



Dom Maklerski BDM S.A.

## SELENA FM

### RAPORT ANALITYCZNY

Selena FM odnotowała lepsze r/r raportowane wyniki za 4Q'22. Wsparcie były one jednak przez ugodę z Bankiem Millennium. Skorygowana rentowność była poniżej naszych założeń. Na telekonferencji wynikowej zarząd zasygnalizował słabszy popyt w branży budowlanej. Dotychczas spadające wolumeny były przykrywane przez podwyżki cen, ale ten efekt będzie obecnie już mniej odczuwalny. Zakładamy jednak, że niższe ceny surowców, powinny z czasem pozytywnie wpływać na rentowność. Podkreślamy, że już w poprzednich rekomendacjach zakładaliśmy, że wyniki 2022 będą trudne do powtórzenia. Po stronie pozytywów zwracamy uwagę na mocną poprawę pozycji gotówkowej spółki oraz zapowiedź wypłaty rekordowej dywidendy za 2022 (DPS=1,40 PLN), co może sygnalizować jakościową zmianę polityki spółki w tym zakresie. Ze strony podstawowych ryzyk Selena FM nadal ma znaczącą pozycję sprzedażową na rynku rosyjskim (istotne zredukowanie ekspozycji na ten obszar w przyszłości postrzegamy jako potencjalny upside dla naszej wyceny). Spółka wyceniana jest wg naszych prognoz na EV/EBITDA'23=3,8x (3,4x po skorygowaniu o pożyczki dla głównego akcjonariusza). Cenę docelową pozostawiamy na poziomie 28,8 PLN, co przy wzroście kursu w ostatnich miesiącach (22% od naszej ostatniej rekomendacji) implikuje obniżenie zalecenia do Akumuluj (z Kupuj).

Raportowane wyniki za 4Q'22 były powyżej naszych oczekiwań na poziomie EBITDA czy zysku netto, jednak wpłynęło na to głównie 15 mln PLN zysku z ugody z Bankiem Millennium. Przychody (+6% r/r) były zgodne z naszymi prognozami, natomiast zysk na sprzedaży wyraźnie słabszy (efekt zarówno niższej od oczekiwań marży brutto ze sprzedaży, jak i wyższej presji na koszty SG&A). Pozytywnie zaskoczył natomiast spadek długu netto do 34 mln PLN (z czego 52 mln PLN finansuje pożyczki do podmiotów powiązanych z głównym akcjonariuszem).

W całym 2022 roku spółka wypracowała rekordowe wyniki (1,96 mld PLN przychodów, 199 mln PLN EBITDA oraz 112 mln PLN zysku netto). Podkreślamy, że już w poprzednich rekomendacjach zakładaliśmy, że będą one trudne do powtórzenia w kolejnych latach. Na telekonferencji wynikowej zarząd zasygnalizował pogarszając się otoczenie rynkowe od 4Q'22, szczególnie w Polsce. 1H'23 może stać pod znakiem presji na przychody. Spółka chce elastycznie reagować na ceny surowców i działania konkurencji (presja cenowa na spadającym rynku). W 2023 roku oczekujemy spadku EBITDA o 24% r/r. Zakładamy powrót do wzrostowej ścieżki w 2024 roku.

Nadal spora ekspozycja na rynek rosyjski rodzi w naszej ocenie trudne do skwantyfikowania ryzyka. Zwracamy uwagę, że w Rosji nadal obecna jest główna europejska konkurencja spółki. Spółka podtrzymuje zainteresowanie akwizycjami (podmioty z rozpoznawalną marką i dostępem do rynku). Jednocześnie mało przejrzysta pozostaje dla nas strategia spółki dotycząca inwestycji w obszarze OZE.

