



Dom Maklerski BDM S.A.

## SELENA FM

### RAPORT ANALITYCZNY

Po dobrym 1Q'22 dynamika wyników spółki w kolejnym kwartale nieco wyhamowała. Spółka zaczęła odczuwać presję na wolumeny sprzedaży, jednak podwyżki cen niwelują ten efekt na poziomie przychodów. Outlook zarządu na 2H'22 jest ostrożny, jednak zakłada, że wyniki spółki nie ulegną pogorszeniu r/r. Spodziewamy się, że spółka może zacząć korzystać na spadku presji surowcowej, a jej wrażliwość na koszty energii jest relatywnie niewielka. Jednocześnie Selena FM nadal ma znaczącą pozycję sprzedażową na rynku rosyjskim, co rodzi trudne do skwantyfikowania ryzyka (istotne zredukowanie ekspozycji na ten obszar w przyszłości postrzegamy jako potencjalny upside dla naszej wyceny). Spółka wyceniana jest wg naszych prognoz na EV/EBITDA'22=4,3x (4,0x po skorygowaniu o pożyczki dla głównego akcjonariusza). Są to poziomy nieco poniżej średniej za ostatnie 5 lat. Cenę docelową wyznaczamy na poziomie 22,0 PLN, co implikuje zalecenie Akumuluj (poprzednio Kupuj z ceną docelową 30,0 PLN).

Przychody za 2Q'22 były wyższe od naszych oczekiwań, jednocześnie spółka odnotowała dość niską marżę brutto ze sprzedaży. EBITDA była niewiele niższa od naszych prognoz. Wynik netto został wsparty przez dodatnie różnice kursowe. Dobre wyniki odnotowano w segmencie Europa Wschodnia i Azja. Mocny, pozytywny trend utrzymał obszar Ameryki Płn. i Płd. Słabo wyglądał rynek polski z jedynie 3% wzrostem sprzedaży. Zwraca także uwagę znaczący spadek rentowności EBITDA w segmencie UE (przy dobrej sprzedaży na pozostałych rynkach UE). Dług netto jest na najwyższym poziomie w historii spółki (257 mln PLN, z czego 58 mln PLN finansuje pożyczki do podmiotów powiązanych z głównym akcjonariuszem). Spodziewamy się sezonowego spadku zapotrzebowania na kapitał obrotowy w 2H'22.

W wywiadzie pod koniec września prezes Seleny FM potwierdził, że obserwuje spadek popytu (ekspozycja na rynek budownictwa kubaturowego) oraz presję na wolumeny i marżę w 2H'22, ale w 3Q'22 nie ma załamania. Prezes spodziewa się, że wyniki nie będą gorsze r/r. Spółka chce zwiększać swoją obecność na rynkach zachodnich (m.in. w USA) oraz walczyć o udziały rynkowe w Polsce. Działania te oceniamy jako pochodną konieczności zagospodarowania mocy produkcyjnych (w Polsce czy w Azji) wcześniej przeznaczonych na rynek rosyjski. Sprzedaż spółek zależnych z obszaru „Europa Wschodnia” (Rosja i Ukraina) w 1H'22 wyniosła 115 mln PLN (podobnie jak rok wcześniej). Nadal spora (choć malejąca) ekspozycja na rynek rosyjski rodzi w naszej ocenie trudne do skwantyfikowania ryzyka (np. ograniczenia w transferowaniu środków w ramach grupy kapitałowej). Zwracamy uwagę, że w Rosji nadal obecne jest główna europejska konkurencja spółki (przy czym np. Henkel zapowiedział dezinvestycje).

Bieżąca kapitalizacja Seleny FM to 442 mln PLN (419 mln PLN po odjęciu akcji własnych). Zadłużenie netto na koniec 2Q'22 wynosiło 257 mln PLN (199 mln PLN po skorygowaniu o pożyczki). EBITDA za ostatnie cztery kwartały wyniosła ok. 143 mln PLN. Spółka wyceniana jest więc na bieżącym wskaźniku skoryg. EV/EBITDA=4,3x. Poziom jest relatywnie niski, jednak dyskonto do średniej za ostatnie 5 lat nie jest w tym momencie istotne (4,7x dla uśrednionego rocznie długu netto skorygowanego o pożyczki).

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	1 326,5	1 384,7	1 728,4	1 917,9	1 918,0	1 964,8
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	397,5	468,1	479,7	568,0	563,4	580,5
Koszty SG&A [mln PLN]	324,9	342,8	396,3	463,5	466,4	477,8
Wynik na sprzedaży [mln PLN]	72,7	125,3	83,4	104,5	97,0	102,8
Saldo PPO/PKO [mln PLN]	-9,1	1,9	9,3	-10,0	-7,5	-7,5
EBITDA [mln PLN]	101,8	165,7	136,8	140,4	135,6	141,0
EBIT [mln PLN]	63,6	127,2	92,7	94,5	89,5	95,3
Wynik brutto [mln PLN]	56,9	95,3	88,4	95,7	79,2	82,3
Wynik netto [mln PLN]	39,5	76,2	102,7	77,2	63,1	65,5
P/BV*	1,0	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5
P/E*	11,2	5,8	4,1	5,4	6,6	6,4
EV/EBITDA*	5,1	2,9	4,1	4,3	3,8	3,4
EV/EBIT*	8,1	3,7	6,0	6,4	5,8	5,0

\*liczba akcji skorygowana o akcje własne

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

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

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

## AKUMULUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 22,0 PLN

5 PAŹDZIERNIK 2022, 14:45 CEST

Wycena DCF [PLN]	20,8
Wycena porównawcza [PLN]	27,2
Wycena końcowa [PLN]	22,0
Potencjał do wzrostu / spadku	14,0%
Koszt kapitału	14,5%
Cena rynkowa [PLN]	19,35
Kapitalizacja [mln PLN]	441,8
Ilość akcji [mln. szt.]	22,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	23,6
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	18,6
Stopa zwrotu za 3 mc	-15,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	-18,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	-19,4%
Struktura akcjonariatu:	
Domarecki Krzysztof	78,0%
Akcje własne	5,2%
Pozostali	16,8%

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
WYNIKI ZA OSTATNIE OKRESY .....	7
PROGNOZY NA 3Q'22 I KOLEJNE OKRESY .....	9
DANE FINANSOWE .....	13

**WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE**

Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
P/E	11,2	5,8	4,1	5,4	6,6	6,4	6,2
P/BV	1,0	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	5,1	2,9	4,1	4,3	3,8	3,4	3,1
EV/EBIT	8,1	3,7	6,0	6,4	5,8	5,0	4,5
EV/S	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
BVPS	20,1	22,9	27,8	31,3	33,4	35,7	38,0
EPS	1,7	3,3	4,7	3,6	2,9	3,0	3,1
DPS (w danym roku)	0,3	0,0	0,0	0,0	0,9	0,7	0,8
Payout ratio	26%	0%	0%	0%	25%	25%	25%

Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody</b>	<b>1 326</b>	<b>1 385</b>	<b>1 728</b>	<b>1 918</b>	<b>1 918</b>	<b>1 965</b>	<b>1 990</b>
Polska	468	499	605	638	629	644	650
UE pozostałe	370	386	499	573	583	604	613
Europa Wsch. i Azja	412	415	499	522	471	447	445
Ameryka Pn i Pld	76	85	126	185	235	269	282
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>398</b>	<b>468</b>	<b>480</b>	<b>568</b>	<b>563</b>	<b>581</b>	<b>588</b>
SG&A	325	343	396	464	466	478	484
PPO/PKO	-9	2	9	-10	-8	-8	-8
<b>EBITDA</b>	<b>102</b>	<b>166</b>	<b>137</b>	<b>140</b>	<b>136</b>	<b>141</b>	<b>142</b>
UE razem	175	248	214	208	208	215	215
Europa Wsch. i Azja	43	45	58	70	60	60	60
Ameryka Pn i Pld	7	6	7	29	34	40	42
Nieprzypisane	-123	-134	-142	-166	-167	-173	-175
EBIT	64	127	93	94	89	95	96
Zysk brutto	57	95	88	96	79	82	85
<b>Zysk netto</b>	<b>39</b>	<b>76</b>	<b>103</b>	<b>77</b>	<b>63</b>	<b>66</b>	<b>68</b>
<b>Dług netto</b>	<b>73</b>	<b>32</b>	<b>139</b>	<b>184</b>	<b>96</b>	<b>60</b>	<b>16</b>

Wskaźniki	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	8%	4%	25%	11%	0%	2%	1%
EBITDA zmiana r/r	27%	63%	-17%	3%	-3%	4%	1%
Zysk netto zmiana r/r	48%	93%	35%	-25%	-18%	4%	4%
Marża brutto na sprzedaży	30,0%	33,8%	27,8%	29,6%	29,4%	29,5%	29,5%
Marża EBITDA	7,7%	12,0%	7,9%	7,3%	7,1%	7,2%	7,1%
Marża netto	3,0%	5,5%	5,9%	4,0%	3,3%	3,3%	3,4%
ROE	8,6%	14,6%	17,1%	11,4%	8,7%	8,5%	8,3%
ROA	4,7%	8,2%	9,3%	6,4%	5,2%	5,3%	5,4%

