo pozostałej działalności op. Dług netto vs EBITDA 4Qn [mln PLN]

Źródło: DM BDM S.A., spółka

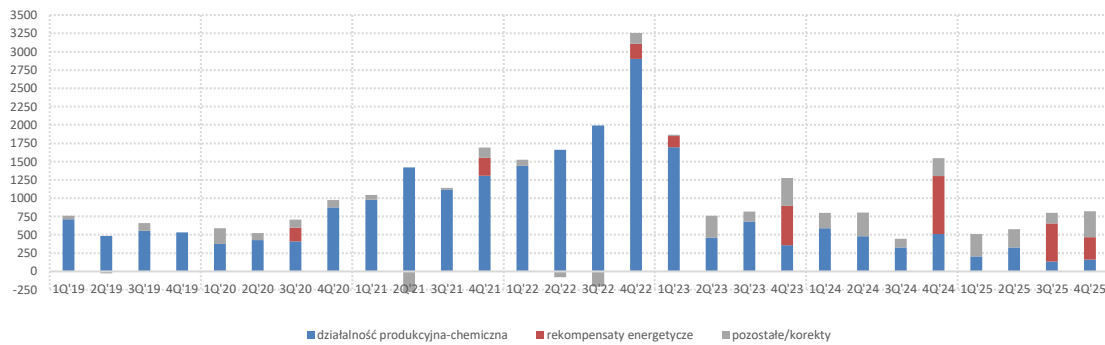


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**EBITDA wg segmentów kwartalnie [mln PLN]**



Źródło: DM BDM S.A., spółka  
EBITDA [PLN/t]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

**Podsumowanie ostatnich czatów inwestorskich spółki:**
**Podsumowanie czatu inwestorskiego po 4Q'25 – 31/03/2026)**
**Perspektywy**

-trudno jednoznacznie określić, jak długo utrzyma się wymagające otoczenie  
-na dziś spółka nie widzi wyraźnego i trwałego ożywienia ani znaczących wzrostów w obszarze budowlanym  
-spółka koncentruje się na optymalizacji procesów, utrzymaniu dyscypliny kosztowej oraz elastycznym dostosowywaniu działalności do warunków rynkowych  
-rynek Mercosur nie jest postrzegany jako obszar oferującego nadzwyczajne perspektywy rozwoju dla spółki

**Inwestycje**

-rozbudowa elektrolizy membranowej o dwa dodatkowe elektrolizery jest na finiszu (trwa rozruch, pełne uruchomienie na dniach)  
-spółka nie ma planów budowy farm PV (przy dzisiejszych uwarunkowaniach prawno-regulacyjnych stało się to nierentowne)

**Chloropochodne**

-w 2025 roku spadek EBITDA pochodną spadku cen tlenu propylenu oraz kwasu solnego oraz wzrostu ceny nabywanej energii elektrycznej  
-w przypadku ługu spółka konkuruje na rynku lokalnym (Polska i kraje ościennie – Czechy, Niemcy, Słowacja, Litwa, Austria) a w przypadku sody na rynkach zamorskich (konkurowanie z dostawcami z Azji – Chiny/Indie i Bliskiego Wschód)  
-wyższy wzrost średniej ceny sody vs ług w 2025 roku konsekwencją rezygnacji z części mniej marżowych rynków  
-wykorzystanie instalacji elektrolizy w Europie wynosi obecnie 60-70% (względem standardowych 80-85%)  
-w Europie może to ok. 13 mln ton (w przeliczeniu na 100% ług sodowy), potencjalnie ogłoszono zamknięcie ok 1,3 mln ton, ale części jeszcze nie zamknięto definitywnie

**Poliole**

-segment nadal mocno doświadczany przez azjatycką konkurencję  
-niski popyt w obszarze polioli polieterowych, presja na ceny i marżę  
-w dalszym ciągu klient detailiczny nie szuka materaca wykonanego ze specjalistycznej pianki elastycznej, tylko taniego chińskiego produktu  
-instalacja MOL (200 tys ton) powinna pojawić się na rynku w kolejnych kilkunastu miesiącach, ale kilkakrotnie przekładano już termin, jej pojawianie się będzie miało istotny wpływ na sytuację rynkową

**Inna działalność chemiczna**

-niesprzyjająca koniunktura oraz rosnąca aktywność konkurencji z Chin na rynkach europejskich  
-pomimo wysokich cen (60%) dostępność chińskich uniepalniaczy fosforowych w niskich cenach zaczęła w 2025 roku ponownie rosnąć  
-spółka wyraźnie zwiększyła sprzedaż na rynku amerykańskim (cła w USA na produkty z Chin)

**Zadłużenie**

-spółka aktualnie nie ma aktywnego prospektu obligacyjnego

**Dywidenda**

-ostateczna decyzja należy do WZA  
-rekomendacja Zarządu wynika z ostrożnego podejścia do obecnego otoczenia rynkowego oraz potrzeby zachowania komfortowej pozycji płynnościowej i finansowej

**Podsumowanie czatu inwestorskiego po 3Q'25 – 26/11/2025)**
**Wyniki**

-poprawa zysku netto po 1-3Q'25 to efekt wcześniejszej wypłaty części rekompensaty dla przedsiębiorstw energochłonnych w 3Q'25 (rok temu całość w 4Q'24)  
-spółka starała się bronić wolumenów przy akceptowalnych marżach (zróżnicowane portfolio oraz dywersyfikacji klientów)

**Perspektywy**

-spółka szuka nowych rynków zbytu w krajach pozaeuropejskich oraz nowych, specjalistycznych rozwiązań dla klientów

**Zadłużenie**

-spółka nie widzi istotnego ryzyka wzrostu wskaźnika dług netto/EBITDA>2x  
-ostatni wzrost długu związany z krótkoterminową pożyczką wewnątrz grupy PCC, która zostanie spłacona w 4Q'25

**Dywidenda**

-decyzja należy do WZA  
-decyzje o podziale zysku muszą być dostosowane do sytuacji finansowej (planowane inwestycje oraz poziom płynności finansowej)

**Inwestycje**

-rozbudowa elektrolizy membranowej o dwa dodatkowe elektrolizery ma wpłynąć na ograniczenie jednostkowego zużycia energii elektrycznej w produkcji ługu i chloru poprzez zwiększenie elastyczności dopasowywania obciążenia do zmieniających się cen energii (wykorzystanie okresów dołków cenowych w ciągu doby czy pomiędzy dniami)

**Konkurencja/otoczenie**

-chińscy producenci grają bardzo niską ceną i dużą dostępnością towaru, konkurencja z tego kierunku jest oparta na dumpingu