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	1 384,7	1 728,4	1 963,3	1 880,3	1 928,4	2 004,7
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	468,1	479,7	590,7	570,5	589,7	610,6
Koszty SG&A [mln PLN]	342,8	396,3	452,9	459,5	471,7	490,9
Wynik na sprzedaży [mln PLN]	125,3	83,4	137,8	111,1	118,0	119,7
Saldo PPO/PKO [mln PLN]	1,9	9,3	15,8	-7,5	-7,5	-7,5
EBITDA [mln PLN]	165,7	136,8	199,2	151,2	159,9	163,2
EBIT [mln PLN]	127,2	92,7	153,6	103,6	110,5	112,2
Wynik brutto [mln PLN]	95,3	88,4	134,2	91,3	102,9	105,6
Wynik netto [mln PLN]	76,2	102,7	112,1	72,6	81,9	84,1
P/BV*	1,2	1,0	0,8	0,8	0,7	0,7
P/E*	8,1	5,7	5,2	8,0	7,1	7,0
EV/EBITDA*	3,9	5,3	3,1	3,8	3,5	3,0
EV/EBIT*	5,1	7,8	4,0	5,5	5,1	4,4

\*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 28,8 PLN**

08 MAJ 2023, 11:35 CEST

Wycena DCF [PLN]	24,4
Wycena porównawcza [PLN]	46,4
Wycena końcowa [PLN]	28,8
Potencjał do wzrostu / spadku	6,8%
Koszt kapitału	15,8%
Cena rynkowa [PLN]	27,00
Kapitalizacja [mln PLN]	616,5
Ilość akcji [mln. szt.]	22,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	27,3
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	19,0
Stopa zwrotu za 3 mc	0,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	40,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	21,6%
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 1Q'23 I KOLEJNE OKRESY .....	10
DANE FINANSOWE .....	15



## 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 2023 – 2025 dała wartość 1 akcji na poziomie 46,4 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2023-2032 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 24,4 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 28,8 PLN.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	24,4
Wycena metodą porównawczą, w tym:	20%	46,4
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	100%	46,4
- wycena do zagranicznych producentów chemii budowlanej	0%	49,0
<b>Wycena 1 akcji Selena FM [PLN]</b>		<b>28,8</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 (6,0%), premii za ryzyko rynkowe (6,5%) oraz współczynnika beta = 1,5.

### Główne założenia modelu:

- W 2023 roku spodziewamy się skonsolidowanych przychodów grupy na poziomie 1,89 mld PLN (-4% r/r). W średnim terminie 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 100 mln PLN w latach 2023-24. 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 3/5 kosztów rodzajowych. Z tego szacujemy, że większość stanowią „zmiennie” koszty surowców, oparte w mniejszym lub większym stopniu o ceny ropy (m.in. pochodne benzenu i propylenu). Marże spółka na przestrzeni lat były bardzo zmiennie – najwyższe rentowności notowano w latach 2009, 2015-16 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 latach będzie na poziomie ok 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 8,0% w 2023 roku a w kolejnych latach będzie utrzymywać się w okolicy poziomu 8% (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.
- Spółka mocno zredukowała kapitał obrotowy w końcu 2022 roku (m.in. spadek wskaźnika rotacji należności handlowych do 51 dni). W przypadku zapasów spodziewamy się, że ich wartość może utrzymywać się na relatywnie niższych poziomach (spadek cen surowców), zakładamy jednak, że poziom rotacji należności wróci stopniowo w pobliże długoterminowych średnich w latach 2024-25 (zakładamy docelowo 59 dni – średnia z 2019-23).
- Przyjmujemy CAPEX w dłuższym horyzoncie na poziomie zbliżonym do amortyzacji (spółka ma obecnie nadal wolne moce produkcyjne, głównie w Europie, w 2023 roku spółka zakłada 57 mln PLN nakładów, ale w związku ze słabszą koniunkturą mogą one być nieco niższe). 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 50% udziałów w spółce Biogazownia Przybroda za 5 mln PLN)
- Efektywną stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 20,0%.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1,0%.
- Dług netto przyjęto na poziomie z końca 2022 roku. W modelu uwzględniamy w 2023 roku rolowanie pożyczek udzielonych głównemu akcjonariuszowi (52 mln PLN wg stanu na 4Q'22 - pożyczka w kwocie 40,3 mln PLN jest zabezpieczona wekslem imiennym beneficjenta rzeczywistego Seleny FM, pożyczka w kwocie 2,4 mln PLN - portfelem wierzytelności pożyczkobiorcy, a pożyczka w kwocie 9,3 mln PLN – majątkiem obrotowym pożyczkobiorcy) - przyjmujemy spłatę w 2025, obecnie spółka nie ma większych potrzeb kapitałowych, zakładamy, że pożyczka nie byłaby rolowana w sytuacji, gdyby spółka finalizowała jakieś większe transakcje M&A.
- Do obliczeń przyjęliśmy liczbę akcji skorygowaną o akcje własne (22,8 mln – 1,2 mln), a końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 8 maja 2023 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 528,7 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 24,4 PLN.

