

KĘTY

RAPORT ANALITYCZNY

Wstępne wyniki Kęt za 4Q'24 okazały się zgodne z guidancem zarządu z początku kwartału. Wymagające makro negatywnie wpływa na rentowność SWW. Raportowany wzrost EBITDA grupy w tym okresie uzyskany został jedynie dzięki obniżeniu zeszlenczonej bazy przez rezerwę. Zaprezentowana przez spółkę prognoza na 2025 rok zakłada wzrost EBITDA o 9% r/r. Spółka zakłada minimalną poprawę w SWW/SOG/SSA, natomiast kontrybutorem do wzrostu ma być SOP (nowy segment wydzielony z SSA, który skonsoliduje biznes roletowy oraz Selt). Na wiosną spółka powinna zaprezentować strategię na kolejny 5-letni okres, już pod przewodnictwem nowego prezesa, którym ma zostać R. Przybylski (D. Mańko pozostanie doradcą zarządu). Akwizycja Selt i zmiana na stanowisku prezesa jest dla nas sygnałem skupienia większej uwagi na możliwościach rozwoju przez transakcje M&A w kolejnych latach (szczególnie w ramach SSA/SOP). Spodziewamy się także, że oś strategii może stanowić rozwój na rynkach zagranicznych (także poprzez SSA/SOP, gdzie udział eksportu jest relatywnie niski na tle SWW/SOG). Spółka jest obecnie handlowana nieco powyżej mediany historycznych wskaźników, ale zwracamy uwagę, że jest po sporym programie inwestycyjnym, który daje szansę na budowę wyników w kolejnych okresach. Podkreślamy także, że zakładana przez nas stopa dywidendy w 2025 kształtuje się powyżej rentowności obligacji PL10Y a spółka po zamknięciu transakcji przejęcia Selt, będzie miała nadal miejsce w bilansie na dwie podobnej skali akwizycje. Podtrzymujemy rekomendację Akumuluj dla spółki Kęty, wyznaczając cenę docelową na poziomie 746,3 PLN.

Wyniki za ostatnie okresy

EBITDA za 2024 rok wyniosła 910 mln PLN (+5% r/r), a samym w 4Q'24 179 mln PLN (vs 170 mln PLN w 4Q'23 - przy czym należy pamiętać, że rok temu w SOG zawiązano rezerwę 20 mln PLN). EBITDA za 2024 rok odchyliła się dół (o -4%) od pierwotnej prognozy zarządu po raz pierwszy od 2008 roku. Wyniki 4Q'24 mniej więcej wpisały się w guidance zarządu po 3Q'24. Trudne makro negatywnie wpływa m.in. na marże jednostkowe SWW (w 4Q'24 spadły także wolumeny). Dług netto na koniec roku spółka szacuje na 1,52 mld PLN (vs 1,27 mld PLN po 3Q'24; wzrost q/q podyktowany jest głównie wypłatą II raty dywidendy).

Akwizycja Selt i utworzenie nowego segmentu SOP

W końcówce 3Q'24 Kęty sfinalizowały przejęcia za 418 mln PLN polskiej spółki Selt, która specjalizuje się w produkcji osłon słonecznych dla budownictwa kubaturowego. Transakcja dokonywana została przy mnożniku EV/EBITDA '24=8x, '25=7x. Ze względu na dużą sezonowość, kontrybucja nowej spółki do wyników grupy w 4Q'24 była marginalna. Produkty Selt bardzo dobrze uzupełniają się z ofertą Aluprofilu w zakresie rolet, dając możliwość uzyskania szeregu synergii sprzedażowych. Na tej bazie utworzony został nowy Segment Osłon Przeciwsłonecznych (SOP), który w 2025 roku ma mieć 1,1-1,2 mld PLN przychodów (przy marżowości niewiele niższej niż dotychczasowe całe SSA).

Nowa strategia

W związku ze zmianą na stanowisku prezesa, publikacja strategii spółki na lata 2025-29 została przesunięta na wiosnę. Spodziewamy się, że Kęty będą wyraźnie akcentować konieczność rozwoju poprzez akwizycje. Preferowany w ostatnich latach model wzrostu poprzez dokładanie własnych mocy produkcyjnych może nie zapewniać już możliwości utrzymania wysokiej dynamiki wzrostu (konieczność większych jednostkowo inwestycji). Spodziewamy się, że oś strategii może stanowić rozwój na rynkach zagranicznych, a centrum wzrostu może stanowić obszar SSA/SOP (nadal mały udział spółki w rynku europejskim). Zakładamy, że w obszarze SOG mocno podkreślony może być trend zmiany rodzaju opakowań w branży spożywczej (upraszczanie i wzrost znaczenia papieru). Najbardziej „konserwatywnie” może zostać potraktowany segment SWW, gdzie spółka ostatnio rozbudowała moce a obecny „timing” w europejskim przemyśle może nie skłaniać do kreślenia odważnych scenariuszy rozwoju (a raczej na postawienie na synergii SWW-SSA/SOP).

Prognozy wyników, wskaźniki

Zakładamy w 2025 roku 991 mln PLN EBITDA (+9% r/r), czyli mniej więcej zgodnie z prognozą zarządu. Spodziewamy się, że otoczenie dla spółki w 1H'25 będzie nadal trudne, a dodatnie dynamiki w tym okresie będą możliwe dzięki konsolidacji Selt. W 2026 zakładamy wzrost EBITDA o 11% r/r a w 2027 roku o 9% r/r (liczymy m.in. na poprawę otoczenia dla spółki w strefie euro na bazie obniżek stóp procentowych). W 2029 (potencjalny horyzont nowej strategii) zakładamy, że spółka będzie miała 1,36 mld PLN EBITDA (z tego 0,80 mld PLN SSA+SOP). Nasze prognozy implikują EV/EBITDA'25=8,2x oraz 7,4x w kolejnym roku. Zakładamy, że spółka utrzyma wskaźnik wypłaty dywidendy w okolicy 90% zysku netto (co implikuje DPS'25=49 PLN, DY=7,2%).

	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	5 931	5 219	5 140	5 932	6 449	6 937
EBITDA [mln PLN]	1 031	868	910	992	1 101	1 204
EBIT [mln PLN]	865	687	698	747	844	942
Zysk netto [mln PLN]	678	539	535	552	615	701
DPS [PLN]	52,4	62,5	55,4	49,5	51,0	56,9
Payout ratio	85%	89%	100%	90%	90%	90%
P/BV	3,4	3,5	3,5	3,4	3,2	3,0
P/E	9,7	12,2	12,4	12,0	10,8	9,5
EV/EBITDA	7,4	8,7	9,0	8,2	7,4	6,8
EV/EBIT	8,8	10,9	11,7	10,9	9,7	8,6

AKUMULUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 746,3 PLN

02 STYCZEŃ 2025, 08:15 CEST

Wycena DCF [PLN]	752,1
Wycena porównawcza [PLN]	732,6
Wycena końcowa [PLN]	746,3
Potencjał do wzrostu / spadku	9,3%
Koszt kapitału	12,3%
Cena rynkowa [PLN]	682,5
Kapitalizacja [mln PLN]	6 644,2
Ilość akcji [mln. szt.]	9,7
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	840,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	664,0
Stopa zwrotu za 3 mc	-17,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	-18,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	-3,6%
Struktura akcjonariatu:	
OFE N-N	15,5%
OFE Allianz	14,9%
OFE PZU	8,8%
OFE Generali	8,1%
OFE Vienna	6,4%
Pozostali	46,3%

Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
RYNEK SUROWCOWY, WALUTOWY, OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE	7
AKWIZYCJA SELT I WYDZIELENIE SEGMENTU OSŁON PRZECIWSŁONECZNYCH (SOP)	11
WYNIKI ZA OSTATNIE OKRESY I PROGNOZY	13
STRATEGIA	19
DANE FINANSOWE	21

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
P/E	11,1	9,7	12,2	12,4	12,0	10,8	9,5
P/BV	3,7	3,4	3,5	3,5	3,4	3,2	3,0
EV/EBITDA	8,3	7,4	8,7	9,0	8,2	7,4	6,8
EV/EBIT	10,0	8,8	10,9	11,7	10,9	9,7	8,6
EV/S	1,6	1,3	1,4	1,6	1,4	1,3	1,2
BVPS	183,2	201,1	195,8	193,7	200,9	213,1	228,2
EPS	61,6	70,3	55,9	55,0	56,7	63,2	72,0
DPS (w danym roku)	44,6	52,4	62,5	55,4	49,5	51,0	56,9
Payout ratio	100%	85%	89%	100%	90%	90%	90%

Wyniki roczne [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	4 598	5 931	5 219	5 140	5 932	6 449	6 937
SOG	1 170	1 517	1 206	1 193	1 253	1 315	1 381
SWW	1 818	2 451	2 108	1 927	1 992	2 110	2 189
SSA	1 995	2 440	2 372	2 485	1 884	2 083	2 273
SOP	0	0	0	0	1 144	1 291	1 445
inne	20	21	24	27	27	28	28
wyłączenia	-406	-498	-492	-493	-368	-378	-379
EBITDA	900	1 031	868	910	992	1 101	1 204
SOG	288	330	190	240	246	258	271
SWW	286	329	298	210	215	244	264
SSA	349	378	411	490	366	404	440
SOP	0	0	0	0	194	225	259
inne/korekty	-24	-6	-32	-29	-29	-30	-30
EBIT	746	865	687	698	747	844	942
Zysk brutto	733	799	622	627	663	761	866
Zysk netto	595	678	539	535	552	615	701
Dług netto	875	1 056	931	1 521	1 528	1 540	1 502

Wskaźniki	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	30%	29%	-12%	-2%	15%	9%	8%
EBITDA zmiana r/r	34%	15%	-16%	5%	9%	11%	9%
Zysk netto zmiana r/r	38%	14%	-21%	-1%	3%	12%	14%
Marża EBITDA	19,6%	17,4%	16,6%	17,7%	16,7%	17,1%	17,4%
Marża netto	12,9%	11,4%	10,3%	10,4%	9,3%	9,5%	10,1%
ROE	33,6%	34,9%	28,5%	28,4%	28,2%	29,7%	31,5%
ROA	16,9%	17,5%	14,7%	12,8%	12,9%	13,7%	15,1%

Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	1 723	1 903	2 097	2 576	2 591	2 625	2 645
WNiP	70	96	107	180	186	192	199
Rzeczowe aktywa trwałe	1 571	1 751	1 914	2 279	2 336	2 385	2 413
Pozostałe aktywa trwałe	82	56	76	117	69	48	34
Aktywa obrotowe	1 804	1 983	1 558	1 605	1 700	1 852	2 010
Zapasy	901	985	745	815	850	942	1 019
Należności krótkoterminowe	791	856	716	757	824	896	963
Środki pieniężne	104	139	89	25	17	6	19
Pozostałe aktywa obrotowe	9	2	9	9	9	9	9
Aktywa razem	3 527	3 886	3 655	4 182	4 291	4 477	4 655
Kapitał własny	1 768	1 941	1 890	1 886	1 956	2 075	2 221
Udziały mniejszości	1	1	0	1	2	3	4
Zobowiązania i rezerwy	1 757	1 945	1 765	2 295	2 333	2 399	2 429
Rezerwy na zobowiązania	116	81	106	106	106	106	106
Oprocentowane zobowiązania	979	1 196	1 020	1 545	1 545	1 545	1 520
Zobowiązania pozostałe	663	668	638	643	681	748	803
Pasywa razem	3 527	3 886	3 655	4 182	4 291	4 477	4 655
Dług netto	875	1 056	931	1 521	1 528	1 540	1 502
Dług netto / Kapitał własny	0,5	0,5	0,5	0,8	0,8	0,7	0,7
Dług netto / EBITDA	1,0	1,0	1,1	1,7	1,5	1,4	1,2

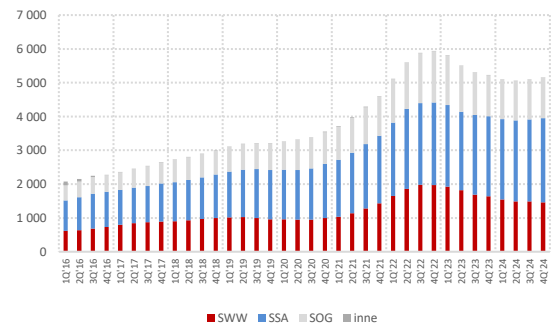
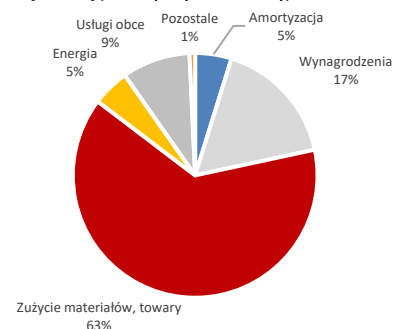
Rachunek przepływu [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
CFO	369	734	1 148	703	859	874	957
CFI	-217	-308	-314	-682	-307	-312	-296
CFF	-199	-391	-884	-86	-559	-574	-648
- w tym dywidenda	430	505	603	539	481	496	554
Przepływy pieniężne netto	-47	36	-50	-65	-7	-12	13
CAPEX / Amortyzacja	142%	186%	175%	121%	125%	122%	113%

KĘTY

Rekomendacja	Akumuluj	www:	www.grupakety.com
Wycena końcowa [PLN]	746,3	daty najbliższych raportów:	
Potencjał do wzrostu /	9%	4Q'24:	b.d
Cena rynkowa [PLN]	682,5	1Q'25:	b.d.
Ilość akcji [mln. szt.]	9,7	*wyniki wstępne	
Kapitalizacja [mln PLN]	6 644		

Wyniki Q [mln PLN]	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24W
Przychody	1 312	1 195	1 240	1 301	1 355	1 244
SOG	287	276	306	297	298	293
SWW	501	445	472	521	511	424
SSA	640	581	562	607	678	639
SOP	---	---	---	---	---	---
inne	6	7	7	7	7	7
wyłączenia	-122	-114	-106	-131	-137	-112
EBITDA	257	170	222	256	253	179
SOG	55	24	64	65	67	44
SWW	71	64	51	70	54	36
SSA	133	91	111	134	143	102
SOP	---	---	---	---	---	---
inne/korekty	-1	-9	-3	-13	-10	-3
EBIT	213	122	174	205	199	119
Zysk brutto	205	100	162	190	185	91
Zysk netto	181	71	150	166	147	71
Dług netto	653	931	827	695	1 274	1 521

Wskaźniki	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24W
Przychody zmiana r/r	-13,0%	-6,2%	-9,7%	-2,8%	3,3%	4,1%
EBITDA zmiana r/r	1,7%	6,1%	10,9%	6,6%	-1,8%	5,3%
Zysk netto zmiana r/r	6,2%	-18,1%	10,6%	10,2%	-18,5%	-0,6%
Marża EBITDA	19,6%	14,2%	17,9%	19,7%	18,7%	14,4%
Marża netto	13,8%	6,0%	12,1%	12,8%	10,9%	5,7%

Struktura przychodów – narastająco 4Q [mln PLN]

Struktura kosztów [mln PLN] (ostatni pełny rok obrotowy)


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *na bazie danych wstępnych opublikowanych przez spółkę

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Kęty opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2025 – 2027 dała wartość 1 akcji na poziomie 732,6 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2025-2034 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 752,1 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 746,3 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	752,1
Wycena metodą porównawczą	30%	732,6
Wycena 1 akcji Kęt [PLN]		746,3

Źródło: BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie stopy wolnej od ryzyka (5,8%), premii za ryzyko rynkowe (6,5%) oraz współczynnika beta = 1,0.