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>324</b>	<b>373</b>	<b>368</b>	<b>364</b>	<b>365</b>	<b>367</b>	<b>369</b>
WNIp	52	49	39	37	35	34	33
Rzeczowe aktywa trwałe	236	243	261	256	257	257	257
Pozostałe aktywa trwałe	35	81	68	71	73	76	79
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>525</b>	<b>553</b>	<b>740</b>	<b>839</b>	<b>854</b>	<b>877</b>	<b>899</b>
Zapasy	150	193	280	355	351	350	345
Należności krótkoterminowe	281	293	364	412	425	435	441
Środki pieniężne	86	55	39	5	70	83	104
Pozostałe aktywa obrotowe	8	13	57	67	9	9	9
<b>Aktywa razem</b>	<b>849</b>	<b>926</b>	<b>1 109</b>	<b>1 203</b>	<b>1 220</b>	<b>1 244</b>	<b>1 268</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>458</b>	<b>523</b>	<b>601</b>	<b>678</b>	<b>722</b>	<b>772</b>	<b>823</b>
Udziały mniejszości	1	1	1	1	2	2	2
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>390</b>	<b>402</b>	<b>507</b>	<b>524</b>	<b>496</b>	<b>470</b>	<b>443</b>
Rezerwy na zobowiązania	14	36	30	30	30	30	30
Oprocentowane zobowiązania	159	87	178	189	166	142	120
Zobowiązania pozostałe	217	279	299	304	300	298	293
<b>Pasywa razem</b>	<b>849</b>	<b>926</b>	<b>1 109</b>	<b>1 203</b>	<b>1 220</b>	<b>1 244</b>	<b>1 268</b>
<b>Dług netto</b>	<b>73</b>	<b>32</b>	<b>139</b>	<b>184</b>	<b>96</b>	<b>60</b>	<b>16</b>
Dług netto / Kapitał własny	0,2	0,1	0,2	0,3	0,1	0,1	0,0
Dług netto / EBITDA	0,7	0,2	1,0	1,3	0,7	0,4	0,1

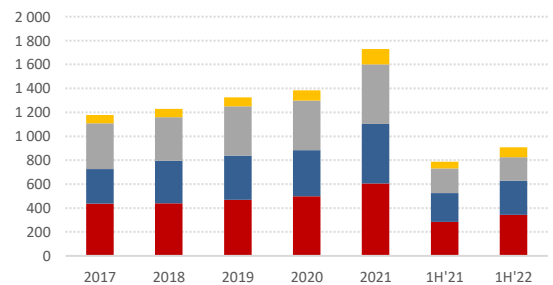
Rachunek przepływu [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
CFO	136	112	-30	13	106	108	114
CFI	-28	-73	-36	-46	14	-44	-45
CFF	-68	-70	49	-1	-55	-50	-48
- w tym dywidenda	7	0	0	0	19	16	16
Przepływy pieniężne netto	40	-31	-17	-34	64	13	21
CAPEX / Amortyzacja	69%	86%	74%	85%	97%	98%	98%

**SELENA FM**

<b>Rekomendacja</b>	<b>Akumuluj</b>	<b>www:</b>	<a href="http://www.selena.com/pl/">www.selena.com/pl/</a>
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>22,0</b>		
<b>Potencjał do wzrostu /</b>	<b>14,0%</b>	<b>daty najbliższych raportów:</b>	
Cena rynkowa [PLN]	19,4	3Q'22:	18 lis
Ilość akcji [mln. szt.]	22,8		
Kapitalizacja [mln PLN]	442		

Wyniki Q [mln PLN]	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22
<b>Przychody</b>	<b>349</b>	<b>438</b>	<b>493</b>	<b>448</b>	<b>422</b>	<b>499</b>
Polska	122	161	178	144	148	166
UE pozostałe	117	125	133	124	140	149
Europa Wsch. i Azja	83	123	146	147	93	138
Ameryka Pn i Pld	28	29	37	33	40	46
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>104</b>	<b>124</b>	<b>138</b>	<b>114</b>	<b>135</b>	<b>141</b>
SG&A	86	99	104	107	103	115
PPO/PKO	2	3	3	2	-6	0
<b>EBITDA</b>	<b>30</b>	<b>40</b>	<b>48</b>	<b>19</b>	<b>37</b>	<b>39</b>
UE razem	48	58	61	47	59	39
Europa Wsch. i Azja	8	18	15	17	8	30
Ameryka Pn i Pld	2	3	3	-1	5	7
Nieprzypisane	-28	-40	-31	-43	-36	-38
EBIT	20	28	37	8	26	27
Zysk brutto	22	28	38	1	29	31
<b>Zysk netto</b>	<b>17</b>	<b>22</b>	<b>31</b>	<b>32</b>	<b>25</b>	<b>23</b>
<b>Dług netto</b>	<b>50</b>	<b>97</b>	<b>145</b>	<b>139</b>	<b>176</b>	<b>257</b>

Wskaźniki	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22
Przychody zmiana r/r	23,6%	37,2%	13,8%	28,2%	20,6%	13,9%
EBITDA zmiana r/r	61,2%	-9,9%	-37,1%	-29,2%	21,6%	-1,7%
Zysk netto zmiana r/r	237,5%	-14,5%	-29,7%	4390,9	43,1%	4,9%
Marża brutto na sprzedaży	29,8%	28,4%	28,0%	25,4%	32,1%	28,3%
Marża EBITDA	8,7%	9,0%	9,7%	4,3%	8,7%	7,8%
Marża netto	5,0%	5,1%	6,3%	7,1%	5,9%	4,7%

**Przychody wg segmentów [mln PLN]**

**Czynniki ryzyka:**

- duża ekspozycja na rynkach Europy Wschodniej (głównie Rosji)
- ryzyko związane z sytuacją makroekonomiczną, koniunkturą w budownictwie i sezonowością przychodów;
- wysokie ceny surowców strategicznych: MDI i polioli oraz problemy z ich dostępnością;
- silna konkurencja (na rynkach, którym działa spółka istnieje konkurencja w postaci dużych, międzynarodowych firm oferujących szeroką gamę produktów);
- ryzyko związane z transakcjami M&A;
- ryzyko zmian kursów walutowych (ekspozycja głównie na EUR i waluty rynków EM)
- transakcje z podmiotami powiązanymi (w 2015 roku kupno obligacji podmiotu zależnego od gł. właściciela za 60 mln PLN- spłacone, a w 2020-2022 roku 58 mln PLN pożyczki);
- niski free float i płynność obrotu.

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Selena FM opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2022 – 2024 dała wartość 1 akcji na poziomie 27,2 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2022-2031 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 20,8 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 80% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 20% dla wyceny porównawczej (brak spółki bliskiej w 100% porównywalności do Seleny FM). Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników krajowych producentów materiałów budowlanych (waga 100% w wycenie porównawczej). Prezentujemy także wycenę według wskaźników zagranicznych producentów chemii budowlanej (ale jej waga w końcowej wycenie to obecnie 0%, m.in. ze względu na wyraźnie niższe poziomy rentowności EBITDA czy ROE dla Seleny FM vs podmioty zagraniczne). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 22,0 PLN.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
<b>Wycena DCF</b>	<b>80%</b>	20,8
<b>Wycena metodą porównawczą, w tym:</b>	<b>20%</b>	27,2
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	100	27,2
- wycena do zagranicznych producentów chemii budowlanej	0%	35,8
<b>Wycena 1 akcji Selena FM [PLN]</b>		<b>22,0</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (7,0%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta = 1,5 (poprzednio 1,0 – podnosimy ze względu na ryzyka związane z utrzymującą się ekspozycją na rynek rosyjski).

### Główne założenia modelu:

- W 2022 roku spodziewamy się skonsolidowanych przychodów grupy na poziomie 1,92 mld PLN. W kolejnych latach zakładamy wzrost do >2,0 mld PLN. W modelu zakładamy zmniejszenie ekspozycji na Rosję, ale nie całkowite i nagłe wycofanie się z tego rynku (przyjmujemy spadek sprzedaży w obszarze „Europa Wschodnia i Azja) o ok 70-80 mln PLN w latach 2022-24. Nie uwzględniamy ewentualnych zmian w zakresie produkcji w Chinach (możliwa relokacja zakładu lub w ekstremalnym scenariuszu jego zamknięcie) czy potencjalnych transakcji M&A.
- Koszty zużycia materiałów i energii stanowią około 2/3 kosztów rodzajowych. Z tego szacujemy, że większość stanowią „zmiennie” koszty surowców, oparte w mniejszym lub większym stopniu o ceny ropy (m.in. pochodne benzenu i propylenu). Marże spółka na przestrzeni lat były bardzo zmienne – najwyższe rentowności notowano w latach 2009, 2015-16 i 2020 (32-34%), kiedy ceny ropy ulegały dużym spadkom. Najniższe poziomy (27-28%) notowano natomiast w sytuacjach ich skokowego odbicia (2011-12, 2021).
- Nasze dalsze założenia w modelu są w tym zakresie raczej konserwatywne. Zakładamy, że rentowność brutto ze sprzedaży w kolejnych kwartałach będzie na poziomie ok 29-30% (spodziewamy się mniejszej presji ze strony surowców, jednocześnie spadające wolumeny i konieczność zagospodarowania sprzedaży wcześniej kierowanej do Rosji mogą negatywnie wpływać na możliwość korzystania z tego czynnika). Bazę dla cen surowców w długim terminie stanowi w naszym modelu krzywa terminowa cen ropy Brent.
- Estymujemy, że rentowność EBITDA wyniesie 7,3% w 2022 roku a w kolejnych latach będzie utrzymywać się w okolicy poziomu 7% (zakładamy przy tym z ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej na poziomie ok. -7,5 mln PLN w długim terminie). Przestrzeń do organicznej poprawy marży brutto ze sprzedaży istnieje m.in. dzięki lepszym recepturom produktów, wyższej efektywności procesów produkcyjnych czy poprawie wyników w zakładach produkcyjnych o niepełnym wykorzystaniu mocy
- Przyjmujemy CAPEX w horyzoncie szczegółowej prognozy na poziomie zbliżonym do amortyzacji (spółka ma obecnie nadal wolne moce produkcyjne, głównie w Europie). W modelu nie uwzględniamy ewentualnej budowy istotnej skali obszaru związanego inwestycjami w OZE (spółka zarysowała dotychczas jedynie ogólny plan w tym obszarze, w 2022 dokonano zakupu pierwszego projektu farmy PV oraz projektu biogazowni)
- Efektywną stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 20,0%.
- Wzrost FCFW w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1,0%.
- Dług netto przyjęto na poziomie z końca 2021 roku. W modelu uwzględniamy w 2023 roku spłatę pożyczek udzielonych głównemu akcjonariuszowi.
- Do obliczeń przyjęliśmy liczbę akcji skorygowaną o akcje własne (22,8 mln – 1,2 mln), a końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 5 października 2022 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 449,5 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 20,8 PLN.