**Chloropochodne**

----

**Poliole**

-segment nadal mocno doświadczany przez azjatycką konkurencję  
-od dłuższego czasu znaczący wzrost import polioli polieterowych związany z globalną nadwyżką mocy produkcyjnych (szczególnie w Chinach)  
-w obszarze polioli polieterowych priorytetem dla spółki jest obrona wolumenów i klientów poprzez dywersyfikację rynku zbytu i rozwój rozwiązań specjalistycznych, nie są planowane decyzje o ograniczaniu działalności  
-w Europie Zachodniej część graczy ogranicza lub zamyka moce –w średnim terminie może to poprawić równowagę rynkową  
-w średnim terminie spółka widzi szansę przede wszystkim w zmianie mixu – rozwijaniu polioli o bardziej specjalistycznych parametrach oraz zastosowaniach mniej wrażliwych na cenę  
-dobry popyt w obszarze polioli poliesterowych od początku 2025 roku (główną aplikacją sprzedażową są poliuretanowe panele izolacyjne, trend poprawy efektywności energetycznej budynków)

**Inna działalność chemiczna**

-pomimo wysokich cen (60%) dostępność chińskich uniepalniaczy fosforowych w niskich cenach zaczęła w 2025 roku ponownie rosnąć (cła działały tylko krótkoterminowo w 2H'24 i 1Q'25)

**Podsumowanie czatu inwestorskiego po 2Q'25 – 29/08/2025)**
**Wyniki**

-trudne otoczenie makro i konkurencyjne  
-wzrost wolumenów w 1H'25 r/r

**Inwestycje**

-rozbudowa elektrolizy membranowej ma wpłynąć na ograniczenie jednostkowego zużycia energii elektrycznej poprzez zwiększenie elastyczności dopasowywania obciążenia do zmieniających się cen energii (wykorzystanie okresów dołków cenowych w ciągu doby czy pomiędzy dniami)  
-spółka kontynuuje budowę nowego zakładu produkcyjnego w Brzegu Dolnym

**Zadłużenie**

-spółka wciąż ma otwarty prospekt emisyjny, szuka optymalnych rozwiązań odnośnie struktury finansowania działalności

**Energia**

-spółka kupuje energię na TGE z wyprzedzeniem (stopień pokrycia na kolejne okresy jest zróżnicowany) oraz bilansują ją na Rynku Bilansującym  
-własna elektrociepłownia (produkcja pary technologicznej i wody grzewczej) zabezpiecza kilkanaście procent zapotrzebowania spółki na energię

**Konkurencja/otoczenie**

-KE rozpoczęła prace nad regulacją Critical Chemicals Act, która ma chronić kluczowe chemikalia, w tym m.in. chlor i wodorotlenek sodu (trudno na dzisiaj przewidzieć skutki tych działań)

**Chloropochodne**

-wpływ na wyniki 1H'25 miała sytuacja na rynku tlenu propylenu, niższe ceny sprzedaży kwasu solnego oraz wyższe ceny energii elektrycznej  
-na rozwój sprzedaży pozytywnie wpłynął wolumen ulokowanego na rynku podchlorynu sodu, produkowanego na nowej instalacji  
-w 1H'25 średnie ceny ługu sodowego na poziomie podobnym r/r, w przypadku sody kaustycznej średnie ceny +30% r/r

**Poliole**

„agresywna” sprzedaż azjatyckich producentów polioli polieterowych przy niskim popycie  
-słaba europejska konsumpcja, szczególnie w kluczowym dla spółki, budownictwie  
-bardzo dobry popyt na polioli poliesterowe

**Inna działalność chemiczna**

-w 2Q'25 ponownie zaczęła rosnąć dostępność chińskich uniepalniaczy fosforowych do pian poliuretanowych w niskich cenach (tylko krótkoterminowy wpływ cen wprowadzonych w UE w 2H'24)