**Model DCF**

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 880,3	1 928,4	2 004,7	2 027,2	2 043,7	2 061,3	2 079,6	2 097,8	2 116,5	2 138,4
EBIT [mln PLN]	103,6	110,5	112,2	109,9	107,9	112,2	115,3	112,8	109,9	110,2
Stopa podatkowa	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	20,7	22,1	22,4	22,0	21,6	22,4	23,1	22,6	22,0	22,0
NOPLAT [mln PLN]	82,8	88,4	89,8	87,9	86,3	89,8	92,2	90,3	87,9	88,2
Amortyzacja [mln PLN]	47,7	49,5	51,0	52,3	53,4	54,4	55,4	56,2	57,1	57,9
CAPEX [mln PLN]	-54,5	-55,9	-56,4	-57,0	-57,6	-58,2	-58,9	-59,5	-60,2	-61,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]*	10,4	-30,4	-37,4	-4,8	-3,5	-3,6	-3,6	-3,8	-3,6	-4,1
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	52,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	81,0
FCF [mln PLN]	86,4	51,6	99,0	78,5	78,6	82,5	85,1	83,1	81,1	20,3
DFCF [mln PLN]	79,1	41,1	68,5	47,1	40,9	37,1	33,1	27,9	23,5	20,3
Suma DFCF [mln PLN]	418,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]	575,8									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	144,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	562,9									
Dług netto 2022 [mln PLN]	34,2									
Udział mniejszości [mln PLN]	3,2									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>528,7</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	21,6									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>24,4</b>									

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

Przychody zmiana r/r	-4,2%	2,6%	4,0%	1,1%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	1,0%
EBIT zmiana r/r	-32,6%	6,7%	1,6%	-2,1%	-1,8%	4,0%	2,7%	-2,1%	-2,6%	0,3%
FCF zmiana r/r	-40,5%	-40,3%	91,9%	-20,7%	0,2%	4,9%	3,2%	-2,3%	-2,4%	-0,2%
Marża EBITDA	8,0%	8,3%	8,1%	8,0%	7,9%	8,1%	8,2%	8,1%	7,9%	7,9%
Marża EBIT	5,5%	5,7%	5,6%	5,4%	5,3%	5,4%	5,5%	5,4%	5,2%	5,2%
Marża NOPLAT	4,4%	4,6%	4,5%	4,3%	4,2%	4,4%	4,4%	4,3%	4,2%	4,1%
CAPEX / Przychody	2,9%	2,9%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,9%
CAPEX / Amortyzacja	114,3%	112,9%	110,6%	109,0%	107,8%	107,0%	106,3%	105,9%	105,6%	105,4%
Zmiana KO / Przychody	-0,6%	1,6%	1,9%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	12,6%	63,3%	49,0%	21,2%	21,3%	20,3%	19,9%	21,0%	19,1%	18,8%