**Model DCF**

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 917,9	1 918,0	1 964,8	1 989,9	2 014,5	2 031,3	2 049,0	2 067,0	2 084,1	2 103,4
EBIT [mln PLN]	94,5	89,5	95,3	96,3	97,4	97,7	98,1	98,5	98,8	99,3
Stopa podatkowa	19,1%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	18,0	17,9	19,1	19,3	19,5	19,5	19,6	19,7	19,8	19,9
NOPLAT [mln PLN]	76,4	71,6	76,2	77,0	77,9	78,2	78,5	78,8	79,0	79,4
Amortyzacja [mln PLN]	45,9	46,1	45,8	45,6	45,6	45,7	45,8	45,9	46,0	46,1
CAPEX [mln PLN]	-39,1	-44,6	-44,8	-44,9	-45,1	-45,2	-45,4	-45,5	-45,7	-45,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]*	-107,7	-10,2	-13,6	-7,5	-7,0	-5,0	-5,0	-5,3	-5,2	-5,1
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-10,2	58,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	74,7
FCF [mln PLN]	-34,6	121,2	63,6	70,3	71,4	73,7	73,9	73,9	74,1	25,3
DFCF [mln PLN]	-37,9	117,4	54,3	52,7	47,1	42,6	37,4	32,7	28,7	25,3
Suma DFCF [mln PLN]	400,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	556,3									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	188,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	588,5									
Dług netto 2021 [mln PLN]	138,9									
Udział mniejszości [mln PLN]	1,0									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>449,5</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	21,6									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>20,8</b>									

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

Przychody zmiana r/r	11,0%	0,0%	2,4%	1,3%	1,2%	0,8%	0,9%	0,9%	0,8%	0,9%
EBIT zmiana r/r	1,9%	-5,3%	6,5%	1,0%	1,1%	0,3%	0,4%	0,4%	0,3%	0,5%
FCF zmiana r/r	---	---	-47,5%	10,5%	1,7%	3,1%	0,3%	0,0%	0,3%	0,7%
Marża EBITDA	7,3%	7,1%	7,2%	7,1%	7,1%	7,1%	7,0%	7,0%	6,9%	6,9%
Marża EBIT	4,9%	4,7%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,7%	4,7%
Marża NOPLAT	4,0%	3,7%	3,9%	3,9%	3,9%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
CAPEX / Przychody	2,0%	2,3%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
CAPEX / Amortyzacja	85,0%	96,7%	97,8%	98,4%	98,7%	98,9%	99,1%	99,2%	99,3%	99,3%
Zmiana KO / Przychody	5,6%	0,5%	0,7%	0,4%	0,3%	0,2%	0,2%	0,3%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	56,8%	---	29,1%	29,7%	28,7%	29,6%	28,4%	29,5%	30,4%	26,3%

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

**Kalkulacja WACC**

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%
Udział kapitału własnego	77,7%	82,1%	87,2%	90,0%	91,9%	93,6%	95,3%	97,0%	98,5%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,9%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
Udział kapitału obcego	22,3%	17,9%	12,8%	10,0%	8,1%	6,4%	4,7%	3,0%	1,5%	0,0%
WACC	12,8%	13,1%	13,5%	13,7%	13,9%	14,0%	14,1%	14,3%	14,4%	14,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF**

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				Beta					
	0,00%	1,00%	2,00%		0,00%	1,00%	2,00%		1,4	1,5	1,6			
beta	1,2	22,8	23,7	24,8	Premia za ryzyko	3%	26,2	27,5	29,1	Premia za ryzyko	3%	28,4	27,5	26,7
	1,3	21,8	22,7	23,6		4%	22,8	23,7	24,8		4%	24,6	23,7	22,9
	1,4	20,9	21,7	22,6		5%	20,1	20,8	21,6		5%	21,7	20,8	19,9
	1,5	20,1	20,8	21,6		6%	17,9	18,4	19,0		6%	19,3	18,4	17,6
	1,6	19,3	19,9	20,6		7%	16,1	16,4	16,9		7%	17,3	16,4	15,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników krajowych producentów materiałów budowlanych (waga 100% w wycenie porównawczej). Dla celów porównawczych prezentujemy także hipotetyczną wycenę dla wskaźniki zagranicznych producentów chemii budowlanej (waga 0% w końcowej wycenie, m.in. ze względu na wyraźnie niższe poziomy rentowności EBITDA czy ROE dla Seleny FM vs podmioty zagraniczne). Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (20% wagi dla roku 2022 i po 40% dla kolejnych lat). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie czyli 27,2 PLN/akcję.

### Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Wycena
<b>Wycena metodą porównawczą, w tym:</b>		<b>27,2</b>
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	100%	27,2
- wycena do zagranicznych producentów chemii budowlanej	0%	35,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Wycena porównawcza do krajowych producentów materiałów budowlanych

	P/E			EV/EBITDA		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Ferro	8,6	7,9	7,1	6,6	5,5	4,6
Decora	5,9	6,2	6,1	5,0	4,8	4,6
Śnieżka	8,6	7,9	7,1	6,6	5,5	4,6
<b>Mediana</b>	<b>8,6</b>	<b>7,9</b>	<b>7,1</b>	<b>6,6</b>	<b>5,5</b>	<b>4,6</b>
Selena FM	5,4	6,6	6,4	4,3	3,7	3,3
Premia/dyskonto dla Seleny FM	-37,2%	-16,1%	-9,6%	-34,9%	-32,9%	-28,8%
Wycena wg wskaźnika	30,8	23,1	21,4	34,3	30,7	28,0
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>23,9</b>			<b>30,4</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>		<b>27,2</b>				

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

### Wycena porównawcza do zagranicznych producentów chemii budowlanej

	P/E			EV/EBITDA		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
H.B. Fuller	13,9	12,6	11,3	9,1	8,1	7,3
Henkel	17,1	15,3	13,1	9,5	8,4	7,6
Saint Gobain	6,0	6,6	5,9	3,8	3,8	3,4
Sika	25,0	21,3	18,3	16,7	14,4	12,4
Sto	9,1	11,0	10,1	4,2	4,3	4,1
Uzin Utz	12,1	11,8	10,7	7,3	6,4	5,7
<b>Mediana</b>	<b>12,1</b>	<b>11,8</b>	<b>10,7</b>	<b>7,3</b>	<b>6,4</b>	<b>5,7</b>
Selena FM	5,4	6,6	6,4	4,3	3,7	3,3
Premia/dyskonto dla Seleny FM	-55,0%	-43,7%	-40,3%	-41,1%	-42,1%	-42,5%
Wycena wg wskaźnika	43,0	34,4	32,4	38,8	36,2	35,2
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>35,3</b>			<b>36,3</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>		<b>35,8</b>				

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## WYNIKI ZA OSTATNIE OKRESY

### Wyniki za 2Q'2022 [mln PLN]

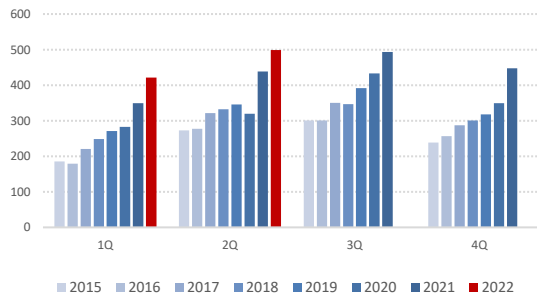
	2Q'21	2Q'22	zmiana r/r	2Q'22P BDM	odchyl.	1H'21	1H'22	zmiana r/r
<b>Przychody</b>	<b>438,2</b>	<b>499,2</b>	<b>13,9%</b>	<b>473,3</b>	<b>5,5%</b>	<b>787,7</b>	<b>920,8</b>	<b>16,9%</b>
Zysk brutto ze sprzedaży	124,3	141,5	13,8%	146,5	-3,4%	228,4	276,6	21,1%
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>25,5</b>	<b>26,9</b>	<b>5,7%</b>	<b>28,5</b>	<b>-5,4%</b>	<b>43,6</b>	<b>58,6</b>	<b>34,5%</b>
PPO/PKO	3,0	0,2	---	0,0	---	4,6	-5,7	---
<b>EBITDA</b>	<b>39,5</b>	<b>38,8</b>	<b>-1,7%</b>	<b>39,8</b>	<b>-2,5%</b>	<b>69,8</b>	<b>75,6</b>	<b>8,4%</b>
EBIT	28,4	27,2	-4,4%	28,5	-4,6%	48,2	53,0	9,9%
Zysk brutto	27,8	30,9	11,2%	23,5	31,4%	49,4	59,6	20,8%
<b>Zysk netto</b>	<b>22,3</b>	<b>23,4</b>	<b>4,9%</b>	<b>16,9</b>	<b>38,5%</b>	<b>39,8</b>	<b>48,4</b>	<b>21,7%</b>
Marża brutto ze sprzedaży	28,4%	28,3%		31,0%		29,0%	30,0%	
Marża EBITDA	9,0%	7,8%		8,4%		8,9%	8,2%	
Marża EBIT	6,5%	5,4%		6,0%		6,1%	5,8%	
Marża zysku netto	5,1%	4,7%		3,6%		5,1%	5,3%	