Główne założenia modelu:

- W modelu przyjmujemy obecnie założenia dotyczące EBITDA spójne z zaprezentowanymi przez zarząd prognozie na 2025 rok (wyższe przychody to pochodna głównie wyższej ceny aluminium w PLN w naszej prognozie). W 2026 roku estymujemy wzrost EBITDA do 1,1 mld PLN (+11% r/r), jako głównie pochodna zakładanej poprawy koniunktury w strefie euro (obniżki stóp w 2024-25) oraz wykorzystania rozbudowanych w ostatnich kwartałach nowych mocy produkcyjnych w SSA i SWW. W 2029 (potencjalny horyzont nowej strategii) zakładamy, że spółka będzie miała 1,36 mld PLN EBITDA (z tego 0,80 mld PLN SSA+SOP)
- CAPEX w 2025 roku przyjęto na poziomie 307 mln PLN (125% amortyzacji), natomiast w kolejnych latach zakładamy będzie on ok. 15% powyżej amortyzacji.
- CAPEX w okresie rezydualnym jest równy amortyzacji w 2034 roku.
- Przyjęto efektywną stopę podatku uwzględniającą korzyści wynikające z ulg podatkowych.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym przyjmujemy na poziomie 2,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 9,73 mln akcji.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 2 stycznia 2025 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 7,32 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 752,1 PLN.

Podstawowe założenia makroekonomiczne*

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
EUR/PLN	4,26	4,30	4,44	4,56	4,68	4,54	4,31	4,35	4,51	4,59	4,59	4,59	4,59	4,59	4,59	4,59	4,59
USD/PLN	3,61	3,84	3,90	3,86	4,46	4,20	3,98	4,13	4,19	4,19	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15
EUR/USD	1,18	1,12	1,14	1,18	1,05	1,08	1,08	1,05	1,08	1,10	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11
Aluminium LM 3M [USD/t]	2114	1814	1730	2482	2715	2289	2458	2551	2584	2609	2614	2614	2634	2641	2662	2723	2723

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, * prognozy na bazie notowań kontraktów forward

Model DCF

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	5 931,6	6 448,7	6 936,9	7 295,5	7 601,8	7 904,4	8 175,3	8 423,7	8 675,4	8 826,7
EBIT [mln PLN]	746,9	844,4	942,2	1 026,5	1 090,2	1 141,5	1 189,8	1 231,5	1 268,3	1 296,4
Stopa podatkowa	16%	16%	17%	18%	18%	18%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	117,3	139,0	164,7	180,5	199,8	209,6	226,1	234,0	241,0	246,3
NOPLAT [mln PLN]	629,6	705,4	777,5	846,1	890,3	931,9	963,7	997,5	1 027,3	1 050,1
Amortyzacja [mln PLN]	244,9	256,5	261,5	264,9	267,6	271,0	273,9	276,8	279,1	281,3
CAPEX [mln PLN]	-307,0	-311,8	-296,3	-284,3	-318,7	-314,8	-315,3	-323,2	-310,5	-321,9
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-71,4	-102,9	-94,0	-66,4	-58,0	-59,1	-52,0	-49,0	-53,7	-28,8
FCF [mln PLN]	496,1	547,2	648,8	760,4	781,2	829,1	870,3	902,2	942,3	980,7
DFCF [mln PLN]	450,8	451,4	485,4	515,5	479,7	460,7	437,4	409,9	386,7	363,3
Suma DCF [mln PLN]	4 440,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]	11 882,0									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	4 401,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]	8 842,6									
Dług netto 2024P [mln PLN]	1 520,6									
Wyplacona dywidenda [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału [mln PLN]	7 322,0									
Ilość akcji [mln szt.]	9,7									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	752,1									
wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%										
Przychody zmiana r/r	15,4%	8,7%	7,6%	5,2%	4,2%	4,0%	3,4%	3,0%	3,0%	1,7%
EBIT zmiana r/r	7,0%	13,1%	11,6%	9,0%	6,2%	4,7%	4,2%	3,5%	3,0%	2,2%
FCF zmiana r/r	4476,7%	10,3%	18,6%	17,2%	2,7%	6,1%	5,0%	3,7%	4,4%	4,1%
Marża EBITDA	16,7%	17,1%	17,4%	17,7%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	17,8%	17,9%
Marża EBIT	12,6%	13,1%	13,6%	14,1%	14,3%	14,4%	14,6%	14,6%	14,6%	14,7%
Marża NOPLAT	10,6%	10,9%	11,2%	11,6%	11,7%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,9%
CAPEX / Przychody	5,2%	4,8%	4,3%	3,9%	4,2%	4,0%	3,9%	3,8%	3,6%	3,6%
CAPEX / Amortyzacja	125,4%	121,6%	113,3%	107,3%	119,1%	116,2%	115,1%	116,7%	111,2%	114,4%
Zmiana KO / Przychody	1,2%	1,6%	1,4%	0,9%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	9,0%	19,9%	19,2%	18,5%	18,9%	19,5%	19,2%	19,7%	21,3%	19,0%

Kalkulacja WACC

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Stopa wolna od ryzyka	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%
Premia za ryzyko	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%
Udział kapitału własnego	64,0%	65,5%	67,3%	68,9%	70,3%	71,6%	72,8%	73,9%	75,0%	76,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,2%	6,1%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Udział kapitału obcego	36,0%	34,5%	32,7%	31,1%	29,7%	28,4%	27,2%	26,1%	25,0%	24,0%
WACC	10,1%	10,2%	10,3%	10,3%	10,4%	10,5%	10,6%	10,6%	10,7%	10,8%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					Beta			
	1,00%	2,00%	3,00%			1,00%	2,00%	3,00%			0,9	1,0	1,1	
beta	0,8	806,0	873,9	961,8	Premia za ryzyko	5,5%	779,9	843,1	924,3	Premia za ryzyko	5,5%	901,0	843,1	791,0
	0,9	751,1	809,3	883,6		6,0%	739,3	795,5	867,0		6,0%	853,2	795,5	743,9
	1,0	701,8	752,1	815,3		6,5%	701,8	752,1	815,3		6,5%	809,3	752,1	701,1
	1,1	657,4	701,1	755,3		7,0%	667,3	712,4	768,5		7,0%	769,0	712,4	662,0
	1,2	617,1	655,3	702,1		7,5%	635,3	675,8	725,9		7,5%	731,8	675,8	626,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

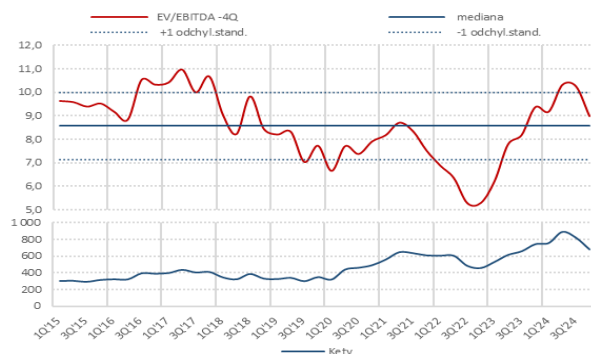
Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o wskaźniki producentów aluminium, wyrobów aluminiowych i opakowań giętkich. Analizę spółek oparto na dwóch wskaźnikach: P/E oraz EV/EBITDA. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (2025-27), dla każdego roku przypisaliśmy wagę 33%. Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Porównując wyniki Kęty ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 732,6 PLN na jedną akcję. Udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie wynosi 30%.

Wycena porównawcza

		P/E			EV/EBITDA		
		2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Aluflexpack	SOG	133,4	11,7	10,8	9,2	5,6	4,9
AMAG Metall	SWW	17,7	15,4	14,9	7,1	6,6	6,2
Amcor	SOG	16,6	15,7	15,3	11,6	12,3	11,3
Arbonia	SSA	57,0	31,7	25,6	8,6	6,8	3,5
Assa Abloy	SSA	21,0	19,1	18,2	13,1	12,0	11,0
Ball Corp	SOG	16,1	14,8	13,6	10,7	10,1	9,5
Constellium	SWW	8,8	5,8	6,0	4,9	4,2	3,8
Granges	SWW	10,5	8,9	7,9	5,7	4,8	3,7
Huhtamaki	SOG	13,2	12,0	11,2	7,5	7,0	6,7
Inwido	SSA	14,7	12,5	10,8	8,3	6,8	5,9
Jeld-Wen	SSA	9,1	6,7	6,5	5,7	4,6	4,3
Kaiser Aluminum	SWW	13,9	10,7	10,4	7,8	6,7	6,3
Kingspan	SSA	17,2	15,3	13,4	11,1	9,7	8,2
Lindab	SSA	17,3	14,6	12,5	10,1	8,8	7,6
Lixil Corp	SSA	16,8	15,9	15,4	7,5	7,6	7,5
Mondi	SOG	9,7	8,0	8,0	5,6	4,8	4,6
Norsk Hydro	SWW	8,6	8,1	7,8	4,1	3,9	3,8
Schindler	SSA	25,7	23,8	22,2	13,4	12,4	11,5
Sealed Air	SOG	11,0	10,0	9,1	7,7	7,1	6,6
UACJ	SWW	8,8	8,4	8,2	6,2	6,2	6,0
Winpak	SOG	19,0	18,0	16,8	10,1	9,2	8,4
Mediana		16,1	12,5	11,2	7,8	6,8	6,3
SWW mediana		9,6	8,7	8,1	6,0	5,5	4,9
SSA mediana		17,2	15,3	13,4	8,6	7,6	7,5
SOG mediana		16,1	12,0	11,2	9,2	7,1	6,7
Kęty		12,1	10,8	9,5	8,2	7,4	6,8
Premia/dyskonto do mediany		-25%	-14%	-15%	5%	9%	7%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]		914,2	792,6	805,3	641,2	614,9	627,5
Waga roku		33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]			837,3			627,8	
Waga wskaźnika			50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		732,6					

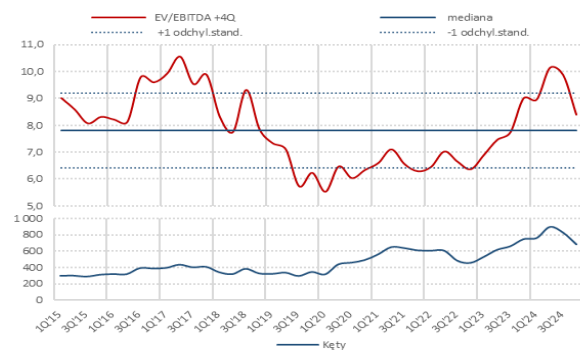
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kęty 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)

Kęty EV/EBITDA (+4Q) oraz kurs PLN

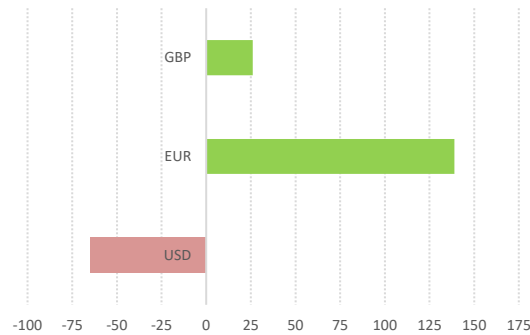


Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, *ujęte prognozy wyników za kolejne 4 kwartały (łącznie z bieżącym), dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)

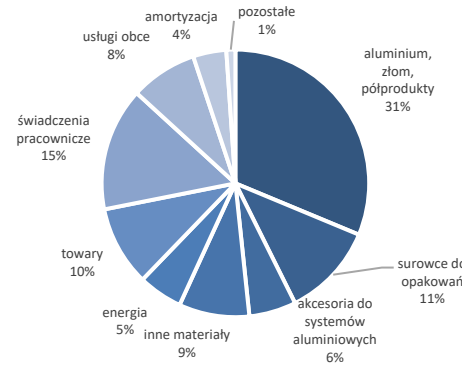
RYNEK SUROWCOWY, WALUTOWY, OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE
Schemat działalności grupy

segment	SWW		SSA		SOP	SOG	
udział w sprzedaży '24	34%		31%		14%	21%	
udział eksportu '24	50%		45%		31%	53%	
zakłady produkcyjne	Kęty, Tychy, Borodianka (UA), Bistrica (SLO)		Bielsko-Biała, Złotów, Golezów i Ogrodzona		Opole, Rogów	Kęty, Tychy, Oświęcim	
produkcja tys ton	93 (moce 125)		---		---	88**	
surowiec	wlewki, złom		profile aluminiowe (SWW i zewn.), blacha, akcesoria	szkło	profile aluminiowe (SWW i zewn.), stal, automatyka	granulaty tworzyw, papier	granulat PP
produkty	komponenty aluminiowe	profile aluminiowe	systemy fasad, okien, drzwi	szkło ognioochronne	systemy zewnętrznych rolet, osłon przeciwslonecznych	opakowania	folia BOPP
odbiorcy	transport, motoryzacja, przemysł	budownictwo (w tym SSA), przemysł, elektroenergetyka	budownictwo	budownictwo	budownictwo	producenci żywności i inne branże	żywność, branża drukarska, kwiatowa, tekstylna, inne
udział w rynku	2,4% w Europie		42% w PL		b.d.	60% w PL*	
kierunek rozwoju	złożone profile aluminiowe (np. dla motoryzacji)		popyt ze strony renowacji i zeroemisijnego budownictwa			wzrost udziału produktów nadających się do recyklingu	
konkurencja	Hydro, Yawal, Eurometal, Cortizo, Kaye, Extral, Aliplast, Albatros		Sapa (Hydro), Schuco, Ponzio, Yawal, Aliplast, Blyweert, Reynaers		Alutech, Alukon, BeClever, BuildingShutter, Heroal, Hosten, Portos, Hunter Douglas, Stella Group, Warema, Wo&WO	Amcor, Constantia, Mondi, Amerplast, Fuji Seal, Schur Flexibles, Wipak, Flexpol, Poligal	