**Wyniki i prognozy kwartalne [mln PLN]**

	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26P	2Q'26P	3Q'26P	4Q'26P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>491,9</b>	<b>508,4</b>	<b>459,8</b>	<b>487,3</b>	<b>508,5</b>	<b>449,6</b>	<b>414,5</b>	<b>428,7</b>	<b>520,6</b>	<b>479,8</b>	<b>488,7</b>	<b>480,5</b>
poliuretany	215,9	212,5	193,1	189,1	196,1	169,7	164,4	156,7	203,8	192,8	221,3	172,6
chloropochodne	172,4	175,8	155,0	173,6	167,5	152,1	134,0	149,3	168,9	148,0	131,4	168,7
inna działalność chemiczna	43,1	42,8	37,6	40,5	48,9	41,6	37,6	36,9	55,5	48,8	45,9	47,2
energetyka	19,1	13,3	12,4	20,2	21,9	13,7	14,5	18,7	21,5	13,7	13,7	21,1
pozostała działalność	41,4	64,0	61,7	64,0	74,1	72,6	64,0	67,0	70,9	76,6	76,4	71,0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>101,8</b>	<b>117,6</b>	<b>73,0</b>	<b>98,3</b>	<b>90,5</b>	<b>86,3</b>	<b>61,0</b>	<b>65,0</b>	<b>95,4</b>	<b>103,9</b>	<b>101,7</b>	<b>112,6</b>
SG&A	71,0	72,0	67,4	73,5	72,8	66,8	64,1	63,2	78,1	72,0	73,3	72,1
Saldo PPO/PKO	-4,0	0,6	-2,8	93,5	1,0	1,1	45,8	18,9	0,0	0,0	36,5	26,3
- w tym rekompensaty energ.	0,0	0,0	0,0	83,7	0,0	0,0	52,1	31,3	0,0	0,0	36,5	26,3
- pozostałe	-4,0	0,6	-2,8	9,8	1,0	1,1	-6,4	-12,4	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>77,9</b>	<b>88,5</b>	<b>42,8</b>	<b>164,1</b>	<b>57,4</b>	<b>60,3</b>	<b>80,0</b>	<b>59,4</b>	<b>57,7</b>	<b>72,3</b>	<b>105,3</b>	<b>107,3</b>
poliuretany	20,0	16,3	10,5	16,7	4,9	13,3	4,7	14,6	5,7	9,8	14,8	13,1
chloropochodne	32,8	31,3	18,5	116,6	12,6	16,6	55,8	27,0	16,6	32,7	65,7	58,7
inna działalność chemiczna	4,7	5,4	2,3	4,6	5,3	4,2	5,2	6,2	5,6	4,7	4,2	4,5
energetyka	13,1	8,8	3,3	11,5	17,9	7,2	5,0	18,0	17,9	7,2	5,0	18,0
pozostała działalność	13,3	63,8	10,1	1,2	9,6	77,1	6,8	30,3	6,0	77,1	6,8	30,3
korekty segmentowe	-5,9	-37,2	-1,9	13,4	7,1	-58,1	2,4	-12,4	6,0	-59,2	8,7	-17,2
<b>EBITDA skoryg.</b>	<b>81,9</b>	<b>87,9</b>	<b>45,6</b>	<b>70,6</b>	<b>56,4</b>	<b>59,2</b>	<b>34,2</b>	<b>64,1</b>	<b>57,7</b>	<b>72,3</b>	<b>68,8</b>	<b>80,9</b>
poliuretany	20,0	16,3	10,5	16,7	4,9	13,3	4,7	14,6	5,7	9,8	14,8	13,1
chloropochodne	32,8	31,3	18,5	32,9	12,6	16,6	3,7	12,3	16,6	32,7	29,2	32,3
inna działalność chemiczna	4,7	5,4	2,3	4,6	5,3	4,2	5,2	6,2	5,6	4,7	4,2	4,5
energetyka	13,1	8,8	3,3	11,5	17,9	7,2	5,0	18,0	17,9	7,2	5,0	18,0
pozostała działalność	13,3	63,8	10,1	1,2	9,6	77,1	6,8	30,3	6,0	77,1	6,8	30,3
korekty segmentowe	-1,9	-37,8	1,0	3,6	6,1	-59,2	8,7	-17,2	6,0	-59,2	8,7	-17,2
<b>EBIT</b>	<b>26,9</b>	<b>46,3</b>	<b>2,9</b>	<b>118,4</b>	<b>18,6</b>	<b>20,6</b>	<b>42,7</b>	<b>20,7</b>	<b>17,4</b>	<b>31,9</b>	<b>64,9</b>	<b>66,9</b>
Saldo finansowe	-8,2	-8,3	-9,2	-9,8	-9,7	-9,6	-8,7	-7,4	-9,7	-9,5	-8,5	-7,8
Wynik JV	1,4	0,7	-0,5	-0,2	0,7	0,0	-0,2	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	20,2	38,7	-6,8	108,4	9,7	11,0	33,9	12,6	7,7	22,4	56,4	59,1
<b>Zysk netto</b>	<b>16,4</b>	<b>29,7</b>	<b>-7,4</b>	<b>104,4</b>	<b>2,9</b>	<b>5,4</b>	<b>32,6</b>	<b>20,7</b>	<b>6,2</b>	<b>18,2</b>	<b>45,7</b>	<b>47,9</b>
CFO	42,1	124,5	23,5	116,3	49,8	72,3	86,6	87,3	53,0	81,7	90,8	71,3
Dług netto	307,4	382,2	437,8	365,1	380,9	408,7	457,4	422,7	417,7	384,9	354,0	345,6
<b>Wolumeny znew. [tys t]</b>												
poliuretany	22,4	22,5	21,6	21,2	24,1	20,2	22,8	16,4	24,1	20,2	22,8	16,4
chloropochodne	69,3	81,2	69,4	78,1	80,8	78,2	71,9	80,2	80,8	79,8	73,3	81,8
inna działalność chemiczna	6,0	6,5	5,1	6,7	7,1	5,9	5,4	5,4	7,1	5,9	5,4	5,4
<b>Średnia cena sprzedaży [PLN/t]</b>												
poliuretany	9 637	9 446	8 941	8 918	8 136	8 399	7 210	9 557	8 456	9 544	9 706	10 522
chloropochodne	2 488	2 165	2 234	2 223	2 073	1 945	1 864	1 862	2 090	1 856	1 792	2 062
inna działalność chemiczna	7 186	6 587	7 365	6 038	6 892	7 044	6 970	6 838	7 820	8 264	8 503	8 732
<b>Parametry makro</b>												
EUR/PLN	4,33	4,30	4,28	4,31	4,20	4,26	4,26	4,24	4,23	4,30	4,31	4,32
USD/PLN	3,99	3,99	3,90	4,04	4,00	3,76	3,64	3,64	3,62	3,74	3,74	3,74
Ropa Brent [USD/bbl]	83	85	80	75	76	68	69	64	80	101	88	82
Nafta [EUR/t]	609	620	600	591	604	486	477	450	529	772	644	590
Energia TGEBase [PLN/MWh]	368	408	448	506	500	390	437	494	537	437	476	545
<b>Przychody zmiana r/r</b>	<b>-36,9%</b>	<b>-9,3%</b>	<b>-10,3%</b>	<b>-9,0%</b>	<b>3,4%</b>	<b>-11,6%</b>	<b>-9,8%</b>	<b>-12,0%</b>	<b>2,4%</b>	<b>6,7%</b>	<b>17,9%</b>	<b>12,1%</b>
poliuretany	-24,4%	-12,0%	-16,0%	-22,7%	-9,2%	-20,2%	-14,9%	-17,1%	3,9%	13,6%	34,6%	10,1%
chloropochodne	-54,6%	-21,4%	-19,3%	-11,5%	-2,8%	-13,5%	-13,6%	-14,0%	0,8%	-2,7%	-1,9%	13,0%
inna działalność chemiczna	-18,9%	4,9%	3,5%	34,4%	13,5%	-2,9%	0,2%	-8,7%	13,5%	17,3%	22,0%	27,7%
energetyka	-13,4%	-8,2%	-9,1%	25,5%	14,3%	3,0%	17,0%	-7,4%	-1,8%	0,1%	-5,6%	12,7%
pozostała działalność	4,6%	58,8%	52,9%	32,1%	79,1%	13,4%	3,9%	4,7%	-4,4%	5,4%	19,2%	6,0%
<b>Marża zysku brutto ze sprzedaży</b>	<b>20,7%</b>	<b>23,1%</b>	<b>15,9%</b>	<b>20,2%</b>	<b>17,8%</b>	<b>19,2%</b>	<b>14,7%</b>	<b>15,2%</b>	<b>18,3%</b>	<b>21,6%</b>	<b>20,8%</b>	<b>23,4%</b>
S&GA/przychody	14,4%	14,2%	14,7%	15,1%	14,3%	14,9%	15,5%	14,7%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
<b>Marża EBITDA</b>	<b>15,8%</b>	<b>17,4%</b>	<b>9,3%</b>	<b>33,7%</b>	<b>11,3%</b>	<b>13,4%</b>	<b>19,3%</b>	<b>13,8%</b>	<b>11,1%</b>	<b>15,1%</b>	<b>21,5%</b>	<b>22,3%</b>
poliuretany	9,3%	7,7%	5,4%	8,8%	2,5%	7,9%	2,9%	9,3%	2,8%	5,1%	6,7%	7,6%
chloropochodne	19,0%	17,8%	12,0%	67,2%	7,5%	10,9%	41,7%	18,1%	9,8%	22,1%	50,0%	34,8%
inna działalność chemiczna	10,8%	12,6%	6,0%	11,5%	10,9%	10,1%	13,8%	16,8%	10,1%	9,6%	9,2%	9,5%
energetyka	68,3%	66,7%	26,9%	57,0%	82,0%	52,4%	34,6%	96,3%	83,5%	52,4%	36,7%	85,4%
pozostała działalność	32,1%	99,6%	16,3%	1,9%	12,9%	106,1%	10,6%	45,2%	8,5%	100,7%	8,9%	42,6%
<b>Marża EBIT</b>	<b>5,5%</b>	<b>9,1%</b>	<b>0,6%</b>	<b>24,3%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,6%</b>	<b>10,3%</b>	<b>4,8%</b>	<b>3,3%</b>	<b>6,6%</b>	<b>13,3%</b>	<b>13,9%</b>
<b>Marża zysku netto</b>	<b>3,3%</b>	<b>5,8%</b>	<b>-1,6%</b>	<b>21,4%</b>	<b>0,6%</b>	<b>1,2%</b>	<b>7,9%</b>	<b>4,8%</b>	<b>1,2%</b>	<b>3,8%</b>	<b>9,4%</b>	<b>10,0%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Prognozy BDM vs konsensus rynkowy [mln PLN]**