Źródło: BDM S.A., spółka

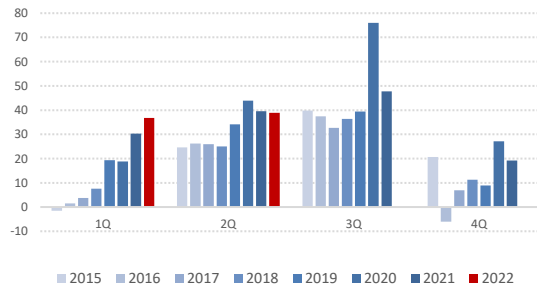
- Przychody w 2Q'22 wyniosły 499,2 mln PLN (+14% r/r), nieco powyżej naszych oczekiwań. Był to rekordowy kwartał w historii spółki.
- Słaby wzrost przychodów w Polsce (+3%), mocny na pozostałych rynkach UE (+19% r/r). Bardzo dobre wyniki w Ameryce Płn i Płd (+61% r/r). Wzrost sprzedaży także w segmencie Europa Wschodnia i Azja (+12%), pomimo dużej ekspozycji na Rosję.
- Spółki zależne z siedzibą w krajach Europy Wschodniej w 1H'22 zrealizowały 115,3 mln PLN przychodów (114,5 mln PLN rok temu).
- Na dzień bilansowy wartość zapasów zlokalizowanych w Europie Wschodniej wynosiła 49 mln PLN, a stan należności od klientów z niepowiązanych spółek z tego regionu wynosił 37 mln PLN.
- Rentowność brutto ze sprzedaży (28,3%) na podobnym poziomie r/r, natomiast słabiej niż w 1Q'22 (32,1%) i poniżej naszych założeń. Stosunek kosztów SG&A do przychodów nieco wzrósł r/r.
- Wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej bez większego znaczenia w 2Q'22 (+0,2 mln PLN).
- EBITDA w 2Q'22 wyniosła 38,8 mln PLN (vs 39,5 mln PLN rok temu). Wynik minimalnie słabszy od naszych założeń (spodziewaliśmy się 39,8 mln PLN).
- EBITDA w podziale na segmenty: UE (39,4 mln PLN vs 58,1 mln PLN rok temu), Europa Wschodnia i Azja (30,2 mln PLN vs 18,0 mln PLN), Ameryka Płn i Płd (7,5 mln PLN vs 3,4 mln PLN). Wynik nieprzypisany - 38,3 mln PLN (-40,0 mln PLN w 2Q'21).
- Saldo finansowe z dodatnim wpływem na poziomie +3,1 mln PLN (wyraźnie pozytywny wpływ różnic kursowych, w naszych prognozach ich nie zakładaliśmy).
- Zysk netto w 2Q'22 na poziomie 23,4 mln PLN (lepiej r/r i powyżej naszych założeń).
- Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły -31,9 mln PLN w 2Q'22. Na koniec okresu spółka miała 257 mln PLN długu netto (199 mln PLN po skorygowaniu o udzielone pożyczki do podmiotów powiązanych).
- CAPEX po 1H'22: 15 mln PLN.

Podsumowując wyniki spółki za 2Q'22 były minimalnie poniżej naszych oczekiwań na poziomie EBITDA, natomiast wynik netto został wsparty przez dodatnie różnice kursowe. Zwracamy uwagę na dobre wyniki w segmencie Europa Wschodnia i Azja (zarówno przychody, jak i EBITDA), pomimo ekspozycji na Rosję, Turcję i Chiny. Mocny, pozytywny trend utrzymał obszar Ameryki Płn. i Płd. Dobrze wypadła sprzedaż w 2Q'22 w pozostałych krajach UE, natomiast słabo wyglądał rynek polski z jedynie 3% wzrostem sprzedaży, co przy znaczącej inflacji w kategorii chemii budowlanej (+21% r/r według PSB) implikuje wyraźny spadek wolumenów. Zwraca także uwagę znaczący spadek rentowności EBITDA w segmencie UE. Dług netto jest na najwyższym poziomie w historii spółki (257 mln PLN, z czego 58 mln PLN finansuje pożyczki do podmiotów powiązanych z głównym akcjonariuszem). Dług netto/EBITDA utrzymuje się nadal na bezpiecznym poziomie 1,8x

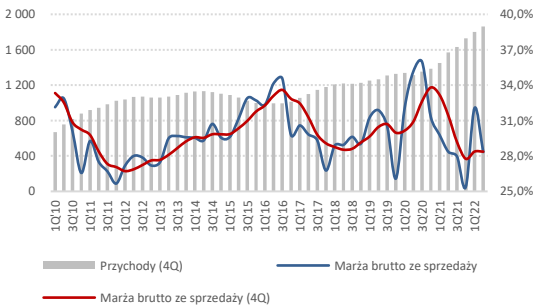
**Przychody [mln PLN]**



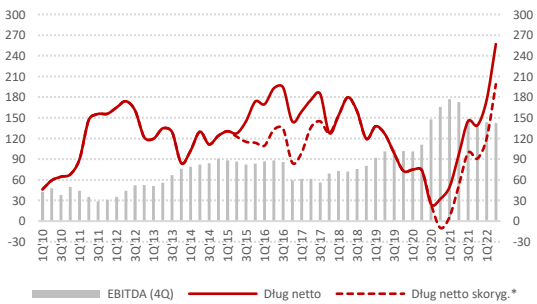
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka  
EBITDA [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka  
Przychody oraz marża brutto ze sprzedaży (narastająco 4Q)

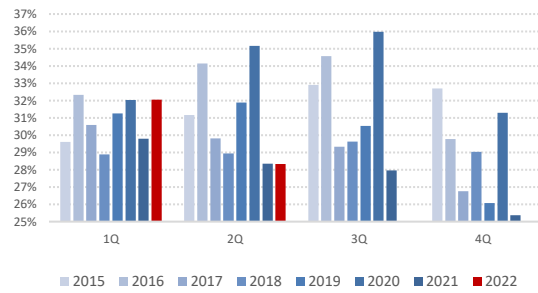


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka  
Dług netto [mln PLN]

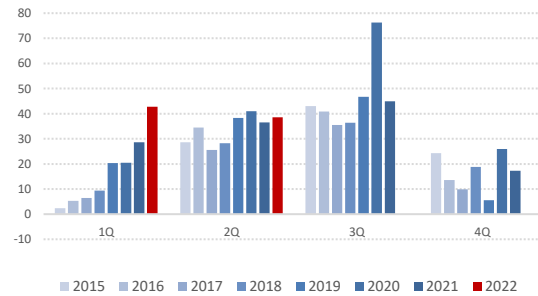


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

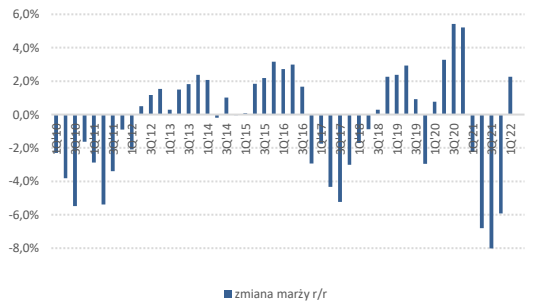
**Marża brutto ze sprzedaży**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka  
EBITDA skoryg. [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka  
Zmiana marży brutto ze sprzedaży r/r



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka



## PROGNOZY NA 3Q'22 I KOLEJNE OKRESY

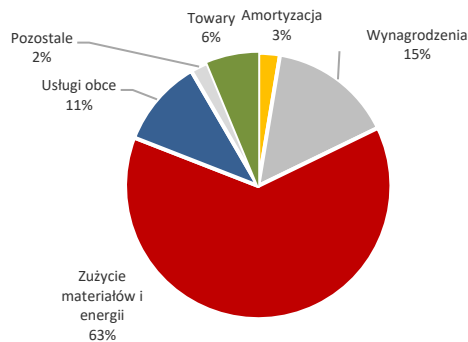
### Aktualna sytuacja na rynku surowców

Największą pozycję w strukturze kosztów spółki stanowią koszty zużycia materiałów i energii (około 2/3 – z tego energia to kilka % a reszta surowce). Koszty wynagrodzeń i usług obcych to ok. 1/4 kosztów. Podstawowymi surowcami w grupie poliuretanów są MDI (najważniejszy surowiec; powstaje na bazie benzenu) oraz poliole (na bazie propylenu), a w kategorii uszczelniaczy: silikon, polimer silikonowy, octan winylu. Wśród innych surowców można wymienić np. asfalty, kwas akrylowy, TCP, DME, kauczuk. Ceny opakowań zależą od kosztu tworzyw sztucznych (m.in. polietylen). Większość surowców zużywanych przez spółkę w mniejszym lub większym stopniu powiązana jest z cenami ropy naftowej

Rok 2021 i 1H'22 był okresem bardzo trudnego otoczenia surowcowego dla Seleny FM. Cenę podwoił m.in. podstawowy surowiec do produkcji pian (najpopularniejsza grupa produktów spółki), czyli MDI (przebijając także wcześniejsze rekordowe poziomy z 2017/18 roku). Szacujemy, że koszt MDI może stanowić ok 1/3 w koszcie wytworzenia pian, które z kolei mogą generować ok. 1/4 sprzedaży spółki. Zwracamy uwagę, że o ile presja ze strony cen surowców do produkcji pian zaczęła się pod koniec 2020 roku, a od końcówki 2021 sytuacja się ustabilizowała, to w przypadku surowców z innych grup produktowych (np. uszczelniacze, bitumeny) dynamiczne wzrosty zaczęły się dopiero w 2H'21.