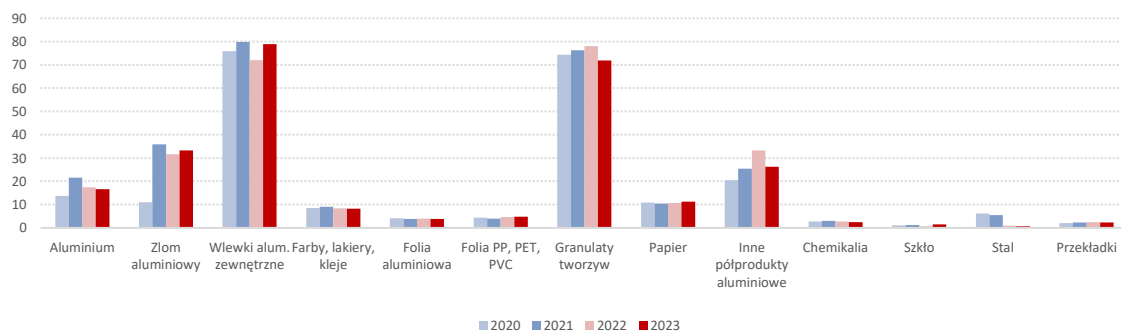
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *dla rolet, ** moce w BOPP 60-70 tys ton

Nadwyżka przychodów nad kosztami w 2023 roku [mln EUR / GBP / USD]


Źródło: BDM S.A., spółka

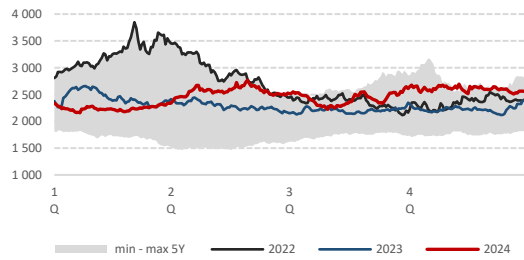
Struktura kosztów w 2023 roku


Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura zużycia surowców w ostatnich latach [tys t]


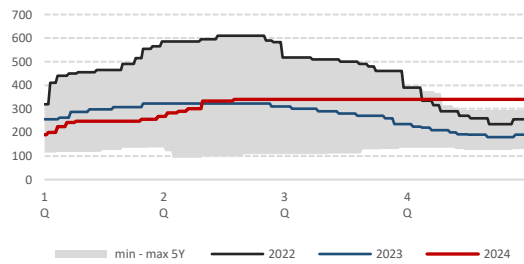
Źródło: BDM S.A., spółka

Ceny aluminium na LME [USD/t]



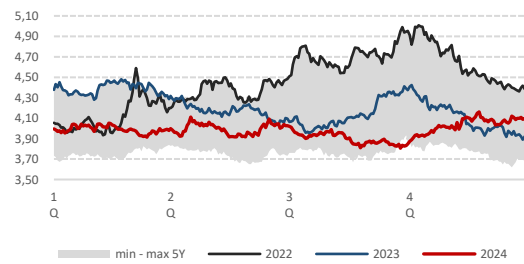
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Premia za fizyczną dostawę aluminium [USD/t]



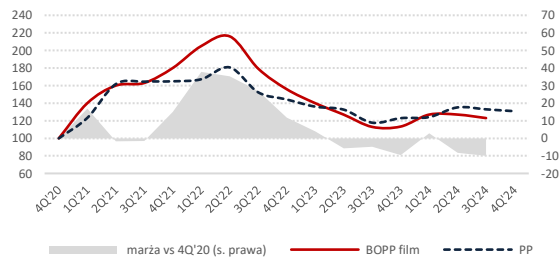
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, ingot

Kurs USD/PLN



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Indeks ceny polipropylenu i folii BOPP [EUR, 4Q'20=100]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Flexpack Europe

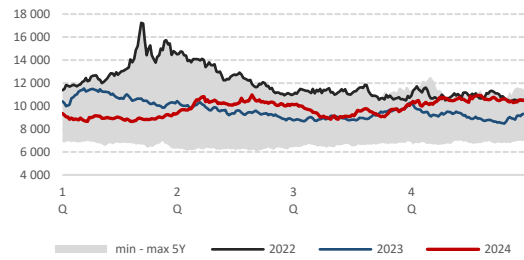
Biorąc pod uwagę mix walutowy przychody/koszty dla spółki korzystne jest mocne EUR względem USD przy relatywnej słabości PLN w EUR.

Brak na razie danych za 2024 rok, natomiast w 2023 roku spółka wg szacunków zarządu miała ok 139 mln EUR nadwyżki przychodów w EUR nad kosztami. Natomiast w przypadku USD nadwyżka była w przypadku kosztów nad przychodami (ok 65 mln USD). Spółka częściowo hedguje się za pomocą kredytu w EUR.

W USD kwotowane są ceny aluminium. Od początku 2Q'24 ceny weszły na poziom wyższy w ujęciu r/r, co na poziomie cen w PLN było w kolejnych kilku miesiącach równoważone przez niższy r/r kurs USD/PLN (czynnik ten jednak wygasł już w 4Q'24. Premia za fizyczną dostawę aluminium (dodawane do ceny notowań LME) na początku roku systematycznie rosły, a od połowy 2Q'24 ustabilizowały się. Zmiany cen surowca przenoszony jest na klientów z opóźnieniem 1- 1,5 miesiąca w SWW i 3-6 miesięcy w SSA (spółka zawiera także transakcje zabezpieczające ceny zakupu a część cen produktów kwotowana jest w oparciu o bieżące notowania).

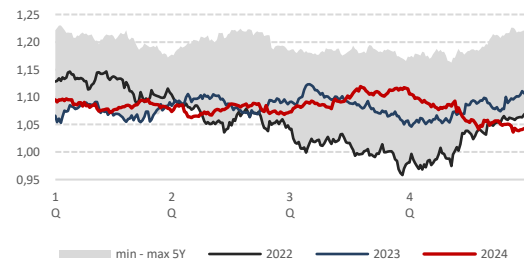
Ceny tworzyw sztucznych, ważnych z punktu widzenia SOG, uzależnione są od cen ropy naftowej. Obecnie ceny polietylenu czy polipropylenu są wyższe niż rok, ale nadal istotnie niższe niż dwa lata temu.

Ceny aluminium na LME [PLN/t]



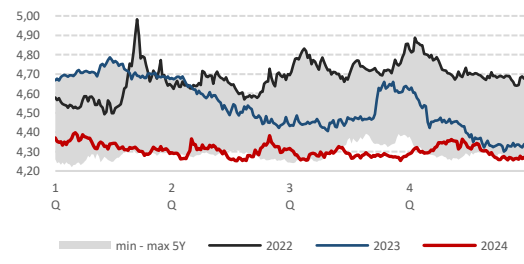
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kurs EUR/USD



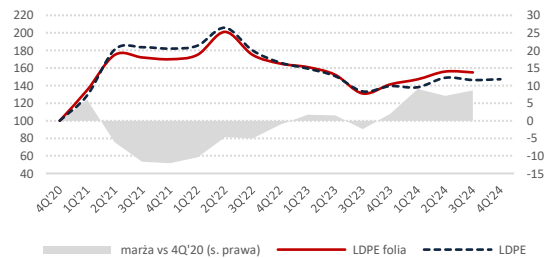
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kurs EUR/PLN



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Indeks ceny polietylenu i folii PE [EUR, 4Q'20=100]



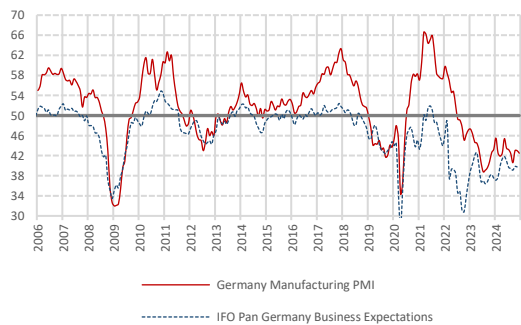
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Flexpack Europe, polietylen (LDPE)

PMI dla sektora przemysłu w Polsce

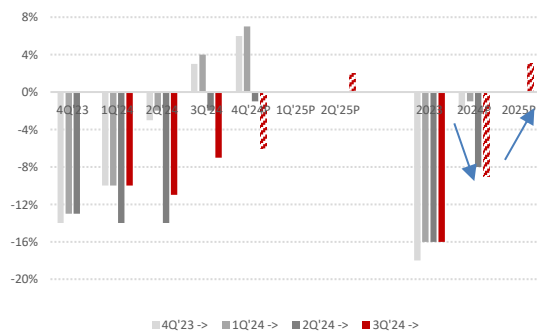

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu od 2Q'22 znajduje się poniżej 50 pkt. W VIII'22 odnotowano najniższy od pandemii covid poziom 40,9 pkt - od tego czasu kolejne wskazania są wyższe, ale nadal są one poniżej poziomu rozgraniczającego wzrost/spadek aktywności. Obecnie indeks notuje trzecią wyraźną próbę odbudowy (ostatnie trzy odczyty za IX-XI w okolicy 49 pkt).

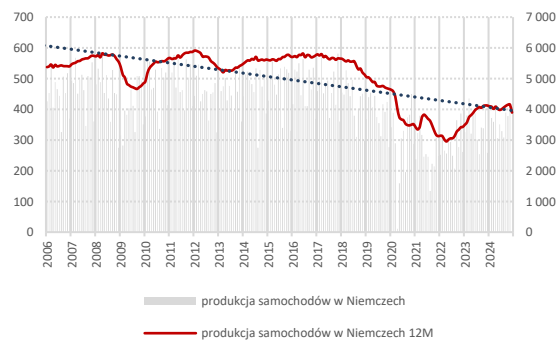
PMI dla niemieckiego przemysłu odnotował dołek dopiero w połowie 2023 roku, kolejne miesiące przynoszą jednak tylko nieznaczną poprawę. W przypadku wskaźników wyprzedzających dla niemieckiej gospodarki (Ifo i ZEW) dołek odnotowano w 3/4Q'22 odnotowano dołek. Dynamiczne odbicie nastąpiło w kolejnych miesiącach, jednak szybko przygasło. Zwracamy uwagę, że jeden z głównych driverów niemieckiego przemysłu, sektor automotive, odrobił tylko część „covidowych” strat a lata 2023-24 nie przyniosły już dalszej odbudowy produkcji.

PMI Niemcy vs wskaźnik oczekiwań Ifo


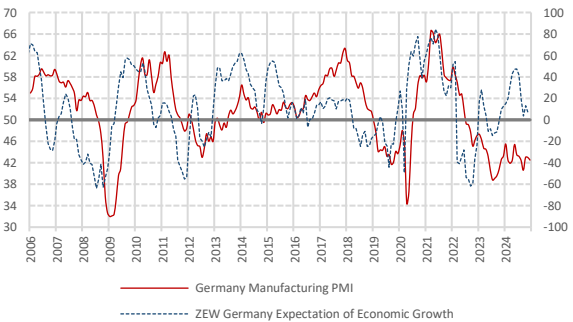
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Ewolucja prognoz popytu na wyroby wyciskane w Europie r/r


Źródło: BDM S.A., Hydro, CRU

Produkcja samochodów w Niemczech [tys szt, 12M]


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

PMI Niemcy vs wskaźnik oczekiwań ZEW


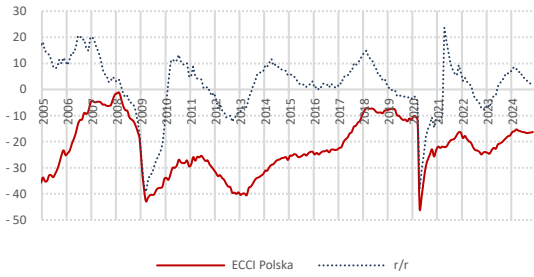
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Wg ostatnich prognoz CRU (prezentacja wyników Hydro za 3Q'24) popyt w Europie na wyroby wyciskane w 2024 roku spadnie o 9% r/r po spadku o 16% w 2023 roku.

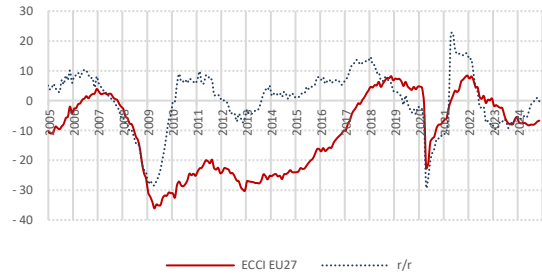
Jeszcze na początku 2024 roku prognozowano, że spadek wyniesie -2% r/r, przy założeniu, że już w 2H'24 popyt miała być dodatni. Jednak zarówno w 3Q'24, jak i 4Q'24 popyt był nadal pod presją.

Obecnie pierwsze założenia na 2025 rok zakładają odbicie popytu jedynie o 3% r/r/ (płaski 1Q'25, 2% wzrost w 2Q'25).

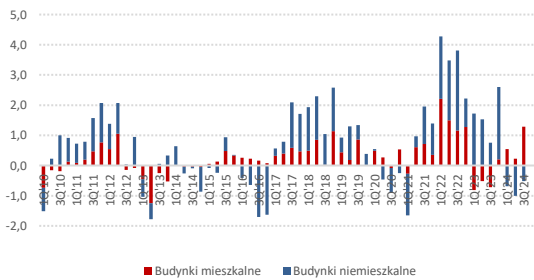
EC Construction Confidence Indicator Poland



EC Construction Confidence Indicator EU27



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Wskaźnik zaufania w branży budowlanej dla Polski
Nakłady w obszarze bud. kubaturowego w Polsce – zmiana r/r [mld PLN]

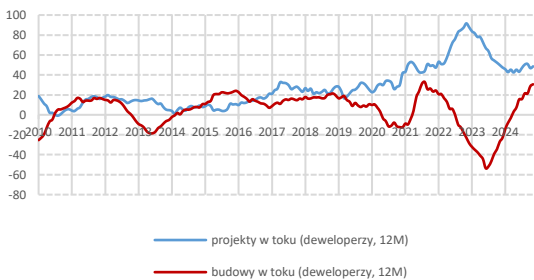


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Wskaźnik zaufania w branży budowlanej dla UE-27
 Publikowany przez Komisję Europejską wskaźnik zaufania w budownictwie w EU27 stabilizuje się od połowy 2023 roku (obecnie dynamika r/r jest neutralna), pojawianiu się ożywienia mogą sprzyjać kolejne obniżki stóp w strefie euro.

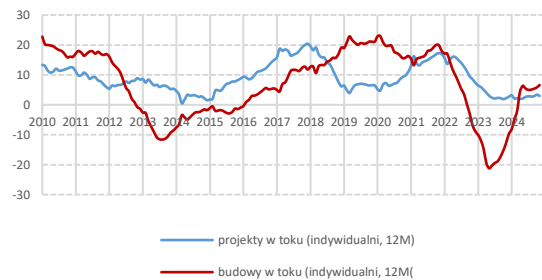
W 2023 stopniowa poprawa obserwowana była natomiast w polskim budownictwie, jednak 2024 rok przyniósł wyhamowanie tego trendu.