	2026			2027			2028		
	BDM	konsensus	odchyl.	BDM	konsensus	odchyl.	BDM	konsensus	odchyl.
Przychody	1 969,5	1 851,3	6,4%	2 050,8	2 037,7	0,6%	2 049,2	2 207,0	-7,1%
EBITDA	342,6	314,0	9,1%	409,9	343,0	19,5%	433,1	426,0	1,7%
EBITDA skoryg.	279,7	---	---	339,7	---	---	361,2	---	---
EBIT	181,0	124,6	45,3%	242,8	162,0	49,9%	265,5	229,0	15,9%
Zysk (strata) netto	118,0	75,1	57,2%	172,7	103,3	67,2%	194,9	155,0	25,7%
Dług netto	345,6	477,7	-27,6%	281,6	455,5	-38,2%	212,2	599,0	-64,6%
Marża EBITDA	17,4%	17,0%		20,0%	16,8%		21,1%	19,3%	
Marża EBIT	9,2%	6,7%		11,8%	8,0%		13,0%	10,4%	
Marża zysku netto	6,0%	4,1%		8,4%	5,1%		9,5%	7,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

- Założenia makro prezentujemy w tabeli na stronie 4. Założenia dla walut, ropy, nafty przyjęte są w oparciu o krzywe forward. Pozostałe założenia na bazie wewnętrznego modelu uwzględniającego cykliczność koniunktury.
- W 2026 roku estymujemy wzrost przychodów do 1,97 mld PLN (+9% r/r, w tym 1% wzrost wolumenów). W średnim terminie zakładamy wzrost wolumenów o 1-2% w skali roku, uzyskiwane ceny są pochodną przyjętych założeń makro.
- Zwracamy uwagę, że w modelu przyjmujemy cykliczność koniunktury w branży chemicznej. Poprzedni szczyt w obszarze działalności spółki przypadł na okolice 2021-22 roku. Kolejne trzy lata to stopniowy spadek koniunktury. Patrząc przez pryzmat EBITDA zakładamy odbicie w 2026 roku i jego kontynuację w latach 2027-2030 (początkowo w segmencie Chloropochodnych, później także w Poliuretanach). Lata 2031-32 to kolejne lekkie cykliczne schłodzenie koniunktury w naszym modelu. W ostatnim roku naszej szczegółowej prognozy (2035) zakładamy EBITDA na poziomie 458 mln PLN (vs średnia dla 2026-34 na poziomie 424 mln PLN a dla 2017-25 na poziomie 447 mln PLN).
- Zakładamy, że spółka będzie w kolejnych latach (także po 2030 roku) otrzymywać rekompensaty za ceny uprawnień CO2 dla sektora energochłonnego.
- Przyjmujemy CAPEX (bez PCC BD) w najbliższych kilku latach poniżej amortyzacji, a w dłuższym horyzoncie na poziomie zbliżonym do amortyzacji.
- Zakładamy dokończenie inwestycji w projekt JV PCC BD do 2028 roku (JV z PCC Exol). Do 4Q'25 PCC Rokita zaangażowała 89 mln PLN gotówki (+40 mln PLN w postaci aportu aktywów). Szacujemy, że spółka dołoży jeszcze 119 mln PLN (taką samą kwotę powinien wyłożyć PCC Exol, natomiast pozostała część, z zakładanego na lata 2026-28 CAPEX-u na poziomie 327 mln PLN, zostanie pokryta z kredytu inwestycyjnego).
- Zakładamy, że produkcja seryjna z instalacji ruszy w 2029 roku (wcześniej możliwa produkcja testowa bez wpływu na wyniki). Przyjmujemy docelowo, że dostępność instalacji będzie podzielona po połowie między partnerów JV, przy czym zakładamy, że cykl produkcyjny etoksylatów powinien być 1,5-2x szybszy niż w przypadku polioli (tym samym docelowe wolumeny do polioli to 27,5 tys ton, a dla etoksylatów 48,1 tys ton – zakładamy ich osiągnięcie w 2032 roku). Zakładamy, że na instalacji generowana EBITDA/t będzie wyższa niż w przypadku dotychczasowych instalacji PCC Rokity i PCC Exol (najnowsza technologia, wysoka automatyzacja). Zakładamy, że PCC BD w 2029 roku będzie miał -9 mln PLN straty netto, a w kolejnym wyjdzie na niewielki plus. Od 2032 roku zakładamy, że spółka będzie generować 50-60 mln PLN zysku netto.
- Zwracamy uwagę, że nasze założenia dotyczące PCC BD mogą być uznane za optymistyczne, aczkolwiek brak dotychczas komunikacji ze strony zaangażowanych spółek o konieczności odpisu, sprawia, że na ten moment uznajemy ich przyjęcie za uzasadnione. Nie możemy jednak wykluczyć takiego scenariusza, kiedy projekt będzie na bardziej zaawansowanym etapie.
- W naszych założeniach przyjmujemy brak wypłaty dywidendy w 2026 roku zgodnie z rekomendacją zarządu. W kolejnych latach przyjmujemy wypłatę 70% skonsolidowanego zysku netto.

**Założenia dla PCC BD [100% spółki; mln PLN]**

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody	0,0	0,0	0,0	315,4	403,2	558,7	597,7	601,7	615,2	620,1
EBITDA	0,0	0,0	0,0	56,4	78,5	117,0	125,2	126,4	130,4	131,9
EBIT	0,0	0,0	0,0	14,3	36,4	74,9	83,1	84,3	88,3	89,8
Wynik netto	0,0	0,0	0,0	-9,4	8,9	42,5	53,4	56,1	60,3	62,0
Dług netto	221,0	261,0	288,3	282,6	249,3	191,4	166,8	154,0	147,1	146,0
Kapitał własny	347,5	427,5	487,4	478,0	486,9	529,4	540,2	543,0	547,2	548,9
CAPEX	120,0	120,0	87,2	13,9	13,9	21,1	27,8	31,6	37,9	42,1
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	42,5	53,4	56,1	60,3
ROE	0,0%	0,0%	0,0%	-2,0%	1,8%	8,0%	9,9%	10,3%	11,0%	11,3%
Wolumeny [tys t]										
-poliole	0,0	0,0	0,0	37,8	48,1	68,8	75,6	75,6	75,6	75,6
-etoksylaty	0,0	0,0	0,0	13,8	17,5	25,0	27,5	27,5	27,5	27,5
-etoksylaty	0,0	0,0	0,0	24,1	30,6	43,8	48,1	48,1	48,1	48,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Wyniki i prognozy roczne [mln PLN]**