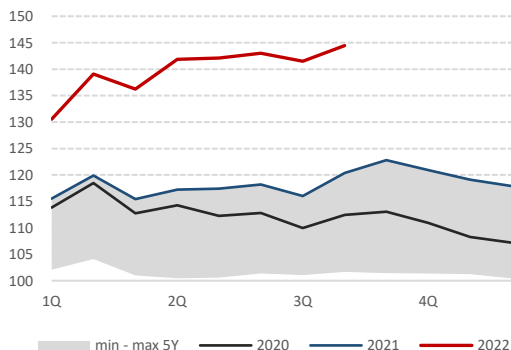
Wzrost cen surowców przełożył się na wyraźny spadek marży brutto ze sprzedaży z 35-36% w połowie 2020 roku do <28% średnio w 2021 roku. W 1H'22 marża wróciła na poziom 30%, przy czym 2Q'22 był jednak słabszy niż 1Q'22. Poprawę marż w 2022 można wiązać z wprowadzonymi podwyżkami cen przez producentów chemii budowlanej. Indeks cen publikowany przez PSB wskazuje na 23% wzrost cen pomiędzy grudniem 2021 a sierpniem 2022. Obecnie zwracamy uwagę, że wyraźnie od szczytu z 1Q'22 spadły już cen nafty (benzyny surowej), czyli bazy do produktów petrochemicznych (ceny benzenu czy propylenu w EUR są obecnie niższe niż rok temu w tym samym momencie). Powinno to przełożyć się na spadek presji kosztowej, ale w sytuacji spadającego popytu rosnąć będzie presja na walkę o udziały rynkowe.

Struktura kosztów (ostatni pełny rok obrotowy)



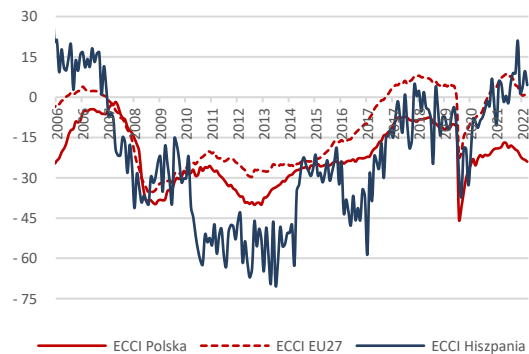
Źródło: BDM S.A., spółka, zużycie energii elektrycznej i ciepłej w 2021 roku wyniosło 27,0 tys MWh

Indeks cen chemii budowlanej w Polsce



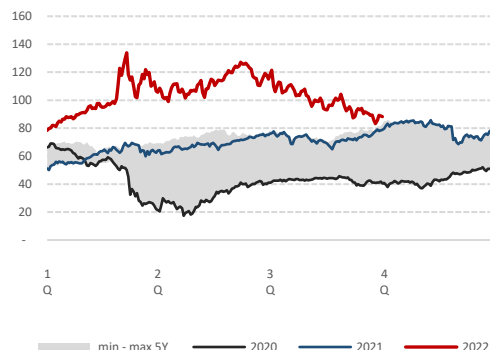
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., 100 = grudzień 2010

Wskaźnik zaufania w budownictwie



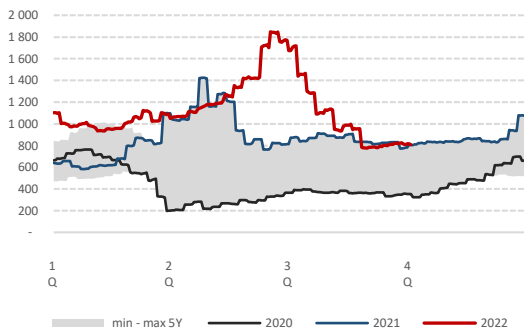
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Komisja Europejska

Cena ropy Brent [USD/bbl]



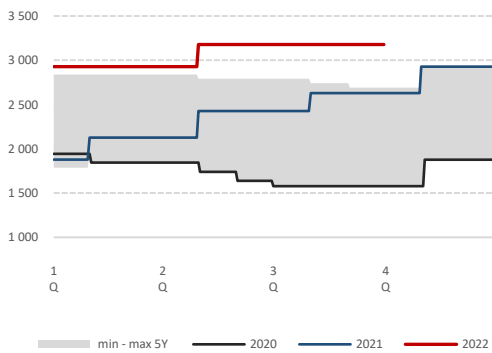
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Cena benzenu [EUR/t]**



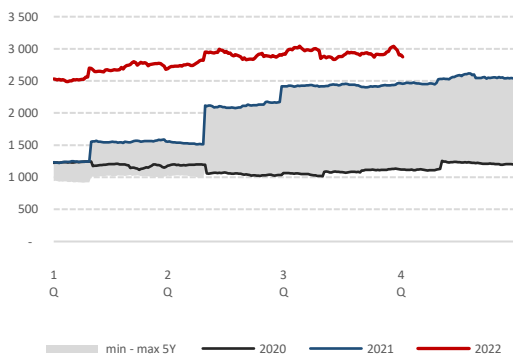
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, benzen jest jednym z głównych składników do produkcji MDI

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



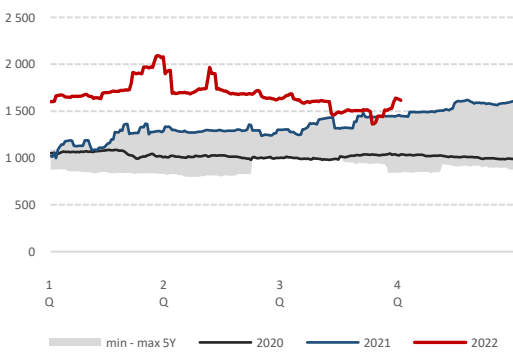
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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



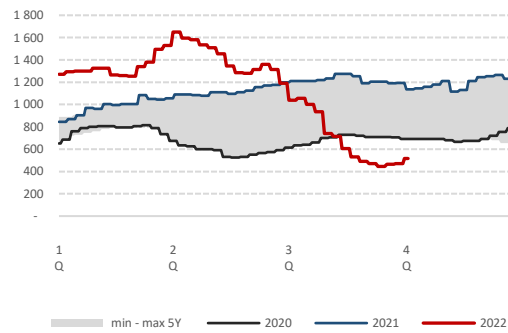
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Emulsja silikonowa Indie [EUR/t]**



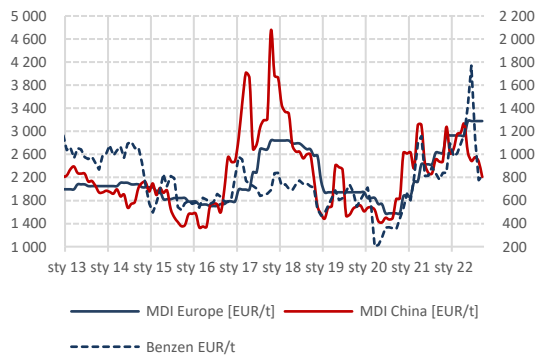
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Cena propylenu [EUR/t]**



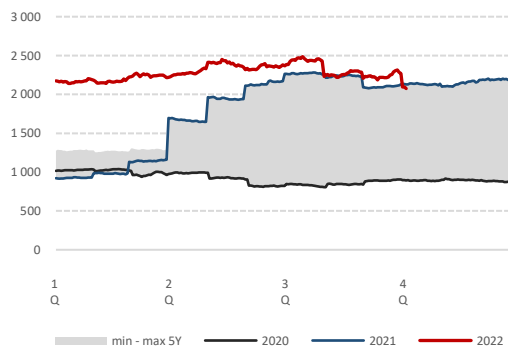
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, propylen jest jednym z głównych składników do produkcji polioli

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



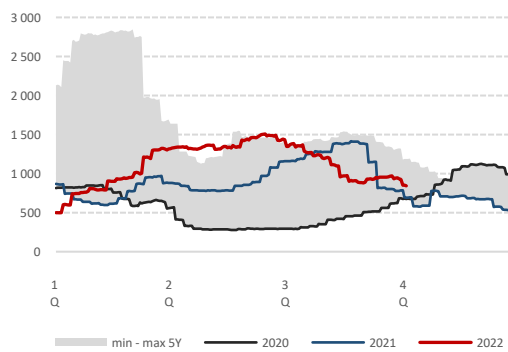
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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



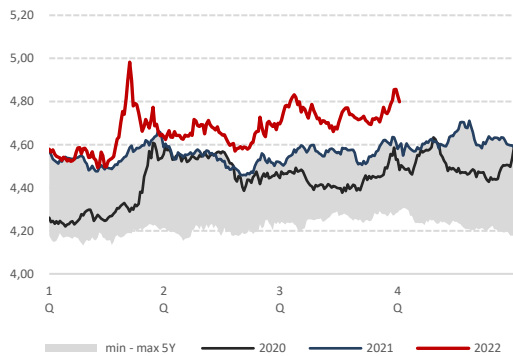
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Butadien Korea [EUR/t]**



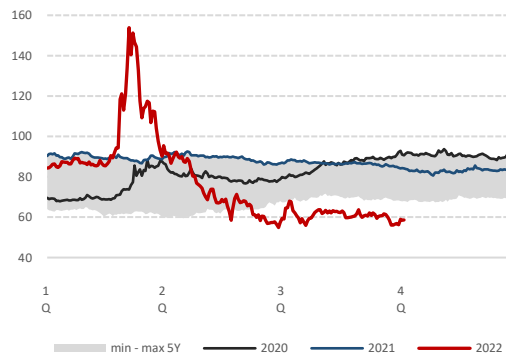
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EUR/PLN



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EUR/RUB



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Prognozy wyników kwartalnych [mln PLN]