Biorąc pod uwagę sektor mieszkaniowy w Polsce – ostatnie kwartały przyniosły wyraźny wzrost aktywności deweloperów (powrót wyraźnej nadwyżki rozpoczynanych projektów nad kończonymi), przy nieco słabszym odbiciu wśród inwestorów indywidualnych (domy – nie widać tu także wzmożonej aktywności na polu pozyskiwania nowych PnB).

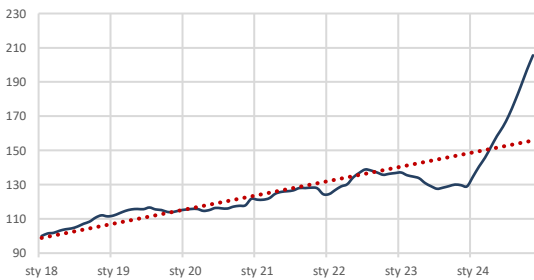
Źródło: BDM S.A., GUS
Mieszkania deweloperskie PL - projekty i budowy w toku [tys szt. 12M]



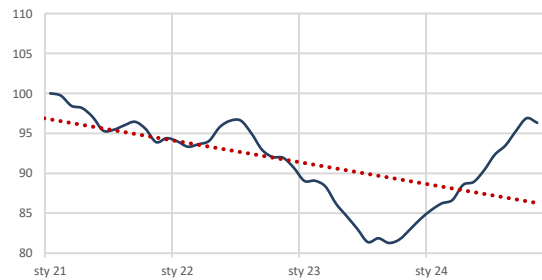
Mieszkania indywidualne PL - projekty i budowy w toku [tys szt. 12M]



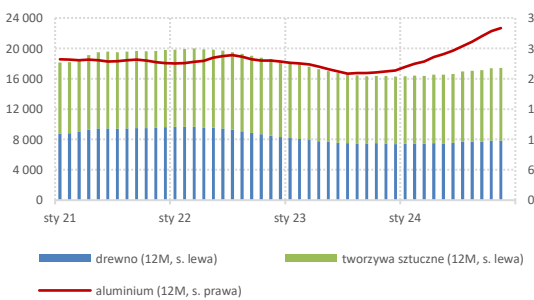
Źródło: BDM S.A., GUS, projekty w toku = pozwolenia – rozpoczęte budowy,
Drzwi aluminiowe – indeks produkcji w Polsce



Źródło: BDM S.A., GUS, projekty w toku = pozwolenia – rozpoczęte budowy,
Aluminiowe okna, świetliki, iluminatory – indeks produkcji w Polsce



Źródło: BDM S.A., GUS, narastająco 12M, 100=2017
Produkcja stolarki (okna, drzwi, inne) w Polsce [tys szt. 12M]



Źródło: BDM S.A., GUS, narastająco 12M, 100=2020
 Sprzyjającym trendem dla Kęty (jako dostawcy systemu) jest wzrost znaczenia stolarki aluminiowej w produkcji stolarki ogółem w Polsce. Udział ten ilościowo jest nadal niski, ale na przestrzeni ostatnich lat systematycznie rośnie (główny rynek eksportowy to Niemcy). Zwracamy uwagę, że o ile w Europie Zachodniej okna i drzwi zewnętrzne z aluminium to istotna część rynku (lokalnie często większa niż dla wyrobów z tworzyw/drewna), to polscy producenci relatywnie bardziej skupieni byli na segmencie tworzyw (m.in. kwestia rynku wewnętrznego, który zbudowali w Polsce, a w eksporcie kwestia kosztów pracy, które przy tańszym oknie z tworzyw miały większe znaczenie dla zbudowania przewagi konkurencyjnej). Przewagą stolarki aluminiowej jest m.in. energooszczędność i możliwość wykonywania dużych przeszkleń (trend „premiujacji”).

Źródło: BDM S.A., GUS (prod. ważniejszych wyrobów przemysł.), narastająco 12M

AKWIZYCJA SELT I WYDZIELENIE SEGMENTU OSŁON PRZECIWSŁONECZNYCH (SOP)
Wyniki Selt [mln PLN]

	2020	2021	2022	2023	2023 PF*	I-VIII'24	1-3Q'24	2024W	2025P**
Przychody	184,7	273,0	276,3	280,9	280,9	220,6	245,1	302,6	357,0
Polska	46%	51%	52%	54%	---	---	---	---	---
eksport	54%	49%	48%	46%	---	---	---	---	---
Zysk na sprzedaży	15,4	36,8	23,5	15,6	---	---	---	---	---
EBITDA	19,4	41,5	31,7	27,6	42,0	46,3	50,9	52,3	61,0
EBIT	14,5	35,7	23,6	14,5	---	---	---	---	---
Zysk brutto	14,0	34,8	21,7	15,8	---	---	---	---	---
Zysk netto	11,3	28,1	17,9	13,1	---	---	---	---	---
Dług netto	-2,1	15,2	64,1	42,4	---	---	---	---	---
RAT	67,6	90,2	185,0	310,5	---	---	---	---	---
WNiP	0,3	0,5	0,2	7,9	---	---	---	---	---
Amortyzacja	4,9	5,8	8,1	13,1	---	---	---	---	---
CFO	11,0	18,0	48,9	10,2	---	---	---	---	---
CAPEX	6,3	13,3	91,2	19,3	---	---	---	---	---
Aport RAT + WNiP	---	---	---	125,9	---	---	---	---	---
Marża EBITDA	10,5%	15,2%	11,5%	9,8%	15,0%	21,0%	20,8%	17,3%	17,1%
Marża EBIT	7,9%	13,1%	8,5%	5,2%	---	---	---	---	---
Marża zysku netto	6,1%	10,3%	6,5%	4,7%	---	---	---	---	---

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Selt, Kęty, *wynik pro-forma z uwzględnieniem aktywów wniesionych do Selt sp. z o.o. w końcu 2023 roku

** prognoza zarządu

- Na początku września Kęty sfinalizowały umowę nabycia 100% udziałów w spółce Selt sp. z o.o. z Opola. Jedynym udziałowcem spółki był Tadeusz Selzer (w 2006 roku Kęty nabyły od niego opolski Aluprof, gdzie produkowane są przede wszystkim systemy roletowe).
- Selt jest jednym z liderów polskiego rynku produkcji systemów osłon przeciwsłonecznych (żaluzje zewnętrzne, pergole, markizy, sunbreakery, refleksy).

Cena nabycia

- Cena nabycia wyniosła 394,9 mln PLN plus przejęty dług netto na dzień przejścia 23,1 mln PLN, co daje EV=418,0 mln PLN
- Przychody Selt za 2023 rok wyniosły 281 mln PLN a szacunkowa pro-forma EBITDA to 42 mln PLN (w grudniu 2023, jako aport do Selt, wniesiono przedsiębiorstwo Selt Sun Protection Systems, które było właścicielem aktywów z których Selt korzystał wcześniej na podstawie umów najmu – koszty najmu obniżały wynik).
- W 2024 Selt miał wstępnie 303 mln PLN przychodów oraz 52 mln PLN EBITDA. Prognoza na 2025 rok zakłada wzrost przychodów do 357 mln PLN i EBITDA do 61 mln PLN (17% marży EBITDA).
- Transakcja dokonywana została przy wskaźniku EV/EBITDA na '24 =8,0x i prognozowanym na '25 =6,9x (przy założeniu utrzymania zadłużenia netto z dnia transakcji).

Aktywa i produkty

- Selt posiada pięć zakładów produkcyjnych (4xOpole, 1xRogów Opolski). W 2023 roku zakończona została inwestycja w Rogowie Opolskim (istotny CAPEX poniesiony w 2022 roku), gdzie zostały przeniesione działy produkcji markiz i pergol. Uzyskana w wyniku tych działań wolna przestrzeń w zakładach w Opolu pozwoliła na optymalizację rozlokowania maszyn i urządzeń działów produkcji refleksoli i żaluzji oraz utworzenie strefy szkoleniowej dla klientów. Szacujemy, że na bazie obecnych aktywów spółka ma potencjał zwiększanie sprzedaży o kilkadziesiąt procent.
- Portfolio spółki odpowiada m.in. trendom związanym z termomodernizacją istniejących obiektów, budownictwem pasywnym, oszczędzaniem energii oraz ochroną przed ekstremalnymi zjawiskami pogodowymi (upały). Produkty spółki znajdują zastosowanie w budownictwie jedno- i wielorodzinnym oraz w budownictwie użyteczności publicznej/komercyjnym.
- Przejęcie spółki umożliwi Kętom wydłużenie łańcucha wartości (zakup profili z SWW), rozszerzenie portfolio produktowego i uzyskanie synergii (w ramach SSA).
- Na koniec 2023 roku spółka zatrudniała 470 osób.
- Podstawowymi surowcami wykorzystywanymi do produkcji systemów przeciwsłonecznych są: aluminium, elementy stalowe oraz tworzywa sztuczne. Spółka zakupuje także istotne ilości automatyki (sterowanie, silniki).
- Eksport stanowił ok 46% sprzedaży spółki za 2023 rok (główne rynki: Niemcy, Skandynawia, Węgry, Słowenia, Austria).

Rynek

- Wartość europejskiego (14 największych krajów) rynku osłon przeciwsłonecznych szacowana jest na 7,5 mld EUR (dane: Interconnection Consulting). Udział Selt to ok. 1%.
- Najwięksi europejscy konkurenci Selt to Hunter Douglas (podmiot ściągnięty z giełdy przez fundusz 3G CP w 2022 roku), Stella Group, Warema czy Wo&WO. Natomiast główną konkurencją dla Aluprofu w produkcji aluminiowych rolet zewnętrznych są m.in. Alutech, Alukon, BeClever, BuildingShutter, Heroal, Hosten czy Portos.

Wydzielenie SOP z SSA

- Kęty w ramach dotychczasowego segmentu SSA (łącznie z konsolidacją Selt od IX'24) w 2024 roku wypracowały przychody na poziomie 2,48 mld PLN. Z tego za 826 mln PLN odpowiadały systemy osłon przeciwslonecznych, w tym Aluprof Opole 744 mln PLN (czyli systemy roletowe) oraz Selt 82 mln PLN (IX-XII'24).
- Dla danych pro-forma (ujęcie Selt za cały rok) za cały 2024 rok systemy osłonowe miały 1,05 mld PLN przychodów (20% skonsolidowanych przychodów pro-forma) przy 180 mln PLN EBITDA. Zarząd zdecydował o wydzieleniu segmentu osłon przeciwslonecznych (SOP) jako nowego segmentu grupy.
- Warto podkreślić możliwość uzyskania potencjalnych synergii (pełny zakup profili w SWW przez Selt, krzyżowe wykorzystanie obecnych kanałów dystrybucji spółek, szczególnie na rynkach zagranicznych – zwracamy m.in. uwagę, że udział eksportu w sprzedaży Selt jest wyższy niż w Aluprof) oraz dopiero co rozbudowany potencjał produkcyjny Selt. Prawdopodobnie może też istnieć potencjał reorganizacji zatrudnienia.

Wyniki Aluprof S.A.* [mln PLN]

	2020	2021	2022	2023
Przychody	1 544,5	1 915,3	2 376,3	2 312,7
Polska	960,4	1 172,3	1 464,8	1 434,8
eksport	584,1	743,0	911,6	877,9
Fasady	936,6	1 186,5	1 525,7	1 471,3
Systemy stolarki aluminiowej	98,8	119,2	100,5	105,1
Systemy roletowe	509,1	609,7	748,0	733,6
Inne	0,0	0,0	2,1	2,6
EBITDA	278,1	324,2	356,0	407,7
EBIT	245,4	286,8	304,6	353,2
Zysk brutto	243,0	284,7	273,4	322,3
Zysk netto	200,2	232,4	229,2	277,8
Dług netto	145,8	315,3	618,9	537,2
RAT	309,2	343,6	479,2	569,5
WNiP	3,1	8,3	13,6	18,1
Amortyzacja	32,7	37,4	51,5	54,5
CFO	231,7	150,6	245,9	470,3
CAPEX	43,5	90,5	120,0	113,1
Marża EBITDA	18,0%	16,9%	15,0%	17,6%
Marża EBIT	15,9%	15,0%	12,8%	15,3%
Marża zysku netto	13,0%	12,1%	9,6%	12,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *dane jednostkowe - nie uwzględniają wyników zagranicznych spółek dystrybucyjnych (głównie marża dystrybucyjna) oraz wyników Glassprofu (szkło)

Wyniki segmentu SSA w ramach GK Kęty [mln PLN]

	2020	2021	2022	2023	2024W	2024PF
Przychody	1 601,0	1 992,2	2 437,6	2 370,9	2 484,2	2 704,8
Polska	61%	60%	60%	60%	62%	---
eksport	39%	40%	40%	40%	38%	---
Fasady/stolarka	1 073,3	1 358,1	1 670,4	1 618,9	1 658,5	1 658,5
Systemy osłonowe/rolety	527,8	634,1	767,3	752,1	826,0	1 046,6
EBITDA	283,4	349,5	378,1	411,2	489,7	536,0
EBIT	238,2	301,1	320,3	348,4	410,6	---
Zysk brutto	233,9	297,0	287,8	314,6	---	---
Zysk netto	189,4	240,8	237,8	265,6	---	---
Amortyzacja	45,2	48,4	57,8	62,9	79,1	---
CAPEX	58,4	99,1	143,4	144,1	95,0	---
Marża EBITDA	17,7%	17,5%	15,5%	17,3%	19,7%	19,8%
Marża EBIT	14,9%	15,1%	13,1%	14,7%	16,5%	---
Marża zysku netto	11,8%	12,1%	9,8%	11,2%	---	---

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

„Nowe” SSA i SOP [mln PLN]

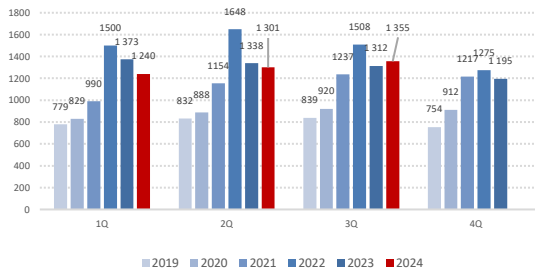
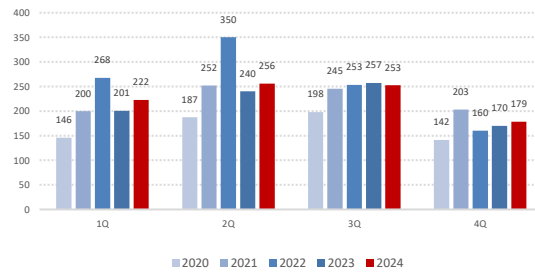
	2024W	2025P*	SOP	2024W	2024W PF	2025P*
SSA	1 764,0	1 872,0	Przychody	826,0	1 046,6	1 144,0
Polska	55%	55%	Polska	69%	---	65%
eksport	45%	45%	eksport	31%	---	35%
EBITDA	357,0	363,0	Aluprof Opole	744,0	744,0	788,0
CAPEX	74,0	100,0	Selt	82,0	302,6	357,0
Marża EBITDA	20,2%	19,4%	EBITDA	134,0	180,3	194,0
			Aluprof Opole	128,0	128,0	133,0
			Selt	6,0	52,3	61,0
			CAPEX	21,0	---	27,0
			Marża EBITDA	16,2%	17,2%	17,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *prognozy zarządu