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

**Kalkulacja WACC**

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Stopa wolna od ryzyka	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Premia za ryzyko	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
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	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%
Udział kapitału własnego	86,9%	90,5%	93,7%	95,6%	97,3%	99,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Udział kapitału obcego	13,1%	9,5%	6,3%	4,4%	2,7%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	14,5%	14,8%	15,1%	15,3%	15,5%	15,7%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF**

beta	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			
	1,2	27,4	28,1	29,0	5,5%	26,5	27,2	27,9	5,5%	28,3	27,2	26,1
	1,3	26,1	26,8	27,5	6,0%	25,2	25,7	26,4	6,0%	26,9	25,7	24,7
	1,4	25,0	25,5	26,2	6,5%	23,9	24,4	25,0	6,5%	25,5	24,4	23,4
	1,5	23,9	24,4	25,0	7,0%	22,8	23,3	23,7	7,0%	24,4	23,3	22,3
	1,6	23,0	23,4	23,9	7,5%	21,8	22,2	22,6	7,5%	23,3	22,2	21,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników krajowych producentów materiałów budowlanych (waga 100% w wycenie porównawczej). Dla celów porównawczych prezentujemy także hipotetyczną wycenę dla wskaźniki zagranicznych producentów chemii budowlanej (waga 0% w końcowej wycenie, m.in. ze względu na wyraźnie niższe poziomy rentowności EBITDA czy ROE dla Seleny FM vs podmioty zagraniczne). Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (po 33% dla każdego okresu). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie czyli 46,4 PLN/akcję.

### Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Wycena
<b>Wycena metodą porównawczą, w tym:</b>		<b>46,4</b>
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	100%	46,4
- wycena do zagranicznych producentów chemii budowlanej	0%	49,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Wycena porównawcza do krajowych producentów materiałów budowlanych

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Ferro	11,7	11,7	11,0	7,1	6,6	6,4
Decora	9,3	8,2	7,7	6,5	5,8	5,5
Śnieżka	19,8	15,0	11,5	10,0	8,7	7,3
<b>Mediana</b>	<b>11,7</b>	<b>11,7</b>	<b>11,0</b>	<b>7,1</b>	<b>6,6</b>	<b>6,4</b>
Selena FM	8,0	7,1	7,0	3,8	3,5	3,0
Premia/dyskonto dla Seleny FM	-31,1%	-39,1%	-36,9%	-46,8%	-46,6%	-52,5%
Wycena wg wskaźnika	39,2	44,3	42,8	50,3	49,6	52,4
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>42,1</b>			<b>50,8</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>		<b>46,4</b>				

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

### Wycena porównawcza do zagranicznych producentów chemii budowlanej

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
H.B. Fuller	12,8	12,0	11,4	7,8	7,4	7,1
Henkel	19,1	16,9	15,4	10,3	9,3	8,7
Saint Gobain	9,1	8,5	7,8	5,0	4,6	4,2
Sika	30,2	24,9	22,1	19,5	16,2	14,3
Sto	13,4	12,9	12,3	5,9	5,4	5,1
Uzin Utz	13,3	12,1	11,5	6,8	6,2	5,9
<b>Mediana</b>	<b>13,4</b>	<b>12,5</b>	<b>11,9</b>	<b>7,3</b>	<b>6,8</b>	<b>6,5</b>
Selena FM	8,0	7,1	7,0	3,8	3,5	3,0
Premia/dyskonto dla Seleny FM	-39,9%	-42,8%	-41,5%	-48,0%	-48,4%	-53,3%
Wycena wg wskaźnika	44,9	47,2	46,2	51,4	51,2	53,3
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>46,1</b>			<b>52,0</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>		<b>49,0</b>				

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## WYNIKI ZA OSTATNIE OKRESY

Wyniki za 4Q'2022 [mln PLN]