	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22P	4Q'22P	1Q'23P	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>282,7</b>	<b>319,5</b>	<b>433,3</b>	<b>349,2</b>	<b>349,5</b>	<b>438,2</b>	<b>493,1</b>	<b>447,6</b>	<b>421,6</b>	<b>499,2</b>	<b>531,7</b>	<b>465,4</b>	<b>412,9</b>	<b>491,2</b>	<b>541,1</b>	<b>472,8</b>
UE	188,9	205,0	275,6	215,2	239,4	286,4	310,4	267,3	287,7	314,8	328,6	280,3	285,5	310,4	332,3	282,8
-Polska	104,6	121,5	167,4	105,0	122,3	161,2	177,5	143,8	147,6	165,5	180,3	144,7	142,6	164,1	179,1	142,8
-pozostałe kraje UE	84,3	83,6	108,2	110,2	117,1	125,1	132,9	123,5	140,2	149,3	148,3	135,6	142,9	146,4	153,2	140,0
Europa Wschodnia i Azja	73,0	99,1	133,8	108,9	82,5	123,2	145,9	147,2	93,4	138,1	151,5	138,5	75,2	120,3	144,2	131,8
Ameryka Pn i Płd	20,8	15,3	24,0	25,2	27,5	28,7	36,8	33,0	40,5	46,3	51,6	46,6	52,1	60,5	64,6	58,2
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>90,6</b>	<b>112,3</b>	<b>155,9</b>	<b>109,3</b>	<b>104,1</b>	<b>124,3</b>	<b>137,8</b>	<b>113,6</b>	<b>135,2</b>	<b>141,5</b>	<b>159,3</b>	<b>132,1</b>	<b>124,7</b>	<b>144,6</b>	<b>160,0</b>	<b>134,1</b>
SG&A	79,7	80,3	89,3	93,4	86,0	98,8	104,2	107,4	103,5	114,5	120,9	124,7	102,8	113,9	123,1	126,6
Saldo PPO/PKO	-1,7	2,9	-0,3	1,1	1,7	3,0	2,8	1,9	-5,9	0,2	-1,0	-3,3	-1,0	-1,0	-1,0	-4,5
<b>EBITDA</b>	<b>18,8</b>	<b>43,8</b>	<b>76,0</b>	<b>27,1</b>	<b>30,3</b>	<b>39,5</b>	<b>47,8</b>	<b>19,2</b>	<b>36,8</b>	<b>38,8</b>	<b>49,0</b>	<b>15,7</b>	<b>32,6</b>	<b>41,2</b>	<b>47,4</b>	<b>14,4</b>
UE	46,2	61,9	95,4	44,6	47,7	58,1	61,4	46,7	58,9	39,4	59,1	50,4	47,5	51,6	58,5	50,8
Europa Wschodnia i Azja	5,8	12,2	17,6	9,3	8,2	18,0	14,9	16,8	8,5	30,2	18,0	13,0	10,1	19,5	17,9	12,9
Ameryka Pn i Płd	1,8	2,1	0,3	2,2	2,4	3,4	2,7	-1,2	5,2	7,5	10,8	5,2	6,6	10,5	10,7	5,9
Nieprzypisane	-35,0	-32,4	-37,2	-29,1	-28,1	-40,0	-31,2	-43,1	-35,8	-38,3	-38,9	-53,0	-31,6	-40,3	-39,7	-55,2
<b>EBIT</b>	<b>9,1</b>	<b>34,9</b>	<b>66,2</b>	<b>16,9</b>	<b>19,8</b>	<b>28,4</b>	<b>36,5</b>	<b>8,0</b>	<b>25,8</b>	<b>27,2</b>	<b>37,4</b>	<b>4,1</b>	<b>21,0</b>	<b>29,6</b>	<b>35,9</b>	<b>2,9</b>
Saldo finansowe	-3,7	-3,9	-7,1	-18,6	1,8	-1,8	-0,9	-5,9	2,3	3,1	-3,2	-3,7	-3,7	-3,1	-3,4	-3,0
Zysk brutto	5,4	31,5	59,1	-0,7	21,6	27,8	37,8	1,3	28,8	30,9	35,2	0,9	17,5	27,6	33,6	0,6
<b>Zysk netto</b>	<b>5,2</b>	<b>26,1</b>	<b>44,3</b>	<b>0,7</b>	<b>17,5</b>	<b>22,3</b>	<b>31,1</b>	<b>31,8</b>	<b>25,0</b>	<b>23,4</b>	<b>28,0</b>	<b>0,7</b>	<b>13,9</b>	<b>21,9</b>	<b>26,7</b>	<b>0,4</b>
CFO	-5,5	8,6	60,9	48,2	-9,5	-35,6	-33,9	48,8	-23,1	-31,9	14,7	53,7	-20,0	-20,0	50,0	95,7
Dług netto	74,6	73,8	24,5	32,2	49,6	97,1	145,4	138,9	175,6	257,0	193,3	184,1	145,7	165,7	115,7	96,3
Dług netto skorg.	74,6	73,8	24,5	-9,9	6,4	52,0	99,3	90,7	119,6	198,7	135,0	125,7	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Przychody zmiana r/r</b>	<b>4,3%</b>	<b>-7,7%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,0%</b>	<b>23,6%</b>	<b>37,2%</b>	<b>13,8%</b>	<b>28,2%</b>	<b>20,6%</b>	<b>13,9%</b>	<b>7,8%</b>	<b>4,0%</b>	<b>-2,1%</b>	<b>-1,6%</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,6%</b>
UE	-0,1%	-6,6%	14,8%	13,3%	26,7%	39,7%	12,6%	24,2%	20,2%	9,9%	5,9%	4,8%	-0,8%	-1,4%	1,1%	0,9%
-Polska	6,8%	-4,9%	19,6%	2,3%	16,9%	32,7%	6,0%	37,0%	20,6%	2,6%	1,5%	0,6%	-3,4%	-0,9%	-0,7%	-1,3%
-pozostałe kraje UE	-7,5%	-9,0%	8,2%	26,3%	38,8%	49,7%	22,8%	12,1%	19,7%	19,4%	11,6%	9,8%	2,0%	-2,0%	3,3%	3,3%
Europa Wschodnia i Azja	17,9%	-10,7%	2,7%	0,4%	13,1%	24,3%	9,1%	35,2%	13,2%	12,1%	3,8%	-5,9%	-19,5%	-12,9%	-4,8%	-4,9%
Ameryka Pn i Płd	4,1%	-0,9%	11,3%	30,8%	32,3%	87,2%	53,5%	31,0%	46,9%	61,3%	40,2%	41,1%	28,8%	30,7%	25,1%	25,0%
<b>Marża zysku brutto ze sprzedaży</b>	<b>32,0%</b>	<b>35,2%</b>	<b>36,0%</b>	<b>31,3%</b>	<b>29,8%</b>	<b>28,4%</b>	<b>28,0%</b>	<b>25,4%</b>	<b>32,1%</b>	<b>28,3%</b>	<b>29,9%</b>	<b>28,4%</b>	<b>30,2%</b>	<b>29,4%</b>	<b>29,6%</b>	<b>28,4%</b>
S&GA/przychody	28,2%	25,1%	20,6%	26,8%	24,6%	22,5%	21,1%	24,0%	24,5%	22,9%	22,7%	26,8%	24,9%	23,2%	22,7%	26,8%
<b>Marża EBITDA</b>	<b>6,6%</b>	<b>13,7%</b>	<b>17,5%</b>	<b>7,7%</b>	<b>8,7%</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,7%</b>	<b>4,3%</b>	<b>8,7%</b>	<b>7,8%</b>	<b>9,2%</b>	<b>3,4%</b>	<b>7,9%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,8%</b>	<b>3,0%</b>
UE	24,5%	30,2%	34,6%	20,7%	19,9%	20,3%	19,8%	17,5%	20,5%	12,5%	18,0%	18,0%	16,6%	16,6%	17,6%	18,0%
Europa Wschodnia i Azja	8,0%	12,3%	13,1%	8,5%	9,9%	14,6%	10,2%	11,4%	9,1%	21,9%	11,9%	9,4%	13,4%	16,2%	12,4%	9,8%
Ameryka Pn i Płd	8,4%	14,0%	1,3%	8,7%	8,8%	12,0%	7,4%	-3,6%	12,8%	16,2%	20,8%	11,2%	12,6%	17,3%	16,5%	10,1%
Nieprzypisane	-12,4%	-10,2%	-8,6%	-8,3%	-8,0%	-9,1%	-6,3%	-9,6%	-8,5%	-7,7%	-7,3%	-11,4%	-7,7%	-8,2%	-7,3%	-11,7%
<b>Marża EBIT</b>	<b>3,2%</b>	<b>10,9%</b>	<b>15,3%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,7%</b>	<b>6,5%</b>	<b>7,4%</b>	<b>1,8%</b>	<b>6,1%</b>	<b>5,4%</b>	<b>7,0%</b>	<b>0,9%</b>	<b>5,1%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,6%</b>	<b>0,6%</b>
<b>Marża zysku netto</b>	<b>1,8%</b>	<b>8,2%</b>	<b>10,2%</b>	<b>0,2%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,1%</b>	<b>6,3%</b>	<b>7,1%</b>	<b>5,9%</b>	<b>4,7%</b>	<b>5,3%</b>	<b>0,2%</b>	<b>3,4%</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,9%</b>	<b>0,1%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Skorygowane prognozy wyników na lata 2022-2024 rok [mln PLN]