	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>2388,2</b>	<b>1947,4</b>	<b>1801,3</b>	<b>1969,5</b>	<b>2050,8</b>	<b>2049,2</b>	<b>2060,0</b>	<b>2063,2</b>	<b>2029,2</b>	<b>1980,3</b>	<b>2024,1</b>	<b>2082,0</b>	<b>2112,1</b>
poliuretany	1 001,3	810,6	686,9	790,4	924,8	1 003,8	1 026,5	1 044,7	982,0	927,6	951,7	1 009,4	1 037,3
chloropochodne	991,6	676,8	602,9	617,1	543,8	454,2	439,6	423,4	466,3	473,0	491,1	485,2	486,4
inna działalność chemiczna	160,4	163,9	165,1	197,3	217,8	226,7	229,4	230,6	216,4	215,2	216,9	222,8	223,9
energetyka	66,2	65,0	68,7	69,9	72,2	75,0	78,0	81,1	84,4	87,8	91,3	94,9	98,7
pozostała działalność	168,6	231,1	277,8	294,8	292,1	289,4	286,5	283,3	280,1	276,7	273,2	269,6	265,8
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>584,3</b>	<b>390,8</b>	<b>302,8</b>	<b>413,6</b>	<b>480,2</b>	<b>500,9</b>	<b>512,4</b>	<b>519,8</b>	<b>489,1</b>	<b>479,3</b>	<b>500,0</b>	<b>520,3</b>	<b>529,6</b>
SG&A	297,9	283,8	266,9	295,4	307,6	307,4	309,0	309,5	304,4	297,1	303,6	312,3	316,8
Saldo PPO/PKO	56,5	87,3	66,7	62,8	70,2	72,0	72,6	73,2	74,0	74,7	75,4	76,1	76,8
- w tym rekompensaty energ.	73,3	83,7	83,4	62,8	70,2	72,0	72,6	73,2	74,0	74,7	75,4	76,1	76,8
- pozostałe	-16,8	3,6	-16,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>518,0</b>	<b>373,3</b>	<b>256,9</b>	<b>342,6</b>	<b>409,9</b>	<b>433,1</b>	<b>442,8</b>	<b>449,8</b>	<b>424,6</b>	<b>423,0</b>	<b>438,4</b>	<b>451,5</b>	<b>457,7</b>
poliuretany	41,5	63,4	37,5	43,4	84,0	103,7	110,7	114,9	100,5	85,6	89,6	102,6	108,4
chloropochodne	378,1	199,3	112,0	173,6	198,9	202,9	205,3	208,2	197,4	210,6	222,0	222,2	222,6
inna działalność chemiczna	13,7	17,0	20,9	19,0	20,5	19,9	20,2	20,1	20,2	20,1	20,1	20,1	20,1
energetyka	24,0	36,7	48,1	48,1	48,1	48,1	48,1	48,1	48,1	48,1	48,1	48,1	48,1
pozostała działalność	86,5	88,4	123,7	120,2	120,2	120,2	120,2	120,2	120,2	120,2	120,2	120,2	120,2
korekty segmentowe	-25,8	-31,5	-61,0	-61,7	-61,7	-61,7	-61,7	-61,7	-61,7	-61,7	-61,7	-61,7	-61,7
<b>EBITDA skoryg.</b>	<b>461,4</b>	<b>286,0</b>	<b>213,8</b>	<b>279,7</b>	<b>339,7</b>	<b>361,2</b>	<b>370,2</b>	<b>376,6</b>	<b>350,7</b>	<b>348,3</b>	<b>363,0</b>	<b>375,4</b>	<b>380,9</b>
poliuretany	41,5	63,4	37,5	43,4	84,0	103,7	110,7	114,9	100,5	85,6	89,6	102,6	108,4
chloropochodne	304,7	115,6	45,1	110,7	128,6	131,0	132,7	135,0	123,4	136,0	146,6	146,1	145,8
inna działalność chemiczna	13,7	17,0	20,9	19,0	20,5	19,9	20,2	20,1	20,2	20,1	20,1	20,1	20,1
energetyka	24,0	36,7	48,1	48,1	48,1	48,1	48,1	48,1	48,1	48,1	48,1	48,1	48,1
pozostała działalność	86,5	88,4	123,7	120,2	120,2	120,2	120,2	120,2	120,2	120,2	120,2	120,2	120,2
korekty segmentowe	-9,0	-35,1	-61,6	-61,7	-61,7	-61,7	-61,7	-61,7	-61,7	-61,7	-61,7	-61,7	-61,7
<b>EBIT</b>	<b>342,9</b>	<b>194,4</b>	<b>102,6</b>	<b>181,0</b>	<b>242,8</b>	<b>265,5</b>	<b>276,0</b>	<b>283,6</b>	<b>258,7</b>	<b>256,9</b>	<b>271,8</b>	<b>284,1</b>	<b>289,5</b>
Saldo finansowe	-30,5	-35,4	-35,3	-35,4	-29,6	-24,9	-20,2	-15,2	-11,3	-7,7	-3,1	1,4	5,7
Wynik IV	1,3	1,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	-4,7	4,4	21,3	26,7	28,1	30,2	31,0
Zysk brutto	313,7	160,4	67,2	145,6	213,3	240,6	251,1	272,8	268,6	275,9	296,8	315,7	326,3
<b>Zysk netto</b>	<b>267,8</b>	<b>143,0</b>	<b>61,5</b>	<b>118,0</b>	<b>172,7</b>	<b>194,9</b>	<b>203,4</b>	<b>221,0</b>	<b>217,6</b>	<b>223,5</b>	<b>240,4</b>	<b>255,7</b>	<b>264,3</b>
CFO	512,1	306,5	295,9	296,9	360,1	387,6	393,9	397,6	377,5	376,1	377,0	385,0	392,3
Dług netto	308,8	365,1	422,7	345,6	281,6	212,2	122,0	33,6	-21,5	-97,4	-174,8	-253,6	-334,6

**Wolumeny znw. [tys t]**

poliuretany	88,4	87,7	83,5	83,5	84,3	85,2	85,2	86,0	86,9	87,8	88,6	89,5	90,4
chloropochodne	316,0	298,0	311,1	315,7	322,0	328,5	335,0	341,7	348,6	355,5	362,6	369,9	377,3
inna działalność chemiczna	20,3	24,3	23,8	23,8	23,8	23,8	23,8	23,8	23,8	23,8	23,8	23,8	23,8

**Średnia cena sprzedaży [PLN/t]**

poliuretany	11 327	9 243	8 226	9 466	10 966	11 785	12 051	12 144	11 302	10 570	10 737	11 275	11 472
chloropochodne	3 138	2 271	1 938	1 955	1 689	1 383	1 312	1 239	1 338	1 330	1 354	1 312	1 289
inna działalność chemiczna	7 899	6 747	6 935	8 292	9 150	9 526	9 640	9 690	9 093	9 042	9 112	9 363	9 410