WYNIKI ZA OSTATNIE OKRESY I PROGNOZY
Wyniki skonsolidowane wg segmentów [mln PLN]

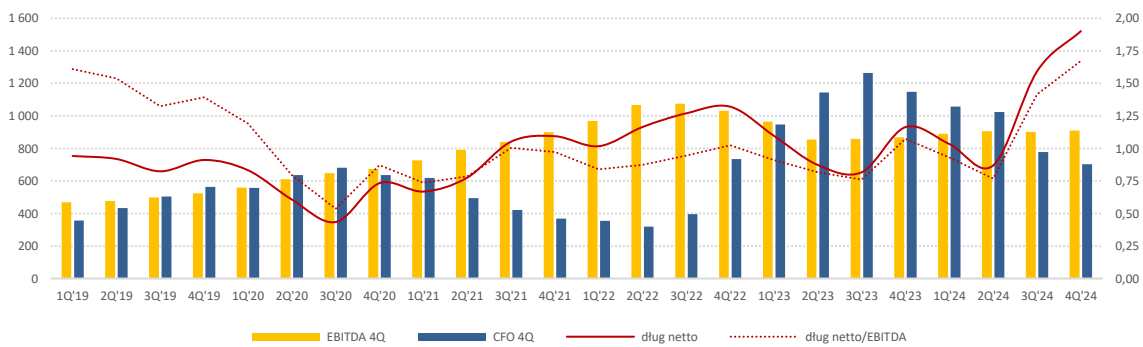
	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24*
Przychody ze sprzedaży	990,1	1 154,2	1 236,6	1 216,6	1 500,1	1 648,5	1 507,7	1 274,6	1 373,0	1 338,4	1 312,1	1 195,2	1 239,6	1 300,7	1 355,4	1 244,3
SOG	284,5	305,1	299,0	281,5	404,3	398,7	393,3	320,4	349,2	293,7	287,0	276,3	305,7	296,9	297,8	292,9
SWW	370,7	445,7	510,9	491,1	641,7	726,1	610,5	473,1	594,4	566,9	501,3	445,3	471,5	521,0	510,9	424,1
SSA	410,5	492,6	548,1	543,6	585,1	691,0	594,3	569,2	560,1	591,5	639,6	580,9	561,8	607,0	677,6	639,0
inne	4,8	4,9	5,1	4,9	4,9	5,3	5,3	5,4	5,9	5,6	5,9	6,7	6,6	6,8	6,5	6,8
wyłączenia	-80,4	-94,1	-126,5	-104,6	-135,9	-172,6	-95,7	-93,5	-136,5	-119,4	-121,6	-114,0	-106,0	-131,0	-137,5	-111,7
EBITDA	199,7	251,9	245,2	202,9	267,9	350,3	253,0	160,2	200,6	240,1	257,4	170,0	222,5	255,8	252,8	178,9
SOG	77,0	101,4	57,8	51,9	102,1	98,0	88,2	41,7	62,4	49,1	54,7	24,1	63,8	65,3	66,8	43,9
SWW	52,4	68,7	91,2	73,5	81,9	124,4	74,7	47,8	76,0	87,4	70,7	64,2	50,7	69,5	53,9	35,7
SSA	73,5	91,3	107,4	77,3	98,4	129,7	78,9	71,2	77,6	109,1	133,3	91,2	111,2	133,9	142,6	102,0
inne/korekty	-3,3	-9,3	-11,2	0,1	-14,5	-1,8	11,2	-0,4	-15,4	-5,6	-1,3	-9,5	-3,3	-13,0	-10,4	-2,6
EBIT	162,4	213,9	207,1	162,7	229,2	309,6	211,7	114,7	156,8	195,2	212,9	122,5	174,2	205,4	199,1	119,3
saldo finansowe	-1,8	-2,3	-2,5	-6,4	-5,1	-12,0	-14,5	-34,6	-16,6	-18,9	-7,7	-22,1	-12,5	-15,6	-14,5	-28,4
Zysk brutto	160,6	211,5	204,6	156,3	224,2	297,5	197,2	80,1	140,2	176,3	205,2	100,4	161,7	189,9	184,5	90,9
Zysk netto	137,3	161,8	167,2	128,3	174,8	246,0	170,5	87,0	135,8	151,0	181,0	71,3	150,2	166,4	147,5	70,9
CFO	98,7	93,5	131,5	45,3	84,7	57,6	208,4	383,5	297,5	254,7	327,1	268,9	206,7	219,9	81,8	194,7
Dług netto	534,5	620,1	841,3	874,9	813,3	931,4	1 015,5	1 056,3	876,7	697,7	653,3	931,1	826,8	695,2	1 273,7	1 520,6
Marża EBITDA	20,2%	21,8%	19,8%	16,7%	17,9%	21,2%	16,8%	12,6%	14,6%	17,9%	19,6%	14,2%	17,9%	19,7%	18,7%	14,4%
SOG	27,1%	33,2%	19,3%	18,4%	25,3%	24,6%	22,4%	13,0%	17,9%	16,7%	19,1%	8,7%	20,9%	22,0%	22,4%	15,0%
SWW	14,1%	15,4%	17,9%	15,0%	12,8%	17,1%	12,2%	10,1%	12,8%	15,4%	14,1%	14,4%	10,8%	13,3%	10,5%	8,4%
SSA	17,9%	18,5%	19,6%	14,2%	16,8%	18,8%	13,3%	12,5%	13,9%	18,5%	20,8%	15,7%	19,8%	22,1%	21,0%	16,0%
Marża EBIT	16,4%	18,5%	16,7%	13,4%	15,3%	18,8%	14,0%	9,0%	11,4%	14,6%	16,2%	10,2%	14,1%	15,8%	14,7%	9,6%
Marża zysku netto	13,9%	14,0%	13,5%	10,5%	11,7%	14,9%	11,3%	6,8%	9,9%	11,3%	13,8%	6,0%	12,1%	12,8%	10,9%	5,7%

Źródło: DM BDM S.A., spółka, *prognoza oparta na wstępnych wynikach opublikowanych przez spółkę w grudniu'24

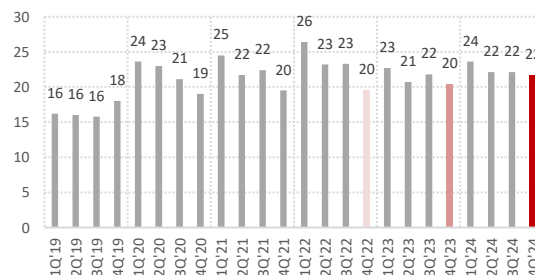
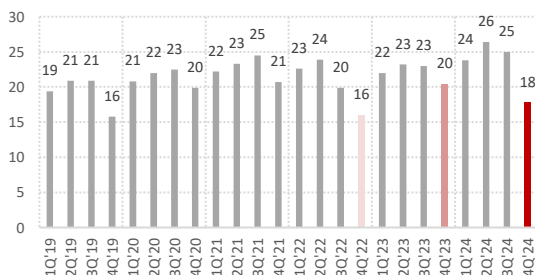
Przychody kwartalnie – skonsolidowane [mln PLN]

EBITDA kwartalnie – skonsolidowana [mln PLN]


Źródło: BDM S.A., spółka

Źródło: BDM S.A., spółka

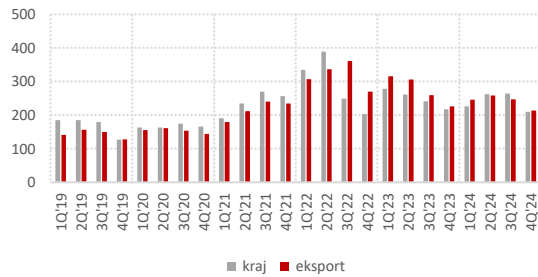
EBITDA, CF operacyjny i dług netto [mln PLN]


Źródło: BDM S.A., spółka

SOG – wolumeny [mln PLN]


Źródło: BDM S.A., spółka

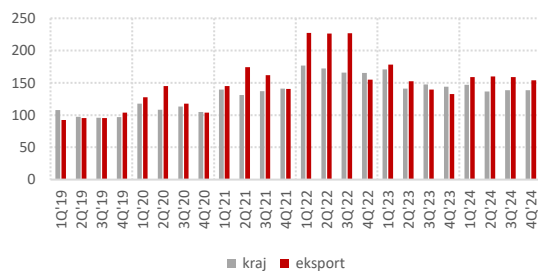
Źródło: BDM S.A., spółka, 4Q'24 szacunki BDM

SWW – przychody [mln PLN]


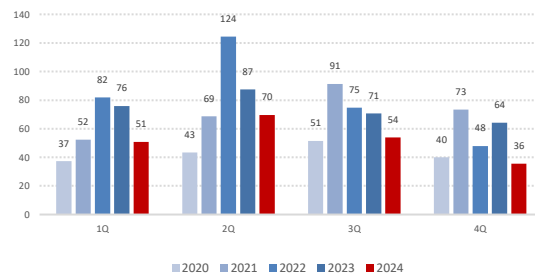
Źródło: BDM S.A., spółka
SSA – przychody [mln PLN]



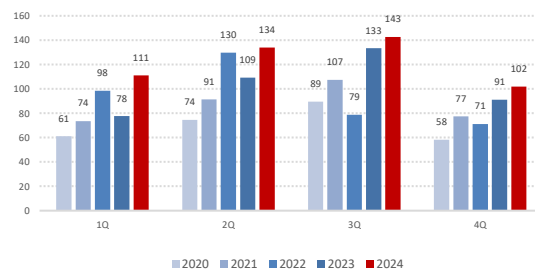
Źródło: BDM S.A., spółka, 4Q'24 razem z SOP

SOG – przychody [mln PLN]


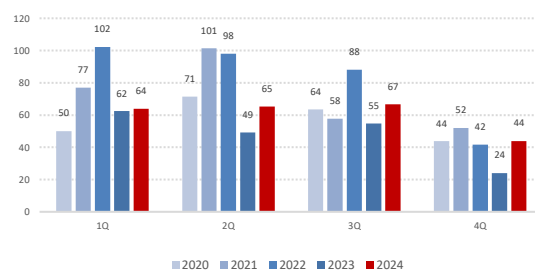
Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA kwartalnie – SWW [mln PLN]


Źródło: BDM S.A., spółka
EBITDA kwartalnie – SSA [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka, 4Q'24 razem z SOP

EBITDA kwartalnie – SOG [mln PLN]


Źródło: BDM S.A., spółka

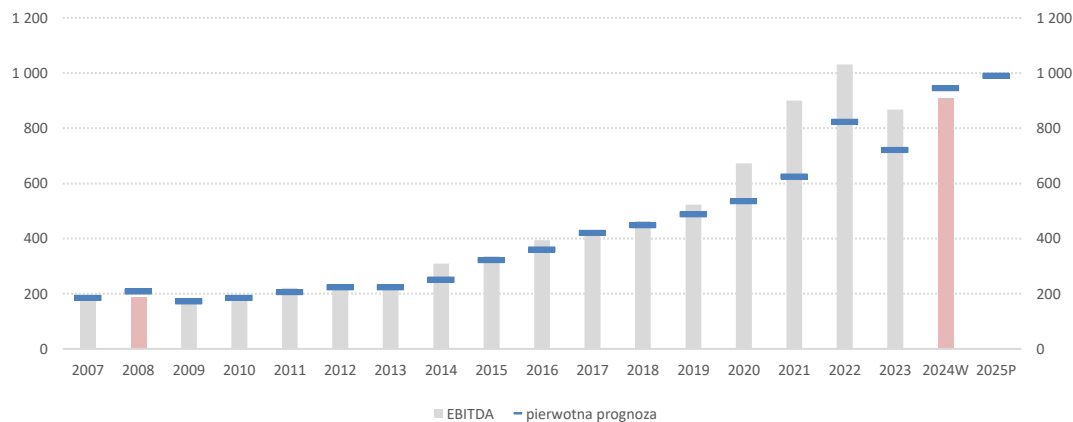
Wstępne wyniki za 4Q'24 [mln PLN]

	4Q'23	4Q'24W	zmiana r/r	4Q'24P kons*	odchyl	2023	2024W	zmiana r/r	2024P kons*	odchyl	2024P zarząd	realizacja
Przychody	1195,2	1 244,3	4,1%	1 279,3	-2,7%	5 218,6	5 140,0	-1,5%	5 175,0	-0,7%	5 269,0	97,6%
Zysk na sprzedaży	108,3	---	---	---	---	662,9	---	---	---	---	---	---
EBITDA	170,0	178,9	5,3%	182,9	-2,2%	868,0	910,0	4,8%	914,0	-0,4%	945,0	96,3%
EBIT	122,5	119,3	-2,6%	134,8	-11,5%	687,4	698,0	1,5%	713,5	-2,2%	742,0	94,1%
Wynik brutto	100,4	---	---	---	---	622,2	---	---	---	---	664,0	---
Wynik netto	71,3	70,9	-0,6%	93,7	-24,3%	539,1	535,0	-0,8%	557,8	-4,1%	567,0	94,4%
Marża EBITDA	14,2%	14,4%	---	14,3%	16,6%	17,7%	17,7%	---	17,7%	---	17,9%	---
Marża EBIT	10,2%	9,6%	---	10,5%	13,2%	13,6%	13,6%	---	13,8%	---	14,1%	---
Marża netto	6,0%	5,7%	---	7,3%	10,3%	10,4%	10,4%	---	10,8%	---	10,8%	---

Źródło: DM BDM S.A., spółka, *konsensus Bloomberg z 17/12/2024 (konsensus na 4Q'24 implikowany z konsensusu na 2024 i odjęcia wyników 1-3Q'24, Bloomberg podaje też sam konsensus na 4Q'24, który wyniósł wczoraj 185,0 mln PLN – różnica wynika z ujęcia różnego wachlarza prognoz – dla danych rocznych były to 4 prognozy, dla kwartalnych 2

- Spółka w połowie grudnia opublikowała szacunki wyników za 4Q'24/2024.
- EBITDA za 2024 rok wyniosła 910 mln PLN, a samym w 4Q'24 na poziomie 179 mln PLN, co mniej więcej wpisało się w guidance zarządu po 3Q'24 (zarząd wtedy sygnalizował, że EBITDA'24 może odchylić się dół do 5% od pierwotnych założeń, które wynosiły 945 mln PLN - odchylenie ostatecznie wyniosło 4%). W 2024 roku Kęty nie zrealizowały pierwotnej, rocznej prognozy zarządu po raz pierwszy od 2008 roku.
- Przychody w 4Q'24 wyniosły wstępnie 1,24 mld PLN (+4% r/r). W ujęciu segmentowym wzrost odnotowano w SOG (+6% r/r) oraz SSA (+10%, cały wzrost dzięki konsolidacji Selt). Spadły natomiast przychody SWW (o -5% r/r).
- EBITDA w 4Q'24 wyniosła 178,9 mln PLN (vs 170,0 mln PLN w 4Q'23 - przy czym należy pamiętać, że rok temu w SOG zawieszono rezerwę 20 mln PLN na sprawy celno-skarbowe). Porównując segmenty r/r: istotny spadek EBITDA nastąpił w SSW (trudne otoczenie marżowe, w 4Q'24 spadły także wolumeny), poprawa natomiast w SSA i w SOG (wynik porównywalny po oczyszczeniu o wpływ rezerwy rok temu).