	2022P			2023P			2024P		
	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	1 830,9	1 917,9	4,8%	1 645,8	1 918,0	16,5%	1 717,2	1 964,8	14,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	551,3	568,0	3,0%	493,0	563,4	14,3%	522,0	580,5	11,2%
EBITDA	133,3	140,4	5,3%	113,0	135,6	20,0%	126,3	141,0	11,7%
EBIT	88,6	94,5	6,6%	63,1	89,5	41,8%	75,4	95,3	26,4%
Zysk (strata) netto	59,2	77,2	30,4%	42,0	63,1	50,2%	54,9	65,5	19,3%
Dług (gotówka) netto	80,7	184,1	128,1%	-20,1	96,3	---	-44,0	59,8	---
Marża zysku brutto ze sprzedaży	30,1%	29,6%		30,0%	29,4%		30,4%	29,5%	
Marża EBITDA	7,3%	7,3%		6,9%	7,1%		7,4%	7,2%	
Marża EBIT	4,8%	4,9%		3,8%	4,7%		4,4%	4,8%	
Marża zysku netto	3,2%	4,0%		2,6%	3,3%		3,2%	3,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \*poprzednio: rekomendacja z 27.06.2022 (autorem rekomendacji był Krystian Brymora)

Wyniki 2Q'22 były na przychodach lepsze, a na EBITDA nieco słabsze od naszych poprzednich założeń. Po wynikach (w drugiej połowie września) zarząd spółki wskazywał, że pomimo presji rynkowej na wolumeny i marżę, nie spodziewa się w 2H'22 słabszych wyników r/r (w 3Q'21 spółka miała EBITDA na poziomie 48 mln PLN a w 4Q'21 około 19 mln PLN – w obu kwartałach wyniki były wsparte (po 2-3 mln PLN dodatniego salda pozostałej działalności operacyjnej). Zwracamy uwagę, że 2Q'22 był dość słaby pod względem marży, wprowadzane we wcześniejszych miesiącach podwyżki cen i ustabilizowanie się sytuacji na rynku surowców powinny sprzyjać przynajmniej częściowej jej odbudowie.

Zakładamy, że spółka w kolejnych dwóch kwartałach może nadal notować wzrosty przychodów na spadającym wolumenowo rynku ze względu na efekt wyższych cen produktów. Spółce udało się nieco zmniejszyć zależność sprzedaży od rynku rosyjskiego (w 1H'22 sprzedaż spółek z rynków Europy Wschodniej stanowiła ok. 12,5% przychodów vs 14,5% rok temu – większość stanowi tu Rosja) przez rozwój innych kierunków sprzedaży (np. USA). Ekspozycja na rynek rosyjski pozostaje jednak jednym z głównych czynników ryzyka dla naszych założeń.

W stosunku do naszej poprzedniej rekomendacji podnieśliśmy nasze założenie przychodowe (poprzednie były bardzo konserwatywne na lata 2023+). Jednocześnie zakładamy nieco niższą marżę brutto ze sprzedaży, ale sam wynik EBITDA jest estymowany na wyższych poziomach. Poziom zadłużenia netto uwzględnia gorszą strukturą kapitału obrotowego (krótsze terminy płatności zobowiązań ze względu na bardziej napiętą sytuację na rynku dostaw surowców a tym samym wyższe poziomy zapasów oraz dłuższe terminy płatności należności – spodziewamy się pogorszenie płynności u odbiorców z branży okołobudowlanej).

**Prognozy wyników rocznych [mln PLN]**

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 326,5</b>	<b>1 384,7</b>	<b>1 728,4</b>	<b>1 917,9</b>	<b>1 918,0</b>	<b>1 964,8</b>	<b>1 989,9</b>	<b>2 014,5</b>	<b>2 031,3</b>	<b>2 049,0</b>	<b>2 067,0</b>	<b>2 084,1</b>	<b>2 103,4</b>
UE	838,7	884,7	1 103,5	1 211,4	1 211,1	1 248,8	1 263,3	1 275,1	1 286,8	1 298,7	1 310,8	1 322,7	1 335,2
-Polska	468,4	498,5	604,9	638,0	628,5	644,5	649,9	655,6	661,1	666,8	672,5	678,1	684,1
-pozostałe kraje UE	370,3	386,2	498,5	573,4	582,6	604,3	613,4	619,5	625,7	632,0	638,3	644,7	651,1
Europa Wschodnia i Azja	411,5	414,7	498,8	521,6	471,5	447,4	444,6	443,3	442,5	442,2	442,0	440,8	441,3
Ameryka Pn i Pld	76,3	85,3	126,0	184,9	235,4	268,6	282,0	296,1	302,0	308,1	314,2	320,5	326,9
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>397,5</b>	<b>468,1</b>	<b>479,7</b>	<b>568,0</b>	<b>563,4</b>	<b>580,5</b>	<b>587,7</b>	<b>594,7</b>	<b>599,4</b>	<b>604,3</b>	<b>609,3</b>	<b>614,0</b>	<b>619,3</b>
SG&A	324,9	342,8	396,3	463,5	466,4	477,8	483,9	489,8	494,2	498,7	503,3	507,7	512,5
Saldo PPO/PKO	-9,1	1,9	9,3	-10,0	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5
<b>EBITDA</b>	<b>101,8</b>	<b>165,7</b>	<b>136,8</b>	<b>140,4</b>	<b>135,6</b>	<b>141,0</b>	<b>141,9</b>	<b>143,0</b>	<b>143,4</b>	<b>143,9</b>	<b>144,4</b>	<b>144,7</b>	<b>145,3</b>
UE	174,7	248,2	213,9	208,0	208,5	215,1	214,8	214,5	214,3	214,1	214,0	213,7	213,6
Europa Wschodnia i Azja	43,4	44,9	57,8	69,7	60,3	59,5	59,5	59,8	59,9	60,0	60,2	60,2	60,5
Ameryka Pn i Pld	7,1	6,4	7,4	28,6	33,6	39,9	42,1	44,6	45,6	46,7	47,8	48,8	50,0
Nieprzypisane	-123,4	-133,8	-142,4	-166,0	-166,8	-173,5	-174,5	-175,9	-176,3	-176,9	-177,6	-178,0	-178,8
<b>EBIT</b>	<b>63,6</b>	<b>127,2</b>	<b>92,7</b>	<b>94,5</b>	<b>89,5</b>	<b>95,3</b>	<b>96,3</b>	<b>97,4</b>	<b>97,7</b>	<b>98,1</b>	<b>98,5</b>	<b>98,8</b>	<b>99,3</b>
Saldo finansowe	-7,1	-33,4	-6,8	-1,5	-13,1	-15,9	-13,7	-11,9	-10,4	-8,8	-7,7	-6,6	-4,7
Zysk brutto	56,9	95,3	88,4	95,7	79,2	82,3	85,4	88,4	90,2	92,3	93,8	95,2	97,7
<b>Zysk netto</b>	<b>39,5</b>	<b>76,2</b>	<b>102,7</b>	<b>77,2</b>	<b>63,1</b>	<b>65,5</b>	<b>68,1</b>	<b>70,4</b>	<b>71,9</b>	<b>73,5</b>	<b>74,7</b>	<b>75,8</b>	<b>77,8</b>
CFO	135,9	112,3	-30,2	13,3	105,7	107,5	113,6	114,5	116,5	116,5	116,4	116,5	116,7
Dług netto	72,9	32,2	138,9	184,1	96,3	59,8	16,2	-12,0	-42,3	-73,1	-67,6	-62,0	-56,7
Dług netto skoryg.*	72,9	-9,9	90,7	125,7	96,3	59,8	16,2	-12,0	-42,3	-73,1	-67,6	-62,0	-56,7
<b>Przychody zmiana r/r</b>	<b>8,0%</b>	<b>4,4%</b>	<b>24,8%</b>	<b>11,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>2,4%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,2%</b>	<b>0,8%</b>	<b>0,9%</b>	<b>0,9%</b>	<b>0,8%</b>	<b>0,9%</b>
UE	5,6%	5,5%	24,7%	9,8%	0,0%	3,1%	1,2%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
-Polska	6,3%	6,4%	21,3%	5,5%	-1,5%	2,5%	0,8%	0,9%	0,8%	0,9%	0,9%	0,8%	0,9%
-pozostałe kraje UE	4,6%	4,3%	29,1%	15,0%	1,6%	3,7%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Europa Wschodnia i Azja	12,9%	0,8%	20,3%	4,6%	-9,6%	-5,1%	-0,6%	-0,3%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,3%	0,1%
Ameryka Pn i Pld	10,6%	11,9%	47,7%	46,7%	27,3%	14,1%	5,0%	5,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<b>Marża zysku brutto ze sprzedaży</b>	<b>30,0%</b>	<b>33,8%</b>	<b>27,8%</b>	<b>29,6%</b>	<b>29,4%</b>	<b>29,5%</b>	<b>29,5%</b>	<b>29,5%</b>	<b>29,5%</b>	<b>29,5%</b>	<b>29,5%</b>	<b>29,5%</b>	<b>29,4%</b>
S&GA/przychody	24,5%	24,8%	22,9%	24,2%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,4%	24,4%
<b>Marża EBITDA</b>	<b>7,7%</b>	<b>12,0%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>
UE	20,8%	28,0%	19,4%	17,2%	17,2%	17,2%	17,0%	16,8%	16,7%	16,5%	16,3%	16,2%	16,0%
Europa Wschodnia i Azja	10,5%	10,8%	11,6%	13,4%	12,8%	13,3%	13,4%	13,5%	13,5%	13,6%	13,6%	13,7%	13,7%
Ameryka Pn i Pld	9,3%	7,5%	5,9%	15,5%	14,3%	14,8%	14,9%	15,1%	15,1%	15,1%	15,2%	15,2%	15,3%
Nieprzypisane	-9,3%	-9,7%	-8,2%	-8,7%	-8,7%	-8,8%	-8,8%	-8,7%	-8,7%	-8,6%	-8,6%	-8,5%	-8,5%
<b>Marża EBIT</b>	<b>4,8%</b>	<b>9,2%</b>	<b>5,4%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,7%</b>
<b>Marża zysku netto</b>	<b>3,0%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,9%</b>	<b>4,0%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,7%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \*po uwzględnieniu pożyczek dla głównego akcjonariusza jako ekwiwalentu gotówki