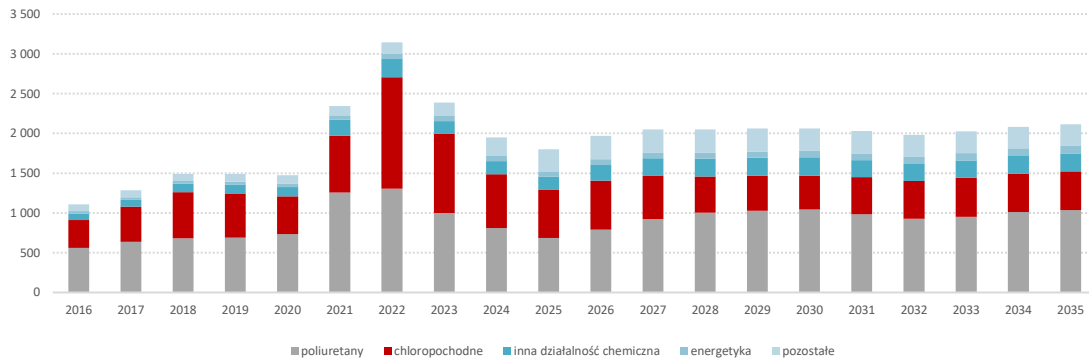
**Parametry makro**

EUR/PLN	4,54	4,31	4,24	4,29	4,36	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39
USD/PLN	4,20	3,98	3,76	3,71	3,74	3,73	3,69	3,65	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64
Ropa Brent [USD/bbl]	83	81	69	88	78	75	73	72	70	69	68	67	67
Nafta [EUR/t]	593	605	504	634	539	504	483	469	460	453	447	442	442
Energia TGEBase [PLN/MWh]	529	433	455	499	457	379	364	343	345	346	350	352	349

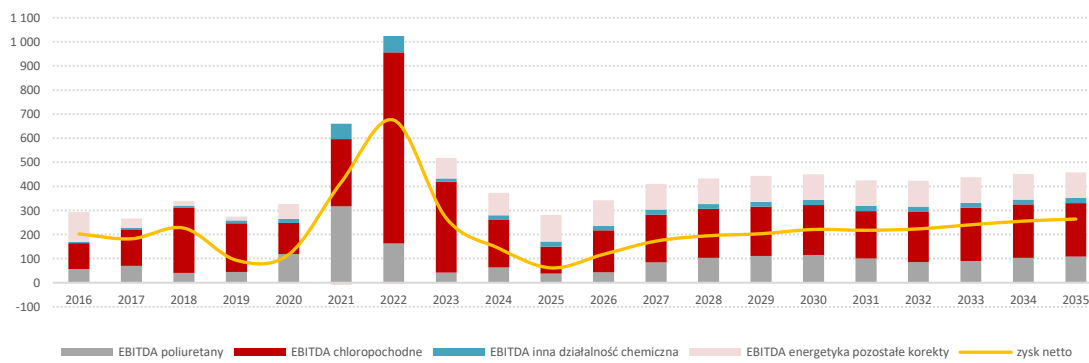
<b>Przychody zmiana r/r</b>	<b>-24,0%</b>	<b>-18,5%</b>	<b>-7,5%</b>	<b>9,3%</b>	<b>4,1%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,2%</b>	<b>-1,6%</b>	<b>-2,4%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,9%</b>	<b>1,4%</b>
poliuretany	-23,2%	-19,0%	-15,3%	15,1%	17,0%	8,5%	2,3%	1,8%	-6,0%	-5,5%	2,6%	6,1%	2,8%
chloropochodne	-29,3%	-31,7%	-10,9%	2,4%	-11,9%	-16,5%	-3,2%	-3,7%	10,1%	1,5%	3,8%	-1,2%	0,2%
inna działalność chemiczna	-31,6%	2,2%	0,7%	19,6%	10,3%	4,1%	1,2%	0,5%	-6,2%	-0,6%	0,8%	2,8%	0,5%
energetyka	9,5%	-1,9%	5,8%	1,7%	3,4%	3,9%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
pozostała działalność	19,7%	37,0%	20,2%	6,1%	-0,9%	-0,9%	-1,0%	-1,1%	-1,1%	-1,2%	-1,3%	-1,3%	-1,4%
<b>Marża zysku brutto ze sprzedaży</b>	<b>24,5%</b>	<b>20,1%</b>	<b>16,8%</b>	<b>21,0%</b>	<b>23,4%</b>	<b>24,4%</b>	<b>24,9%</b>	<b>25,2%</b>	<b>24,1%</b>	<b>24,2%</b>	<b>24,7%</b>	<b>25,0%</b>	<b>25,1%</b>
S&GA/przychody	12,5%	14,6%	14,8%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
<b>Marża EBITDA</b>	<b>21,7%</b>	<b>19,2%</b>	<b>14,3%</b>	<b>17,4%</b>	<b>20,0%</b>	<b>21,1%</b>	<b>21,5%</b>	<b>21,8%</b>	<b>20,9%</b>	<b>21,4%</b>	<b>21,7%</b>	<b>21,7%</b>	<b>21,7%</b>
poliuretany	4,1%	7,8%	5,5%	5,5%	9,1%	10,3%	10,8%	11,0%	10,2%	9,2%	9,4%	10,2%	10,4%
chloropochodne	38,1%	29,4%	18,6%	28,1%	36,6%	44,7%	46,7%	49,2%	42,3%	44,5%	45,2%	45,8%	45,8%
inna działalność chemiczna	8,6%	10,4%	12,7%	9,6%	9,4%	8,8%	8,8%	8,7%	9,3%	9,4%	9,3%	9,0%	9,0%
energetyka	36,2%	56,6%	70,0%	68,9%	66,6%	64,1%	61,7%	59,3%	57,0%	54,8%	52,7%	50,7%	48,7%
pozostała działalność	51,3%	38,2%	44,5%	40,8%	41,1%	41,5%	41,9%	42,4%	42,9%	43,4%	44,0%	44,6%	45,2%
<b>Marża EBIT</b>	<b>14,4%</b>	<b>10,0%</b>	<b>5,7%</b>	<b>9,2%</b>	<b>11,8%</b>	<b>13,0%</b>	<b>13,4%</b>	<b>13,7%</b>	<b>12,7%</b>	<b>13,0%</b>	<b>13,4%</b>	<b>13,6%</b>	<b>13,7%</b>
<b>Marża zysku netto</b>	<b>11,2%</b>	<b>7,3%</b>	<b>3,4%</b>	<b>6,0%</b>	<b>8,4%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,9%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,9%</b>	<b>12,3%</b>	<b>12,5%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Przychody [mln PLN]**