	4Q'21	4Q'22	zmiana r/r	4Q'22P BDM	odchyl.	2021	2022	zmiana r/r
Przychody	447,6	473,5	5,8%	478,7	-1,1%	1 728,4	1 963,3	13,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	113,6	129,1	13,7%	141,6	-8,9%	479,7	590,7	23,1%
Zysk na sprzedaży	6,1	12,3	100,5%	21,1	-41,7%	83,4	137,8	65,3%
PPO/PKO	1,9	20,7	1019,0%	-5,0	---	9,3	15,8	69,5%
EBITDA	19,2	44,2	130,5%	27,9	58,3%	136,8	199,2	45,7%
EBIT	8,0	33,1	313,5%	16,1	105,6%	92,7	153,6	65,7%
Zysk brutto	1,3	14,2	1005,8%	4,5	214,8%	88,4	134,2	51,7%
Zysk netto	31,8	17,3	-45,6%	3,8	356,9%	102,7	112,1	9,2%
Marża brutto ze sprzedaży	25,4%	27,3%		29,6%		27,8%	30,1%	
Marża EBITDA	4,3%	9,3%		5,8%		7,9%	10,1%	
Marża EBIT	1,8%	7,0%		3,4%		5,4%	7,8%	
Marża zysku netto	7,1%	3,6%		0,8%		5,9%	5,7%	

Źródło: BDM S.A., spółka

- Przychody w 4Q'22 wyniosły 473,5 mln PLN (+6% r/r), 1% poniżej naszych oczekiwań. Był to rekordowy 4Q w historii spółki.
- Spółka zmieniła prezentację wyników wg segmentów – dane w ujęciu rocznym prezentujemy w tabeli na kolejnej stronie.
- Na dzień bilansowy wartość zapasów zlokalizowanych w „regionie objętym konfliktem” wynosiła 43 mln PLN, a stan należności od klientów z tego regionu wynosił 25 mln PLN (należności w RUB na poziomie 24 mln PLN vs 57 mln PLN rok wcześniej).
- Rentowność brutto ze sprzedaży (27,3%) była na wyraźnie lepszym poziomie r/r, ale sezonowo wypadła słabiej q/q. Zakładaliśmy ok. 30%. Stosunek kosztów SG&A do przychodów wzrósł r/r i sezonowo q/q.
- Wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej w 4Q'22 na poziomie: +20,7 mln PLN. Z tego +14,7 mln PLN dotyczyło ugody spółki zależnej Carina z Bankiem Millennium (w naszych prognozach nie uwzględnialiśmy tego zdarzenia) - w 2020 roku spółka zawiązała 17,9 mln PLN dotyczącej sporu sądowego z bankiem (pозew ze strony banku dotyczył zasądzenia roszczenia z tytułu domniemanego zawarcia przez spółkę z bankiem transakcji walutowych w 2008 roku).
- EBITDA w 4Q'22 wyniosła 44,2 mln PLN (vs 19,2 mln PLN rok temu). Wynik wyraźnie lepszy od naszych założeń, ale wynika z one-off'a.
- Saldo finansowe z ujemnym wpływem na poziomie -19,9 mln PLN (duży wpływ różnic kursowych).
- Zysk netto w 4Q'22 na poziomie 17,3 mln PLN
- Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły +141 mln PLN w 4Q'22. Na koniec okresu spółka miała 34 mln PLN długu netto (18 mln PLN gotówki netto po skorygowaniu o udzielone pożyczki do podmiotów powiązanych).
- EBITDA w 2022 roku wyniosła 199 mln PLN (w poprzednim rekordowym 2020 Selena FM miała 166 mln PLN EBITDA).
- CAPEX w 2022 roku: 37 mln PLN.
- Rozwój projektów OZE. Na początku 4Q'22 doszło do podwyższenia kapitału w Selena Green Investments ASI (platforma spółki do inwestycji w OZE, w której posiada obecnie 95% udziałów, a pozostałe 5% należy do K. Domareckiego), na co jednostka dominująca przeznaczyła 26 mln PLN. Jeszcze w 3Q'22 Selena GI ASI nabyła 50% udziałów w spółce Biogazownia Przybroda za 5 mln PLN. Z informacji prasowych wynika, że wcześniej podpisano także umowy na nabycie praw do projektu farmy PV oraz projektu biogazowni.