**DANE FINANSOWE**

Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>373</b>	<b>368</b>	<b>364</b>	<b>365</b>	<b>367</b>	<b>369</b>	<b>372</b>	<b>374</b>	<b>377</b>	<b>379</b>	<b>382</b>	<b>385</b>
Wartości niematerialne i prawne	49	39	37	35	34	33	32	32	31	31	31	31
Rzeczowe aktywa trwałe	243	261	256	257	257	257	257	257	257	257	257	257
Nieruchomości inwestycyjne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa trwałe	81	68	71	73	76	79	82	85	88	91	94	97
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>553</b>	<b>740</b>	<b>839</b>	<b>854</b>	<b>877</b>	<b>899</b>	<b>911</b>	<b>929</b>	<b>957</b>	<b>939</b>	<b>914</b>	<b>892</b>
Zapasy	193	280	355	351	350	345	345	348	362	365	362	360
Należności krótkoterminowe	293	364	412	425	435	441	446	450	454	458	462	466
Inwestycje krótkoterminowe	68	96	73	79	92	113	120	130	141	116	90	66
- w tym środki pieniężne	55	39	5	70	83	104	111	121	132	107	81	57
Pozostałe aktywa obrotowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Aktywa razem</b>	<b>926</b>	<b>1 109</b>	<b>1 203</b>	<b>1 220</b>	<b>1 244</b>	<b>1 268</b>	<b>1 283</b>	<b>1 303</b>	<b>1 334</b>	<b>1 319</b>	<b>1 296</b>	<b>1 277</b>
<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>523</b>	<b>601</b>	<b>678</b>	<b>722</b>	<b>772</b>	<b>823</b>	<b>860</b>	<b>896</b>	<b>934</b>	<b>935</b>	<b>936</b>	<b>938</b>
<b>Kapitał mniejszości</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>402</b>	<b>507</b>	<b>524</b>	<b>496</b>	<b>470</b>	<b>443</b>	<b>421</b>	<b>404</b>	<b>397</b>	<b>380</b>	<b>356</b>	<b>335</b>
Rezerwy na zobowiązania	36	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
Zobowiązania długoterminowe	35	70	85	65	45	25	4	4	4	4	4	4
- w tym zobowiązania oprocentowane	33	66	81	61	41	21	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	332	406	409	401	395	387	386	369	362	345	322	300
- w tym zobowiązania oprocentowane	54	112	109	105	102	99	99	79	59	39	19	0
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Pasywa razem</b>	<b>926</b>	<b>1 109</b>	<b>1 203</b>	<b>1 220</b>	<b>1 244</b>	<b>1 268</b>	<b>1 283</b>	<b>1 303</b>	<b>1 334</b>	<b>1 319</b>	<b>1 296</b>	<b>1 277</b>
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>
Przychody netto ze sprzedaży	1 385	1 728	1 918	1 918	1 965	1 990	2 014	2 031	2 049	2 067	2 084	2 103
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	468	480	568	563	581	588	595	599	604	609	614	619
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	343	396	464	466	478	484	490	494	499	503	508	513
Zysk (strata) na sprzedaży	125	83	104	97	103	104	105	105	106	106	106	107
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	2	9	-10	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8
EBITDA	166	137	140	136	141	142	143	143	144	144	145	145
EBIT	127	93	94	89	95	96	97	98	98	98	99	99
Saldo działalności finansowej	-33	-7	-1	-13	-16	-14	-12	-10	-9	-8	-7	-5
Zysk (strata) brutto	95	88	96	79	82	85	88	90	92	94	95	98
Zysk (strata) netto mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	76	103	77	63	66	68	70	72	73	75	76	78
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
<b>CF [mln PLN]</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	112	-30	13	106	108	114	115	116	116	116	116	117
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-73	-36	-46	14	-44	-45	-45	-45	-45	-45	-45	-46
Przepływy z działalności finansowej	-70	49	-1	-55	-50	-48	-63	-61	-61	-97	-97	-96
Przepływy pieniężne netto	-31	-17	-34	64	13	21	7	10	11	-26	-26	-24
Środki pieniężne na początek okresu	86	55	39	5	70	83	104	111	121	132	107	81
Środki pieniężne na koniec okresu	55	39	5	70	83	104	111	121	132	107	81	57
<b>Wskaźniki</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>
Przychody zmiana r/r	4%	25%	11%	0%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	63%	-17%	3%	-3%	4%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Zysk netto zmiana r/r	93%	35%	-25%	-18%	4%	4%	3%	2%	2%	2%	1%	3%
Marża brutto na sprzedaży	33,8%	27,8%	29,6%	29,4%	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%	29,4%
Marża EBITDA	12,0%	7,9%	7,3%	7,1%	7,2%	7,1%	7,1%	7,1%	7,0%	7,0%	6,9%	6,9%
Marża EBIT	9,2%	5,4%	4,9%	4,7%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,7%	4,7%
Marża netto	5,5%	5,9%	4,0%	3,3%	3,3%	3,4%	3,5%	3,5%	3,6%	3,6%	3,6%	3,7%
SG&A / przychody	24,8%	22,9%	24,2%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,4%	24,4%
ROE	14,6%	17,1%	11,4%	8,7%	8,5%	8,3%	8,2%	8,0%	7,9%	8,0%	8,1%	8,3%
ROA	8,2%	9,3%	6,4%	5,2%	5,3%	5,4%	5,5%	5,5%	5,5%	5,7%	5,9%	6,1%
Dług	87	178	189	166	142	120	99	79	59	39	19	0
D / (D+E)	14,3%	22,8%	21,8%	18,7%	15,6%	12,7%	10,3%	8,1%	5,9%	4,0%	2,0%	0,0%
D / E	16,7%	29,6%	27,9%	23,0%	18,4%	14,6%	11,5%	8,8%	6,3%	4,2%	2,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	16,7%	29,6%	27,9%	23,0%	18,4%	14,6%	11,5%	8,8%	6,3%	4,2%	2,0%	0,0%
Dług netto	32	139	184	96	60	16	-12	-42	-73	-68	-62	-57
Dług netto / kapitał własny	0,04	0,15	0,20	0,10	0,06	0,02	-0,01	-0,05	-0,08	-0,07	-0,07	-0,06
Dług netto / EBITDA	0,2	1,0	1,3	0,7	0,4	0,1	-0,1	-0,3	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4
EV	474	558	603	515	478	435	407	376	346	351	357	362
Dług / EV	18,4%	31,9%	31,4%	32,2%	29,7%	27,6%	24,4%	21,0%	17,1%	11,1%	5,3%	0,0%
CAPEX / Przychody	2,4%	1,9%	2,0%	2,3%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
CAPEX / Amortyzacja	86,2%	73,9%	85,0%	96,7%	97,8%	98,4%	98,7%	98,9%	99,1%	99,2%	99,3%	99,3%
Zmiana KO / Przychody	-2,1%	8,8%	6,2%	0,7%	0,6%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-50,5%	44,0%	62,5%	--	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%
P/E*	5,8	4,1	5,4	6,6	6,4	6,2	5,9	5,8	5,7	5,6	5,5	5,4
P/BV*	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA*	2,9	4,1	4,3	3,8	3,4	3,1	2,8	2,6	2,4	2,4	2,5	2,5
EV/EBIT*	3,7	6,0	6,4	5,8	5,0	4,5	4,2	3,9	3,5	3,6	3,6	3,6
EV/S*	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
DPS	0,0	0,0	0,0	0,9	0,7	0,8	1,6	1,6	1,7	3,4	3,5	3,5
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	25,0%	25,0%	50,0%	50,0%	50,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \* Obliczenia przy cenie 19,35 PLN

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

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

**Krzysztof Pado**

Zastępca Dyrektora  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 35  
e-mail: [krzysztof.pado@bdm.pl](mailto: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](mailto:krzysztof.tkocz@bdm.pl)  
[gry komputerowe](#)

**Anna Madziar**

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

**Kajetan Sroczyński**

Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (032) 208 14 38  
e-mail: [kajetan.sroczyński@bdm.pl](mailto:kajetan.sroczyński@bdm.pl)

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

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

**Tomasz Ilczyszyn**

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

**Maciej Fink-Finowicki**

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

**Piotr Komorowski**

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

**Historia rekomendacji spółki:**

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

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

- autorem raportów nt. Seleny w okresie 2021-06\*2022 był Krystian Brymora, autorem pozostałych raportów jest Krzysztof Pado

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

**Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'22\*:**

	Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'22*:		, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	50%	2	100%
Akumuluj	1	50%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

\* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie [www.bdm.pl](http://www.bdm.pl)

**Nota prawna:**

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

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

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>). BDM jest stroną „Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych” zawartej z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), na podstawie której świadczy usługę pokrycia analitycznego Emitenta przez okres obowiązywania umowy. Z tytułu usług świadczonych w ramach umowy BDM otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane przez BDM w ramach współpracy dostępne są pod adresem: <https://www.bdm.pl/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawianych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem 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.

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty 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.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa dnia 05.10.2022 roku (14:45 CEST). Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się 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.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

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

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 05.10.2022 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
  - BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
  - Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
  - Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
  - BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
  - BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
  - BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
  - BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
  - BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
  - Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane \*
  - Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
  - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
  - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
  - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi \*BDM jest stroną „UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUG PRZYGOTOWANIA RAPORTÓW ANALITYCZNYCH” zawartej z GPW.
- Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującą, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.