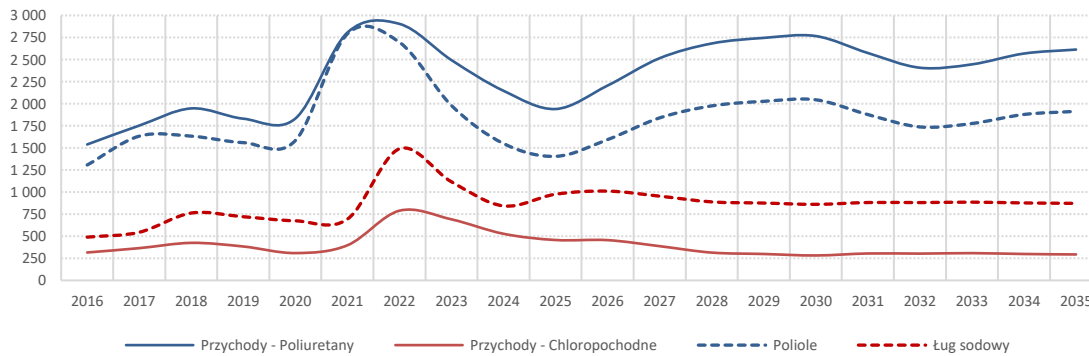


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka  
**EBITDA oraz zysk netto [mln PLN]**



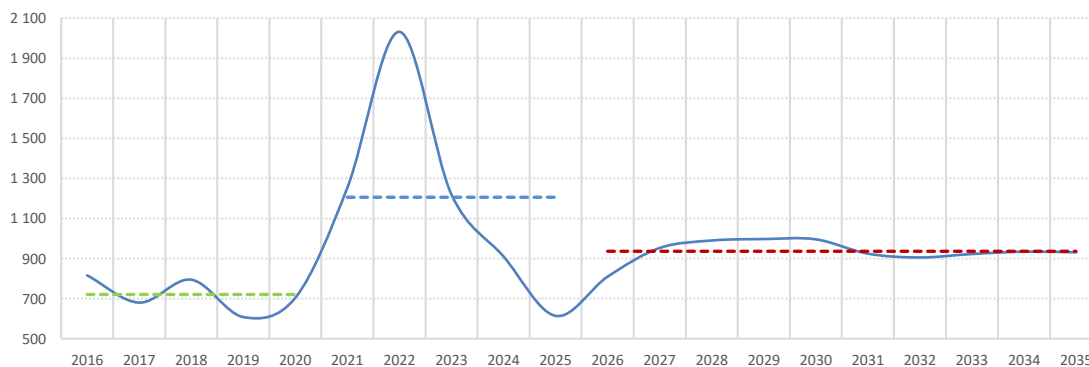
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Przychody segmentów Poliuretany i Chloropochodne vs benchmarki cenowe\* [EUR/t]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Poliole = chemanalyst.com cena dla Europy, Chloropochodne = cena ługu sodowego (Caustic Soda Liquid Market - RTC - DEL (WE))