## Podsumowanie telekonferencji wynikowej po 4Q'22

- 4Q'22:** tendencja spadkowa, nowe inwestycje nieco stanęły, wyraźne spowolnienie w Polsce; stabilizacja lub lekki trend spadkowy surowców (większy spadek w uszczelniaczach i klejach - wzrost podaży z Azji); spadek zapasów – większa efektywność, zejście z ponadnormatywnych zapasów; spadek marży q/q – sezonowość, ale też spadek popytu na dużych rynkach; ugoda z Bankiem Millennium pozwoliła zamknąć sprawę sądową
- Podsumowanie 2022:** rok w ocenie zarządu był dobry w trudnym otoczeniu; wzrost przychodów w dużej części spowodowany wzrostem cen; duże wahania surowców i kursów walutowych; presja na kosztach SG&A (inflacja cen i wynagrodzeń)
- Perspektywa 2023:** nie będzie to rok łatwy, sytuacja makro nie jest sprzyjająca; 1H'23 będzie trudniejszym okresem, początek roku nie napawa optymizmem (różnie wygląda w różnych geografiach, najslabiej wygląda rynek w Polsce); spółka chce mimo wszystko nadal rosnąć; rynek remontowy jest obecnie priorytetem (m.in. efekt termomodernizacji); spółka będzie kontynuować inwestycje w OZE
- Ceny:** spółka chce szybko i elastycznie reagować na surowce i ceny konkurencji; spółka nie wyklucza podwyżek, ale widać presję cenową w obszarach, gdzie ceny surowców spadają



- **Chiny (fabryka w strefie):** rozmowy nadal trwają (ruszyły po skończeniu lockdown'u), decyzje będą w perspektywie paru miesięcy
- **Inwestycje:** CAPEX może być podobny r/r, projekty OZE weryfikowane są na bieżąco
- **M&A:** przez ostatnie 2 lata było prowadzone wiele rozmów, procesy są bardzo długie; obecnie wyceny spółek spadły, co może ułatwiać transakcje; spółkę interesuje zarówno poszerzanie kierunków geograficznych jak i asortymentu, ale bez odchodzenia od core biznesu, produkty termomodernizacyjne są także w centrum zainteresowania
- **Dywidenda:** spółka chciałaby rosnąć i płacić dywidendę

Podsumowując wyniki spółki za 4Q'22 były wyraźnie powyżej naszych oczekiwań, ale jest to efekt głównie ugody z Bankiem Millennium, która dodała blisko 15 mln PLN do EBITDA. Marża brutto ze sprzedaży, mimo, że jest lepsza r/r, była poniżej naszych oczekiwań. Na telekonferencji wynikowej zarząd zasygnalizował pogarszając się otoczenie rynkowe od 4Q'22, szczególnie w Polsce. 1H'23 może stać pod znakiem presji na przychody. Spółka chce elastycznie reagować na ceny surowców (obserwowany wyraźny spadek w części kategorii) i działania konkurencji (presja cenowa na spadającym rynku). Pozytywnie oceniamy wyraźną poprawę pozycji gotówkowej spółki w końcu roku. Zarząd na telekonferencji sygnalizował także większe możliwości w obszarze M&A (spadek wycen).