- Dług netto na koniec roku spółka szacuje na 1,52 mld PLN (vs 1,27 mld PLN po 3Q'24; wzrost q/q podyktowany głównie wypłatą II raty dywidendy).

Realizacja EBITDA na tle pierwotnej prognoz zarządu [mln PLN]


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Podsumowanie konferencji po wstępnych wynikach 4Q'24 (18/12/2024):

- **Zmiana na stanowisku prezesa:** spółka musi mieć 10-letni cel/wizję, prezes nie czuł sił/energii na taki horyzont; prezes nie zamierza sprzedawać swoich akcji (jest prawdopodobnie największym indywidualnym akcjonariuszem); prezes chce nadal wspierać spółkę w realizacji strategii
- **Strategia:** przesunięcie publikacji związane jest jedynie ze zmianą na stanowisku prezesa, strategia będzie zaprezentowana prawdopodobnie w kwietniu, aby mógł ją firmować nowy prezes (aczkolwiek jeszcze przed formalną zmianą na stanowisku); strategia jest w zasadzie gotowa, nowy prezes chce postawić kilka swoich akcentów
- **Perspektywy:** spółka widzi szanse na istotny rozwój w Europie (nowoczesny park maszynowy, nowoczesne rozwiązania)
- **4Q'24:** trudne otoczenie, szczególnie w przemyśle
- **Prognoza 2025:** spółka liczy na poprawę koniunktury, przy zmienności na początku roku (spółka zakłada lepsze wyniki w 2H'25 (ok 40 mln PLN EBITDA wyższa w 2H'25 vs 1H'25); spółka liczy na rozruszanie się rynku remontowego (SSA/SOP i częściowo SWW); przemysł automotive, maszynowy - perspektywa nadal negatywna; stabilna koniunktura w SOG (dalszy trend upraszczania opakowań); spółka nie zakłada istotnych zmian w kapitale obrotowym; w 2025 spółka nie planuje inwestycji w nowe moce (możliwe optymalizacje itp.
- **SWW:** spółka ma wolne moce do wypełnienia (w 2025 roku spółka chce zwiększyć wolumen o 7%, część wzrostu wygenerowana wewnątrz); w 2025 spółka zakłada szybszy wzrost w kraju niż w eksporcie (kwestia sprzedaży wewn.); ok ¼ wolumenu w 2024 roku na własne potrzeby, ok 33-34% w 2025 roku (ok 4% Selt, ok 30% cały Aluprof, w tym ok 6% do Opole)
- **SSA:** spółka pozytywnie postrzega perspektywy dla eksportu; spółka nie chce rozwijać się kosztem marży (przy czym obecne poziomy się relatywnie wysokie); w 2025 marża nie będzie wspierana przez niskie poziomy cen aluminium (pozytywny wpływ szczególnie w 1H'24); szkło ogniowe – w 2024 roku wzrost przychodów o 50%, obecnie ok 30 mln PLN przychodów (pełne moce), pozytywny wpływ na kilka mln PLN EBITDA w 2024 (ok 6 mln PLN w 2025 roku)
- **SOP:** w 2025 roku założenia przychodowe dla Aluprof Opole: +6-7%, Selt: +17% r/r; spółka zakłada wzrost marży (efektywniejsze wykorzystanie mocy, synergia Selt); powstanie jeden, spójny połączony segment; spółka widzi duży potencjał do rozwoju w Europie (rynek jest rozdrobniony); segment ma w miarę kompleksową ofertę, chce skupić się na skalowaniu i rozwojowi sprzedaży; SOP będzie sprzedawał ok 100 mln PLN przez SSA (sprzedaż na niektóre rynki eksportowe); Selt – ok 24 mln PLN amortyzacji w skali roku, spółka dysponuje wolnymi mocami
- **SOG:** priorytetem jest utrzymanie wysokiej rentowności; nieco większe w 2025 roku niż w poprzednich latach wydatki odtworzeniowe (były bardzo niskie), głównie maszyny z lat 90-tych, w kolejnych latach nakłady mogą wrócić do poziomów z poprzednich lat
- **Ukraina:** spółka dostrzega potencjał do odbudowy w każdym segmencie, w którym działa, szczególnie w budownictwie

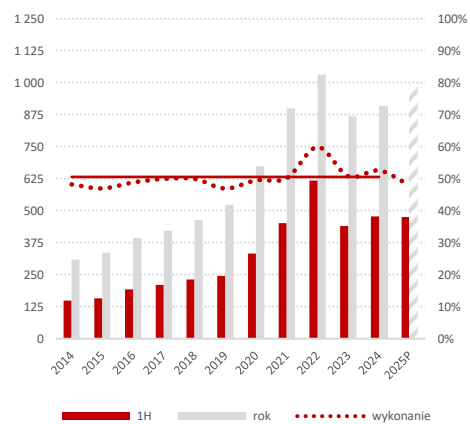
Prognozy na kolejne okresy

Prognoza zarządu dla wyników na 2025 [mln PLN]

	2022	2023	2024W	2025P zarząd	2025P kons*
Przychody	5 931	5 219	5 140	5 612	5 853
SOG	1 517	1 206	1 193	1 219	---
SWW	2 451	2 108	1 927	2 081	---
SSA	2 440	2 372	1 764	1 872	---
SOP	---	---	826	1 144	---
inne	21	24	---	---	---
wyłączenia	-498	-492	-571	-704	---
EBITDA	1 031	868	910	990	1 025
SOG	330	190	240	247	---
SWW	329	298	209	214	---
SSA	378	411	357	363	---
SOP	---	---	134	194	---
inne/korekty	-6	-32	-30	-28	---
EBIT	865	687	698	744	799
saldo finansowe	-66	-65	-71	-92	---
Zysk brutto	799	622	627	652	---
Zysk netto	678	539	535	541	589
CFO	734	1 148	---	876	---
Dług netto	1 056	931	1 521	1 540	1 467
Marża EBITDA	17,4%	16,6%	17,7%	17,6%	17,5%
SOG	21,8%	15,8%	20,1%	20,3%	---
SWW	13,4%	14,1%	10,8%	10,3%	---
SSA	15,5%	17,3%	20,2%	19,4%	---
SOP	---	---	16,2%	17,0%	---
Marża EBIT	14,6%	13,2%	13,6%	13,3%	13,7%
Marża zysku netto	11,4%	10,3%	10,4%	9,6%	10,1%

Źródło: DM BDM S.A., spółka, *konsensus Bloomberg z 17-12-2024 (dzień publikacji prognoz)

Wykonanie wyników rocznych po 1H [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka, 2025 na bazie guidance zarządu

- Wraz z publikacją szacunkowych wyników za 2024 rok, zarząd przedstawił także prognozy na 2025 rok.
- Spółka prognozuje 990 mln PLN EBITDA w 2025 roku (+9% r/r), nieco poniżej konsensusu Bloomberga, który wynosił 1,03 mld PLN przed publikacją prognoz (przy czym część prognoz mogła być aktualizowana ostatni raz kilka miesięcy wcześniej). W naszych ostatnich oficjalnych prognozach po publikacji wyników za 3Q'24 zakładaliśmy 995 mln PLN na 2025 rok.
- Zarząd spodziewa się stopniowej poprawy sytuacji gospodarczej w Polsce i na rynkach europejskich.
- Driverem wzrostu wyników w 2025 roku ma być SOP (m.in. kwestia konsolidacji Selt przez cały rok co daje 28 pp z 38% zakładanej dynamiki segmentu na przychodach). W pozostałych segmentach zakładana nieznaczna poprawa wyników r/r (przy nieznacznym spadku marży w SSA i SWW).
- Jak wynika z konferencji wynikowej, spółka zakłada ok 40 mln PLN wyższą EBITDA w 2H'25 vs 1H'25 (ok. 475 mln PLN vs 515 mln PLN). W 1H'24 EBITDA wyniosła 478 mln PLN. Zarząd zakłada więc w zasadzie bardzo porównywalny wynik w 1H'25, ale należy brać pod uwagę, że rok temu nie był konsolidowany Selt, który może dołożyć ok 30-40 mln PLN wyniku w 1H'25. Natomiast założenia na 2H'25 implikują 515 mln PLN EBITDA vs 431 mln PLN w 2H'24. Ok. 15 mln PLN z tego wzrostu można tłumaczyć brakiem konsolidacji Selt w VII-VIII'24, więc na porównywalnych danych szacujemy, że zarząd zakłada ok +15% dynamikę EBITDA w 2H'25.
- Spółka zakłada pozytywny efekt aktywa podatkowego na +15 mln PLN w 2025 (vs +36 mln PLN w 2024).
- CAPEX ma wynieść 329 mln PLN (47 mln PLN przesunięcia z 2024 roku, 60 mln PLN projekty rozwojowe, głównie w SSA). Najwyższy CAPEX ma dotyczyć SSA (100 mln PLN – głównie jeszcze doinwestowanie zakładu w Żłotowie) oraz SWW (także 100 mln PLN – gł. inwestycje odtworzeniowe, 107% amortyzacji za 2024). Relatywnie spore nakłady (80 mln PLN) przewidziane są także w SOG, ale dotyczą one głównie spiętrzenia modernizacji starych linii (w latach 2020-24 CAPEX wynosił średnio 18 mln PLN/rok, co odpowiadało 54% amortyzacji).
- Prognozowany przez zarząd dług netto na koniec 2025 roku to 1,54 mld PLN (założono wypłatę 85% zysku za 2024 w formie dywidendy – 455 mln PLN, przy 100% byłoby to 80 mln PLN więcej).
- Założono w prognozach USD/PLN=3,88, EUR/PLN=4,26, Aluminium =2 500 USD/t, PKB w PL: +3,8% w 2025, PKB w strefie euro: +1,4% w 2025, inflacja w PL: +5,2% w 2025.

Prognozy wyników wg segmentów kwartalnie [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24W	1Q'25P	2Q'25P	3Q'25P	4Q'25P
Przychody	1 500,1	1 648,5	1 507,7	1 274,6	1 373,0	1 338,4	1 312,1	1 195,2	1 239,6	1 300,7	1 355,4	1 244,3	1 419,0	1 533,7	1 621,9	1 356,9
SOG	404,3	398,7	393,3	320,4	349,2	293,7	287,0	276,3	305,7	296,9	297,8	292,9	320,9	311,7	312,7	307,5
SWW	641,7	726,1	610,5	473,1	594,4	566,9	501,3	445,3	471,5	521,0	510,9	424,1	490,9	521,8	562,7	416,4
SSA	585,1	691,0	594,3	569,2	560,1	591,5	639,6	580,9	561,8	607,0	677,6	639,0	443,1	460,4	497,8	482,6
SOP	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	240,3	326,9	348,2	228,2
inne	4,9	5,3	5,3	5,4	5,9	5,6	5,9	6,7	6,6	6,8	6,5	6,8	6,7	6,9	6,7	6,9
wyłączenia	-135,9	-172,6	-95,7	-93,5	-136,5	-119,4	-121,6	-114,0	-106,0	-131,0	-137,5	-111,7	-82,8	-94,1	-106,2	-84,6
EBITDA	267,9	350,3	253,0	160,2	200,6	240,1	257,4	170,0	222,5	255,8	252,8	178,9	231,5	270,8	290,4	198,5
SOG	102,1	98,0	88,2	41,7	62,4	49,1	54,7	24,1	63,8	65,3	66,8	43,9	65,8	66,0	67,7	46,1
SWW	81,9	124,4	74,7	47,8	76,0	87,4	70,7	64,2	50,7	69,5	53,9	35,7	43,9	58,6	67,1	45,4
SSA	98,4	129,7	78,9	71,2	77,6	109,1	133,3	91,2	111,2	133,9	142,6	102,0	86,6	100,4	103,5	75,8
SOP	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	38,4	58,8	62,7	34,2
inne/korekty	-14,5	-1,8	11,2	-0,4	-15,4	-5,6	-1,3	-9,5	-3,3	-13,0	-10,4	-2,6	-3,2	-13,1	-10,6	-3,0
EBIT	229,2	309,6	211,7	114,7	156,8	195,2	212,9	122,5	174,2	205,4	199,1	119,3	171,1	209,8	228,6	136,8
saldo finansowe	-5,1	-12,0	-14,5	-34,6	-16,6	-18,9	-7,7	-22,1	-12,5	-15,6	-14,5	-28,4	-16,5	-16,3	-16,0	-34,8
Zysk brutto	224,2	297,5	197,2	80,1	140,2	176,3	205,2	100,4	161,7	189,9	184,5	90,9	154,6	193,5	212,6	102,0
Zysk netto	174,8	246,0	170,5	87,0	135,8	151,0	181,0	71,3	150,2	166,4	147,5	70,9	125,1	156,5	179,5	89,9
CFO	84,7	57,6	208,4	383,5	297,5	254,7	327,1	268,9	206,7	219,9	81,8	194,7	136,9	251,7	274,3	195,6
Dług netto	813,3	931,4	1 015,5	1 056,3	876,7	697,7	653,3	931,1	826,8	695,2	1 273,7	1 520,6	1 432,0	1 271,8	1 330,9	1 528,1
Marża EBITDA	17,9%	21,2%	16,8%	12,6%	14,6%	17,9%	19,6%	14,2%	17,9%	19,7%	18,7%	14,4%	16,3%	17,7%	17,9%	14,6%
SOG	25,3%	24,6%	22,4%	13,0%	17,9%	16,7%	19,1%	8,7%	20,9%	22,0%	22,4%	15,0%	20,5%	21,2%	21,6%	15,0%
SWW	12,8%	17,1%	12,2%	10,1%	12,8%	15,4%	14,1%	14,4%	10,8%	13,3%	10,5%	8,4%	8,9%	11,2%	11,9%	10,9%
SSA	16,8%	18,8%	13,3%	12,5%	13,9%	18,5%	20,8%	15,7%	19,8%	22,1%	21,0%	16,0%	19,5%	21,8%	20,8%	15,7%
SOP	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	16,0%	18,0%	18,0%	15,0%
Marża EBIT	15,3%	18,8%	14,0%	9,0%	11,4%	14,6%	16,2%	10,2%	14,1%	15,8%	14,7%	9,6%	12,1%	13,7%	14,1%	10,1%
Marża netto	11,7%	14,9%	11,3%	6,8%	9,9%	11,3%	13,8%	6,0%	12,1%	12,8%	10,9%	5,7%	8,8%	10,2%	11,1%	6,6%