**EBITDA [PLN/t]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, przerywana linia = średnia za dany okres

## DANE FINANSOWE

	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
<b>Bilans [mln PLN]</b>												
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>1 728</b>	<b>1 731</b>	<b>1 752</b>	<b>1 769</b>	<b>1 774</b>	<b>1 750</b>	<b>1 739</b>	<b>1 751</b>	<b>1 752</b>	<b>1 753</b>	<b>1 756</b>	<b>1 756</b>
Wartości niematerialne i prawne	99	75	83	86	86	86	86	86	86	86	86	86
Rzeczowe aktywa trwałe	1 485	1 513	1 479	1 453	1 428	1 408	1 393	1 384	1 379	1 379	1 379	1 379
Pozostałe aktywa trwałe	144	142	190	230	260	255	260	281	286	288	290	291
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>786</b>	<b>575</b>	<b>636</b>	<b>667</b>	<b>686</b>	<b>728</b>	<b>768</b>	<b>766</b>	<b>782</b>	<b>818</b>	<b>859</b>	<b>896</b>
Zapasy	180	161	176	183	183	184	184	181	177	181	186	189
Należności krótkoterminowe	249	209	228	237	237	238	239	235	229	234	241	245
Investycje krótkoterminowe	275	122	149	163	182	223	261	266	292	320	348	379
- w tym środki pieniężne	250	122	149	163	182	223	261	266	292	320	348	379
Pozostałe aktywa obrotowe	82	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83
<b>Aktywa razem</b>	<b>2 514</b>	<b>2 305</b>	<b>2 389</b>	<b>2 436</b>	<b>2 460</b>	<b>2 478</b>	<b>2 507</b>	<b>2 517</b>	<b>2 533</b>	<b>2 571</b>	<b>2 614</b>	<b>2 652</b>
<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>1 394</b>	<b>1 356</b>	<b>1 474</b>	<b>1 564</b>	<b>1 638</b>	<b>1 705</b>	<b>1 783</b>	<b>1 846</b>	<b>1 917</b>	<b>2 001</b>	<b>2 089</b>	<b>2 174</b>
Kapitał mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>1 121</b>	<b>950</b>	<b>915</b>	<b>872</b>	<b>822</b>	<b>773</b>	<b>723</b>	<b>670</b>	<b>616</b>	<b>570</b>	<b>525</b>	<b>478</b>
Rezerwy na zobowiązania	159	130	130	130	130	130	130	130	130	130	130	130
Zobowiązania długoterminowe	595	487	437	387	337	287	237	187	137	87	37	-13
- w tym zobowiązania oprocentowane	516	415	365	315	265	215	165	115	65	15	-35	-85
Zobowiązania krótkoterminowe	366	333	348	355	355	356	357	353	349	353	358	361
- w tym zobowiązania oprocentowane	124	129	129	129	129	129	129	129	129	129	129	129
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Pasywa razem</b>	<b>2 514</b>	<b>2 305</b>	<b>2 389</b>	<b>2 436</b>	<b>2 460</b>	<b>2 478</b>	<b>2 507</b>	<b>2 517</b>	<b>2 533</b>	<b>2 571</b>	<b>2 614</b>	<b>2 652</b>
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>												
Przychody netto ze sprzedaży	1 947	1 801	1 970	2 051	2 049	2 060	2 063	2 029	1 980	2 024	2 082	2 112
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	391	303	414	480	501	512	520	489	479	500	520	530
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	284	267	295	308	307	309	309	304	297	304	312	317
Zysk (strata) na sprzedaży	107	36	118	173	194	203	210	185	182	196	208	213
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	87	67	63	70	72	73	73	74	75	75	76	77
EBITDA	373	257	343	410	433	443	450	425	423	438	452	458
EBIT	194	103	181	243	265	276	284	259	257	272	284	290
Saldo działalności finansowej	-35	-35	-35	-30	-25	-20	-15	-11	-8	-3	1	6
Udział wyniku JV	1	0	0	0	0	-5	4	21	27	28	30	31
Zysk (strata) brutto	160	67	146	213	241	251	273	269	276	297	316	326
Zysk (strata) netto mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	143	61	118	173	195	203	221	218	223	240	256	264
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
<b>CF [mln PLN]</b>												
Przepływy z działalności operacyjnej	306	296	297	360	388	394	398	377	376	377	385	392
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-200	-158	-180	-179	-167	-141	-144	-147	-131	-130	-128	-126
Przepływy z działalności finansowej	-147	-266	-90	-167	-201	-213	-215	-225	-219	-220	-228	-236
Przepływy pieniężne netto	-40	-128	27	14	19	40	38	5	26	27	29	31
Środki pieniężne na początek okresu	290	250	122	149	163	182	223	261	266	292	320	348
Środki pieniężne na koniec okresu	250	122	149	163	182	223	261	266	292	320	348	379
<b>Wskaźniki</b>												
Przychody zmiana r/r	-18,5%	-7,5%	9,3%	4,1%	-0,1%	0,5%	0,2%	-1,6%	-2,4%	2,2%	2,9%	1,4%
EBITDA zmiana r/r	-27,9%	-31,2%	33,3%	19,7%	5,7%	2,2%	1,6%	-5,6%	-0,4%	3,6%	3,0%	1,4%
Zysk netto zmiana r/r	-46,6%	-57,0%	91,9%	46,4%	12,8%	4,4%	8,7%	-1,5%	2,7%	7,6%	6,4%	3,4%
Marża brutto na sprzedaży	20,1%	16,8%	21,0%	23,4%	24,4%	24,9%	25,2%	24,1%	24,2%	24,7%	25,0%	25,1%
Marża EBITDA	19,2%	14,3%	17,4%	20,0%	21,1%	21,5%	21,8%	20,9%	21,4%	21,7%	21,7%	21,7%
Marża EBIT	10,0%	5,7%	9,2%	11,8%	13,0%	13,4%	13,7%	12,7%	13,0%	13,4%	13,6%	13,7%
Marża netto	7,3%	3,4%	6,0%	8,4%	9,5%	9,9%	10,7%	10,7%	11,3%	11,9%	12,3%	12,5%
SG&A / przychody	14,6%	14,8%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
ROE	10,3%	4,5%	8,0%	11,0%	11,9%	11,9%	12,4%	11,8%	11,7%	12,0%	12,2%	12,2%
ROA	5,7%	2,7%	4,9%	7,1%	7,9%	8,2%	8,8%	8,6%	8,8%	9,3%	9,8%	10,0%
Dług	640	545	495	445	395	345	295	245	195	145	95	45
D / (D+E)	31,5%	28,7%	25,1%	22,1%	19,4%	16,8%	14,2%	11,7%	9,2%	6,7%	4,3%	2,0%
D / E	45,9%	40,2%	33,6%	28,4%	24,1%	20,2%	16,5%	13,3%	10,2%	7,2%	4,5%	2,1%
Dług / kapitał własny	45,9%	40,2%	33,6%	28,4%	24,1%	20,2%	16,5%	13,3%	10,2%	7,2%	4,5%	2,1%
Dług netto	390	423	346	282	212	122	34	-22	-97	-175	-254	-335
Dług netto / kapitał własny	0,28	0,31	0,23	0,18	0,13	0,07	0,02	-0,01	-0,05	-0,09	-0,12	-0,15
Dług netto / EBITDA	1,0	1,6	1,0	0,7	0,5	0,3	0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,7
EV	1 701	1 760	1 683	1 619	1 549	1 459	1 371	1 316	1 240	1 162	1 083	1 002
Dług / EV	37,6%	31,0%	29,4%	27,5%	25,5%	23,6%	21,5%	18,6%	15,7%	12,5%	8,7%	4,5%
CAPEX / Przychody	6,6%	8,4%	6,9%	7,0%	7,0%	7,1%	7,3%	7,7%	8,2%	8,2%	8,0%	8,0%
CAPEX / Amortyzacja	72,2%	98,2%	83,8%	86,1%	85,0%	88,1%	91,2%	94,2%	97,2%	100,1%	100,0%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	3,5%	0,4%	1,1%	0,5%	0,0%	0,1%	0,0%	-0,2%	-0,3%	0,3%	0,3%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-15,5%	-5,3%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%
P/E*	9,2	21,7	11,3	7,7	6,9	6,6	6,1	6,1	6,0	5,6	5,2	5,1
P/BV*	0,9	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA*	4,6	6,8	4,9	3,9	3,6	3,3	3,0	3,1	2,9	2,7	2,4	2,2
EV/EBIT*	8,7	17,2	9,3	6,7	5,8	5,3	4,8	5,1	4,8	4,3	3,8	3,5
EV/S*	0,9	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
DPS	6,7	5,1	0,0	4,1	6,0	6,7	7,0	7,6	7,5	7,7	8,3	8,8
Payout ratio	49,7%	71,8%	0,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \* Obliczenia przy cenie 66,0 PLN

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

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

**Krzysztof Pado**

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

**Anna Tobiasz**

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

**Piotr Barcz**

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

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

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

**Maciej Fink-Finowicki**

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

**Piotr Komorowski**

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

**Tomasz Grzeszczyk**

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

**Historia\* rekomendacji spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
<b>Akumuluj</b>	<b>72,9</b>	<b>wznowienie rekomendacji</b>		<b>01.04.2026</b>	<b>07:15 CET/CEST</b>	<b>66,0</b>	<b>122 459</b>
Kupuj	115	Kupuj	88	07.12.2021	17:30 CEST	90,5	68 979,1
Kupuj	88	Kupuj	50	14.06.2021	07:00 CEST	76,0	66 210,6
Kupuj	50	Trzymaj	88,4	08.05.2020	08:00 CEST	41,1	44 769,1
Trzymaj	88,4	Kupuj	111,0	16.10.2018	14:25 CEST	87,0	56 687,9
Kupuj	111,0	Akumuluj	99,7	22.11.2017	14:56 CEST	88,0	64 012,4
Akumuluj	99,7	Kupuj	78,0	06.09.2017	11:47 CEST	90,5	64 944,4
Kupuj	78,0	Trzymaj	65,0	01.03.2017	9:35 CEST	65,0	58 203,8
Trzymaj	65,0	Akumuluj	49,9	24.10.2016	12:15 CEST	69,0	48 253,0
Akumuluj	49,9	Akumuluj	45,1	03.12.2015	-	44,0	47 101,7
Akumuluj	45,1	-	-	22.05.2015	-	40,8	56 689,0

\* autorem rekomendacji do 2021 roku był inny analityk

**Objaśnienia używanej terminologii:**

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

**System rekomendacji:**

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);  
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);  
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);  
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);  
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).  
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.  
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:**

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).  
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).  
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

**Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'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	0	0%	0	0%
Akumuluj	1	100%	1	100%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

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

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

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

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: 2026-04-01**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2026-04-01 (07:15 CEST/CET).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2026-04-08 (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 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 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 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 dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

**Na dzień 2026-04-01:**

- 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 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.