Źródło: BDM S.A., spółka

- Zakładany przez zarząd na 2025 rok poziom EBITDA to 990 mln PLN.
- W naszych założeniach przyjmujemy, że w 2025 EBITDA sięgnie 991 mln PLN. Zakładamy 246 mln PLN wyniku w SOG (vs 240 mln PLN w 2024), 215 mln PLN w SWW (vs 210 mln PLN w 2024, wyniki zdecydowanie niższe niż w okresie 2021-23, kiedy EBITDA wynosiła średnio ok 300 mln PLN), 366 mln PLN w „nowym” SSA (vs 357 mln PLN w 2024, ujmując wydzielenie SOP) oraz 194 mln PLN w SOP (vs 134 mln PLN w 2024, efekt głównie na konsolidacji w całym roku Selt, który wyniki generuje głównie w 1-3Q i w 2024 miał minimalny wkład do wyniku rocznego grupy).
- Spodziewamy się w 1Q'25 i 2Q'25 dynamika EBITDA będzie dodatnia, ale tylko dzięki konsolidacji Selt, Zakładamy, że SWW do połowy roku będzie miał ujemną dynamikę EBITDA, natomiast baza na 2H'25 jest już relatywnie niska i mało wymagająca.
- Obecny konsensus na poziomie EBITDA na 2025 rok wynosi nieco ponad 1,0 mld PLN, ale może on uwzględniać jeszcze część prognoz sprzed publikacji wstępnych wyników spółki za 4Q'24 i prognoz na 2025 rok.
- Na 2026 rok jesteśmy z prognozą w pobliżu obecnego konsensusu, natomiast większy potencjał wynikowy dostrzegamy w 2027 roku (konsensus Bloomberg zakłada wtedy ujemną dynamikę wyników, ale może on nie być do końca miarodajny).
- Spodziewamy się, że nową strategię zarząd będzie prezentował przy okazji prezentacji wyników za 1Q'25 (kwiecień/maj). Jeśli zachowany zostanie pięcioletni cykl to strategia powinna kończyć się w 2029 roku - przyjmujemy wtedy cel 1,36 mld PLN EBITDA, jeśli natomiast strategii przyjmie formułę „2030” to celem naszym zdaniem powinno być przekroczenie 1,4 mld PLN EBITDA. Przyjmujemy, że główną kontrybucję do wzrost EBITDA wygeneruje SSA/SOP, gdzie dostrzegamy obecnie największe możliwości skalowania biznesu (zarówno w oparciu o wzrost organiczny jak i transakcje M&A zarówno w zakresie produkcji jak i dystrybucji na rynkach eksportowych).

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

	2024		zmiana	2025		zmiana	zarząd 2025		2026		zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie				poprzednio	aktualnie	
Przychody	5 921,1	5 140,0	-13,2%	6 330,3	5 931,6	-6,3%	5 612,0	5,7%	6 518,0	6 448,7	-1,1%
EBITDA	902,6	910,0	0,8%	968,3	991,8	2,4%	990,0	0,2%	985,0	1 100,9	11,8%
EBIT	713,7	698,0	-2,2%	779,0	746,9	-4,1%	744,0	0,4%	796,0	844,4	6,1%
Wynik netto	516,1	535,0	3,7%	572,7	551,5	-3,7%	541,0	1,9%	593,0	615,4	3,8%
Dług netto	1 238,3	1 520,6	22,8%	1 210,7	1 528,1	26,2%	1 540,0	-0,8%	1 155,0	1 539,9	33,3%
Marża EBITDA	15,2%	17,7%		15,3%	16,7%		17,6%		15,1%	17,1%	
Marża EBIT	12,1%	13,6%		12,3%	12,6%		13,3%		12,2%	13,1%	
Marża zysku netto	8,7%	10,4%		9,0%	9,3%		9,6%		9,1%	9,5%	

Źródło: BDM S.A., *z 28/03/2023

Konsensus rynkowy vs prognozy BDM [mln PLN]

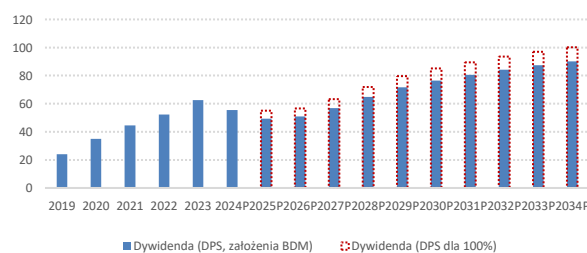
	2025		odchylenie	2026		odchylenie	2027		odchylenie
	konsensus	BDM		konsensus	BDM		konsensus	BDM	
Przychody	5 824,8	5 931,6	1,8%	6 189,2	6 448,7	4,2%	6 478,5	6 936,9	7,1%
EBITDA	1 011,0	991,8	-1,9%	1 094,5	1 100,9	0,6%	1 060,0	1 203,7	13,6%
EBIT	791,8	746,9	-5,7%	846,4	844,4	-0,2%	830,5	942,2	13,4%
Wynik netto	580,8	551,5	-5,0%	643,7	615,4	-4,4%	625,5	700,6	12,0%
Dług netto	1 466,5	1 528,1	4,2%	1 410,0	1 539,9	9,2%	1 399,5	1 501,7	7,3%
Marża EBITDA	17,4%	16,7%		17,7%	17,1%		16,4%	17,4%	
Marża EBIT	13,6%	12,6%		13,7%	13,1%		12,8%	13,6%	
Marża zysku netto	10,0%	9,3%		10,4%	9,5%		9,7%	10,1%	

Źródło: BDM S.A., Bloomberg (konsensus)

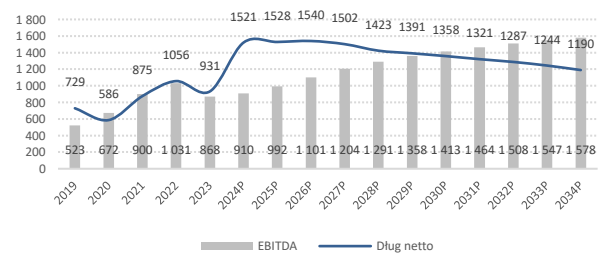
Prognozowane wyniki roczne wg segmentów [mln PLN]

	2020	2021	2022	2023	2024W	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody	3 549	4 598	5 931	5 219	5 140	5 932	6 449	6 937	7 295	7 602	7 904	8 175	8 424	8 675	8 827
SOG	938	1 170	1 517	1 206	1 193	1 253	1 315	1 381	1 450	1 523	1 584	1 647	1 697	1 739	1 774
SWW	1 280	1 818	2 451	2 108	1 927	1 992	2 110	2 189	2 225	2 275	2 334	2 385	2 445	2 502	2 525
SSA	1 605	1 995	2 440	2 372	2 485	1 884	2 083	2 273	2 406	2 504	2 603	2 685	2 761	2 847	2 896
SOP	---	---	---	---	---	1 144	1 291	1 445	1 560	1 644	1 728	1 800	1 865	1 936	1 980
inne	17	20	21	24	27	27	28	28	29	29	30	31	31	32	33
wylączenia	-292	-406	-498	-492	-493	-368	-378	-379	-375	-373	-374	-373	-375	-382	-381
EBITDA	672	900	1 031	868	910	992	1 101	1 204	1 291	1 358	1 413	1 464	1 508	1 547	1 578
SOG	229	288	330	190	240	246	258	271	284	299	310	323	333	341	348
SWW	172	286	329	298	210	215	244	264	284	294	303	313	323	326	332
SSA	283	349	378	411	490	366	404	440	466	485	504	520	534	550	559
SOP	---	---	---	---	---	194	225	259	287	311	327	340	352	365	373
inne/korekty	-12	-24	-6	-32	-29	-29	-30	-30	-31	-32	-32	-33	-33	-34	-35
EBIT	526	746	865	687	698	747	844	942	1 027	1 090	1 142	1 190	1 231	1 268	1 296
saldo finansowe	-21	-13	-66	-65	-71	-84	-84	-76	-68	-67	-66	-65	-64	-63	-62
Zysk brutto	505	733	799	622	627	663	761	866	959	1 024	1 076	1 125	1 167	1 205	1 234
Zysk netto	430	595	678	539	535	552	615	701	776	828	870	910	945	975	999
CFO	637	369	734	1 148	703	859	874	957	1 054	1 108	1 152	1 193	1 232	1 259	1 307
Dług netto	586	875	1 056	931	1 521	1 528	1 540	1 502	1 423	1 391	1 358	1 321	1 287	1 244	1 190
Marża EBITDA	18,9%	19,6%	17,4%	16,6%	17,7%	16,7%	17,1%	17,4%	17,7%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	17,8%	17,9%
SOG	24,4%	24,6%	21,8%	15,8%	20,1%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%
SWW	13,4%	15,7%	13,4%	14,1%	10,9%	10,8%	11,6%	12,1%	12,8%	12,9%	13,0%	13,1%	13,2%	13,0%	13,2%
SSA	17,7%	17,5%	15,5%	17,3%	19,7%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,3%	19,3%
SOP	---	---	---	---	---	17,0%	17,4%	17,9%	18,4%	18,9%	18,9%	18,9%	18,9%	18,9%	18,9%
Marża EBIT	14,8%	16,2%	14,6%	13,2%	13,6%	12,6%	13,1%	13,6%	14,1%	14,3%	14,4%	14,6%	14,6%	14,6%	14,7%
Marża netto	12,1%	12,9%	11,4%	10,3%	10,4%	9,3%	9,5%	10,1%	10,6%	10,9%	11,0%	11,1%	11,2%	11,2%	11,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dywidenda [PLN/akcję]


Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA i dług netto [mln PLN]


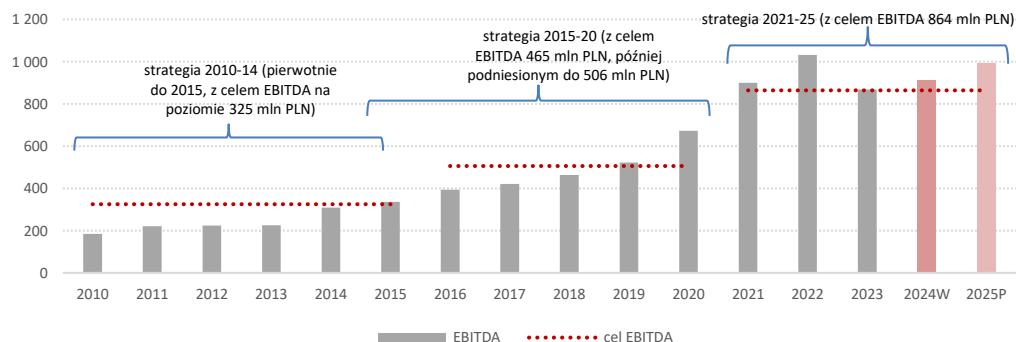
Źródło: BDM S.A., spółka

STRATEGIA

Obecne cele strategiczne do 2025

- Dobiegająca końca strategia na lata 2021-25 została przedstawiona w grudniu 2020 roku. Strategia została zaktualizowana jeden raz – w lipcu 2021 roku. W związku z szybszym niż zakładano pierwotnie rozwojem nowych rynków zwiększono wtedy planowany CAPEX w SWW (budowa nowej hali i zakup dodatkowej prasy w Polsce oraz rozbudowa mocy w Słowenii) i SSA (budowa nowej hali dla Aluprofu). W wyniku planowanego zwiększenia mocy podwyższono wtedy też m.in. cel EBITDA na 2025 do 864 mln PLN z pierwotnie planowanych 787 mln PLN.
- Cel EBITDA'25 był przekraczany w każdym roku obowiązywania strategii. W pierwszych dwóch latach pomógł m.in. „nadmiarowy” popyt po-covidowy oraz bardzo mocne wyniki w SOG. W 2023 roku spółka pokazała jednak, że była w stanie poradzić sobie także w trudnym otoczeniu makro (gwałtowny wzrost cen energii, wojna w Ukrainie).
- W 2024 roku spółka ukończyła dwa kluczowe programy inwestycyjne w SWW i SSA. W SWW już w połowie 2023 uruchomiono prasę o mocy 10 tys ton rocznie oraz a w połowie 2024 kolejną o mocy 15 tys ton. Natomiast w SSA oddano do użytku nowy zakład w Złotowie (projekt Aluprof BIS).
- Na CAPEX w latach 2021-24 przeznaczono 1,10 mld PLN plus na akwizycję Selt 0,42 mld PLN. Plan na 2025 to 307 mln PLN. Łącznie będzie to oznaczać wydatki na poziomie ok 1,83 mld PLN w ciągu całego cyklu, z czego duża część tych inwestycji nie miała jeszcze przełożenie na wyniki ze względu na finalizację dopiero w ostatnich kwartałach (zarówno oddanie nowych mocy jak i akwizycja).
- Polityka dywidendowa ze strategii do 2025 roku zakładała przeznaczenie 60-100% skonsolidowanego zysku netto na dywidendę (przy relacji dług netto/EBITDA na koniec poprzedniego roku obrotowego na maksymalnym poziomie 2,0x). W latach 2021-24 spółka wypłaciła 93% skonsolidowanego zysku w formie dywidendy. Dług netto/EBITDA na koniec 2024 roku będzie wynosił ok. 1,7x.

EBITDA rocznie w cyklach strategicznych [mln PLN]



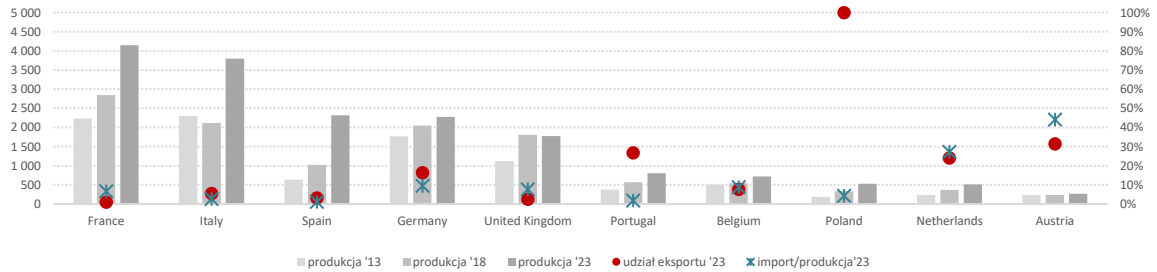
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Prace nad nową strategią, potencjalne kierunki rozwoju

- Wiosną 2024 roku spółka rozpoczęła prace nad nową strategią. Według założeń spółki miała być ona ogłoszona w 4Q'24, ale zapowiedziana w grudniu zmiana na stanowisku prezesa przesunęła plany publikacji na 1H'25 (prawdopodobnie po wynikach 1Q'25).
- Nowy prezes, Roman Przybylski, uczestniczył już w pracach nad nową strategią uczestniczy od początku 2024 roku (jako członek zarządu). Wcześniej przez lata związany był z grupą Nowy Styl. Był m.in. współodpowiedzialny za procesy akwizycyjne (międzynarodowe). Grupa Nowy Styl mocno urosła na rynkach zagranicznych do 2019 roku, kolejne lata były jednak już słabsze – częściowo efekt pandemii i zastój na rynku biurowym, gdzie kierowana jest duża część oferty spółki.
- Spodziewamy się, że w nowej strategii Kęty mogą mocniej niż dotychczas akcentować konieczność rozwoju poprzez akwizycje. Jak sygnalizował już na konferencjach wynikowych zarząd, obecny model wzrostu poprzez dokładanie nowych, własnych mocy produkcyjnych może nie zapewniać już możliwości takiej dynamiki wzrostu jak w ostatnich latach (wyższa baza wynikowa wymaga większych jednostkowo inwestycji). Zakładamy, że jeśli będzie dochodzić do akwizycji to raczej w obszarze rozwoju dotychczasowych biznesów i poszukiwania synergii (np. w ramach SSA czy na linii SSA-SWW, w co wpisuje się modelowo przejęcie spółki Selt), niż w kierunku budowy zupełnie nowych obszarów działalności.
- Spodziewamy się, że oś strategii może stanowić rozwój na rynkach zagranicznych, a centrum wzrostu może stanowić obszar segmentu SSA (nadal niski udział spółki w rynku europejskim). Zakładamy, że w obszarze SOG mocno podkreślony może być trend zmiany formy opakowań w branży spożywczej (obecne są już szeroko jednorodne laminaty, pytanie jak szeroko będzie konwersja na wysokobarierowe opakowania

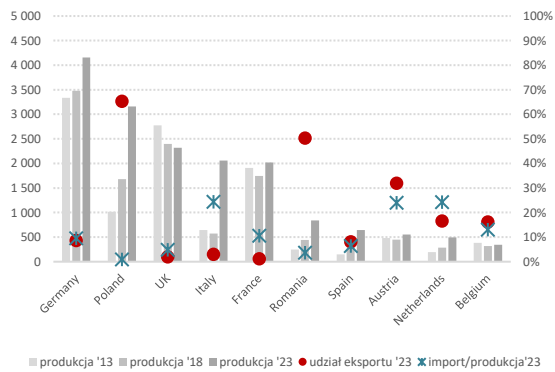
papierowe i czy Kęty będą chciały się pozycjonować w tym kierunku). Najbardziej „konserwatywnie” może w naszej opinii być potraktowany segment SWW, gdzie spółka ostatnio rozbudowała moce. Obecny „timing” w europejskim przemyśle może nie skłaniać do kreślenia odważnych scenariuszy rozwoju, oczekujemy raczej nacisku na wzrost wewnętrznego wykorzystania profili (SWW -> SSA/SOP).

Wartość produkcji stolarki aluminiowej w UE+UK w 2023 [mln EUR]



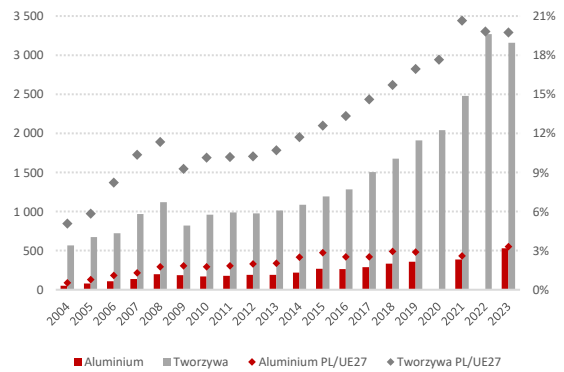
Źródło: BDM S.A., Eurostat, Niemcy-dane za 2020, UK – dane za 2019

Wartość produkcji stolarki z tworzyw sztucznych w UE+UK w 2023 [mln EUR]



Źródło: BDM S.A., Eurostat, UK – dane za 2019

Wartość produkcji stolarki aluminiowej i tworzywowej w Polsce [mln EUR]



Źródło: BDM S.A., Eurostat, UK – dane za 2019

DANE FINANSOWE

	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Bilans [mln PLN]												
Aktywa trwałe	2 097	2 576	2 591	2 625	2 645	2 650	2 694	2 731	2 772	2 818	2 850	2 890
Wartości niematerialne i prawne	107	180	186	192	199	206	213	220	227	234	241	247
Rzeczowe aktywa trwałe	1 914	2 279	2 336	2 385	2 413	2 425	2 469	2 506	2 540	2 580	2 604	2 638
Nieruchomości inwestycyjne	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Pozostałe aktywa trwałe	73	113	66	45	30	16	9	1	1	1	1	1
Aktywa obrotowe	1 558	1 605	1 700	1 852	2 010	2 160	2 255	2 355	2 447	2 533	2 643	2 716
Zapasy	745	815	850	942	1 019	1 066	1 111	1 161	1 203	1 246	1 303	1 325
Należności krótkoterminowe	716	757	824	896	963	1 013	1 056	1 098	1 135	1 170	1 205	1 226
Inwestycje krótkoterminowe	98	33	26	14	27	81	88	96	108	117	135	165
- w tym środki pieniężne*	89	25	17	6	19	72	79	88	100	108	127	156
Pozostałe aktywa obrotowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktywa razem	3 655	4 182	4 291	4 477	4 655	4 810	4 949	5 086	5 219	5 351	5 492	5 606
Kapitał (fundusz) własny	1 890	1 886	1 956	2 075	2 221	2 367	2 497	2 622	2 748	2 874	2 999	3 120
Kapitał mniejszości	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	10
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 765	2 295	2 333	2 399	2 429	2 439	2 446	2 457	2 463	2 468	2 484	2 476
Rezerwy na zobowiązania	106	106	106	106	106	106	106	106	106	106	106	106
Zobowiązania długoterminowe	532	1 057	1 057	1 057	1 032	1 007	982	957	932	907	882	857
- w tym zobowiązania oprocentowane	505	1 030	1 030	1 030	1 005	980	955	930	905	880	855	830
Zobowiązania krótkoterminowe	1 089	1 093	1 132	1 198	1 253	1 288	1 320	1 356	1 386	1 417	1 458	1 474
- w tym zobowiązania oprocentowane	515	515	515	515	515	515	515	515	515	515	515	515
Pasywa razem	3 655	4 182	4 291	4 477	4 655	4 810	4 949	5 086	5 219	5 351	5 492	5 606
<i>*łącznie z lokatami</i>												
Rachunek zysków i strat [mln PLN]												
Przychody netto ze sprzedaży	5 219	5 140	5 932	6 449	6 937	7 295	7 602	7 904	8 175	8 424	8 675	8 827
EBITDA	868	910	992	1 101	1 204	1 291	1 358	1 413	1 464	1 508	1 547	1 578
EBIT	687	698	747	844	942	1 027	1 090	1 142	1 190	1 231	1 268	1 296
Saldo działalności finansowej	-65	-71	-84	-84	-76	-68	-67	-66	-65	-64	-63	-62
Zysk (strata) brutto	622	627	663	761	866	959	1 024	1 076	1 125	1 167	1 205	1 234
Zysk (strata) netto mniejszości	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Zysk (strata) netto**	539	535	552	615	701	776	828	870	910	945	975	999
<i>**dla akcjonariuszy jedn. dominującej</i>												
CF [mln PLN]												
Przepływy z działalności operacyjnej	1 148	703	859	874	957	1 054	1 108	1 152	1 193	1 232	1 259	1 307
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-314	-682	-307	-312	-296	-284	-318	-314	-314	-322	-309	-320
Przepływy z działalności finansowej	-884	-86	-559	-574	-648	-716	-783	-829	-866	-901	-931	-957
Przepływy pieniężne netto	-50	-65	-7	-12	13	54	7	8	12	9	18	29
Środki pieniężne na początek okresu	139	89	25	17	6	19	72	79	88	100	108	127
Środki pieniężne na koniec okresu	89	25	17	6	19	72	79	88	100	108	127	156
Wskaźniki												
Przychody zmiana r/r	-12%	-2%	15%	9%	8%	5%	4%	4%	3%	3%	3%	2%
EBITDA zmiana r/r	-16%	5%	9%	11%	9%	7%	5%	4%	4%	3%	3%	2%
Zysk netto zmiana r/r	-21%	-1%	3%	12%	14%	11%	7%	5%	5%	4%	3%	2%
Marża EBITDA	16,6%	17,7%	16,7%	17,1%	17,4%	17,7%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	17,8%	17,9%
Marża EBIT	13,2%	13,6%	12,6%	13,1%	13,6%	14,1%	14,3%	14,4%	14,6%	14,6%	14,6%	14,7%
Marża netto	10,3%	10,4%	9,3%	9,5%	10,1%	10,6%	10,9%	11,0%	11,1%	11,2%	11,2%	11,3%
ROE	28,5%	28,4%	28,2%	29,7%	31,5%	32,8%	33,2%	33,2%	33,1%	32,9%	32,5%	32,0%
ROA	14,7%	12,8%	12,9%	13,7%	15,1%	16,1%	16,7%	17,1%	17,4%	17,7%	17,8%	17,8%
Dług	1 020	1 545	1 545	1 545	1 520	1 495	1 470	1 445	1 420	1 395	1 370	1 345
D / (D+E)	35,1%	45,0%	44,1%	42,7%	40,6%	38,7%	37,1%	35,5%	34,1%	32,7%	31,4%	30,1%
D / E	54,0%	82,0%	79,0%	74,5%	68,4%	63,2%	58,9%	55,1%	51,7%	48,6%	45,7%	43,1%
Dług / kapitał własny	54,0%	82,0%	79,0%	74,5%	68,4%	63,2%	58,9%	55,1%	51,7%	48,6%	45,7%	43,1%
Dług netto	931	1 521	1 528	1 540	1 502	1 423	1 391	1 358	1 321	1 287	1 244	1 190
Dług netto / kapitał własny	492,66	806,46	781,41	742,24	676,00	601,32	557,19	517,88	480,52	447,86	414,74	381,25
Dług netto / EBITDA	1,1	1,7	1,5	1,4	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8
EV	7 517	8 165	8 172	8 184	8 146	8 067	8 035	8 002	7 965	7 931	7 888	7 834
Dług / EV	13,6%	18,9%	18,9%	18,9%	18,7%	18,5%	18,3%	18,1%	17,8%	17,6%	17,4%	17,2%
CAPEX / Przychody	6,1%	5,0%	5,2%	4,8%	4,3%	3,9%	4,2%	4,0%	3,9%	3,8%	3,6%	3,6%
CAPEX / Amortyzacja	174,9%	121,2%	125,4%	121,6%	113,3%	107,3%	119,1%	116,2%	115,1%	116,7%	111,2%	114,4%
Zmiana KO / Przychody	-7,3%	2,1%	1,2%	1,6%	1,4%	0,9%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	53,8%	135,1%	9,0%	19,9%	19,2%	18,5%	18,9%	19,5%	19,2%	19,7%	21,3%	19,0%
P/E*	12,2	12,4	12,0	10,8	9,5	8,6	8,0	7,6	7,3	7,0	6,8	6,7
P/BV*	3,5	3,5	3,4	3,2	3,0	2,8	2,7	2,5	2,4	2,3	2,2	2,1
EV/EBITDA*	8,7	9,0	8,2	7,4	6,8	6,2	5,9	5,7	5,4	5,3	5,1	5,0
EV/EBIT*	10,9	11,7	10,9	9,7	8,6	7,9	7,4	7,0	6,7	6,4	6,2	6,0
EV/S*	1,4	1,6	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
DPS	62,5	55,4	49,5	51,0	56,9	64,8	71,7	76,6	80,5	84,1	87,3	90,1
Payout ratio	88,9%	100,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 682,5 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

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

Krzysztof Pado

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

Krzysztof Tkocz

Analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 38
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
[gry komputerowe](#)

Anna Tobiasz

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

Andrzej Wodecki

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

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

Piotr Dededjus

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Piotr Komorowski

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

Tomasz Grzeszczyk

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
akumuluj	746,3	akumuluj	569,3	02.01.2025	08:15 CEST	682,5	79 577
akumuluj	569,3	Wznowienie	---	28.03.2023	11:45 CEST	533,0	57 125
trzymaj	340,9	akumuluj	355,8	09.08.2019	12:02 CEST	328,5	56 813
akumuluj	355,8	trzymaj	334,3	02.04.2019	13:42 CEST	330,0	61 045
trzymaj	334,3	akumuluj	343,8	07.01.2019	15:11 CEST	335,0	58 616
akumuluj	343,8	redukuj	340,5 (w tym DPS = 23,9 PLN)	21.11.2018	13:25 CEST	319,5	56 129
redukuj	340,5 (w tym DPS = 23,9 PLN)	trzymaj	438,9 (w tym DPS = 30,0 PLN)	17.05.2018	15:02 CEST	365,0	59 600
trzymaj	438,9 (w tym DPS = 30,0 PLN)	akumuluj	344,6 (w tym DPS = 18,0 PLN)	19.06.2017	11:45 CEST	437,7	61 060
akumuluj	344,6 (w tym DPS = 18,0 PLN)	akumuluj	310,6	02.06.2016		313,0	44 638
akumuluj	310,6	trzymaj	305,0	11.02.2016		280,1	43 859
trzymaj	305,0	trzymaj	193,9	17.08.2015		325,0	52 500
trzymaj	193,9	akumuluj	187,5	08.11.2013		197,4	53 317
akumuluj	187,5	akumuluj	162,8	20.08.2013		170,3	49 334
akumuluj	162,8	trzymaj	127,7	08.03.2013		141,0	46 939
trzymaj	127,7	akumuluj	131,9	17.08.2012		117,0	42 126
akumuluj	131,9	trzymaj	107,6	11.04.2012		117,0	40 302
trzymaj	107,6	redukuj	112,2	04.11.2011		101,5	41 560
redukuj	112,2	trzymaj	118,3	15.07.2011		122,0	47 699
trzymaj	118,3	redukuj	103,2	05.11.2010		119,7	47 040
redukuj	103,2	akumuluj	118,7	16.02.2010		117,5	38 760
akumuluj	118,7	kupuj	103,4	09.11.2009		107,5	39 277
kupuj	103,4	redukuj	52,6	18.08.2009		86,0	35 000
redukuj	52,6	-	-	27.02.2009		58,9	22 160

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

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).

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 (zasieg 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.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'25*:			, 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	2	100%	0	0%
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 dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

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

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2025-01-02

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-01-02 (08:15 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-01-09 (00:01 CEST).

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

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

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

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahanom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura 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 wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

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

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

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

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Na dzień 2025-01-02:

- BDM oświadcza i zapewnia, że nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane
- Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych *
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

*BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki KĘTY

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.