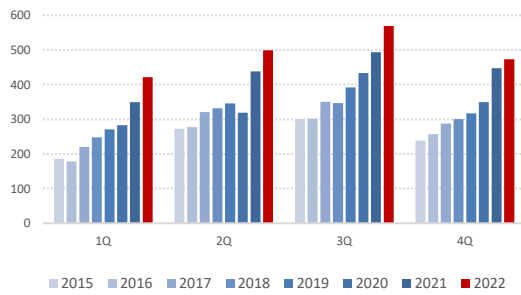
**Wyniki wg segmentów [mln PLN] – porównanie nowego i starego podziału\***

	2021 nowe	2022 nowe		2021 stare
<b>Przychody łącznie*</b>	<b>1 728,4</b>	<b>1 963,3</b>	<b>Przychody łącznie*</b>	<b>1 728,4</b>
Jednostka dominująca	993,6	1 059,7	UE	1 464,9
Produkcja w Polsce	836,6	868,7	---	---
Dystrybucja w Polsce	389,6	402,5	---	---
Europa Zachodnia	383,8	432,3	---	---
Europa Wschodnia i Azja	450,6	551,6	Europa Wschodnia i Azja	510,6
Ameryka Płn. i Płd	126,1	168,9	Ameryka Płn. i Płd	126,1
Pozostałe**	217,8	231,5	---	---
Korekty	-1 669,9	-1 751,8	Korekty	-373,2
<b>Przychody na zewnątrz</b>	<b>1 728,4</b>	<b>1 963,3</b>	<b>Przychody na zewnątrz</b>	<b>1 728,4</b>
Jednostka dominująca	212,6	207,9	UE	1 103,5
Produkcja w Polsce	5,4	8,0	---	---
Dystrybucja w Polsce	389,0	401,2	---	---
Europa Zachodnia	368,1	416,5	---	---
Europa Wschodnia i Azja	441,9	550,4	Europa Wschodnia i Azja	498,8
Ameryka Płn. i Płd	126,0	168,7	Ameryka Płn. i Płd	126,0
Pozostałe	185,4	210,7	---	---
Korekty	0,0	0,0	Korekty	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>136,8</b>	<b>199,2</b>	<b>EBITDA</b>	<b>136,8</b>
Jednostka dominująca	85,5	99,9	UE	213,9
Produkcja w Polsce	77,4	75,7	---	---
Dystrybucja w Polsce	23,1	24,8	---	---
Europa Zachodnia	34,8	29,2	---	---
Europa Wschodnia i Azja	51,8	99,6	Europa Wschodnia i Azja	57,8
Ameryka Płn. i Płd	7,4	12,2	Ameryka Płn. i Płd	7,4
Pozostałe	30,5	39,4	---	---
Korekty	-173,8	-181,5	Korekty	-142,4
<b>marża EBITDA</b>	<b>7,9%</b>	<b>10,1%</b>	<b>marża EBITDA*</b>	<b>7,9%</b>
Jednostka dominująca	8,6%	9,4%	UE	14,6%
Produkcja w Polsce	9,3%	8,7%	---	---
Dystrybucja w Polsce	5,9%	6,1%	---	---
Europa Zachodnia	9,1%	6,7%	---	---
Europa Wschodnia i Azja	11,5%	18,1%	Europa Wschodnia i Azja	11,3%
Ameryka Płn. i Płd	5,9%	7,2%	Ameryka Płn. i Płd	5,9%
Pozostałe	14,0%	17,0%	---	---
Korekty	10,4%	10,4%	Korekty	38,2%

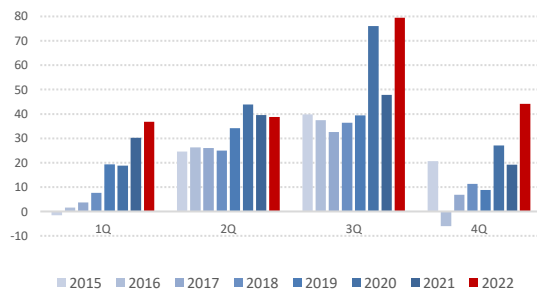
Źródło: BDM S.A., spółka, \*Selena FM zmieniła prezentację wyników wg segmentów w 4Q'22, \*\* pozostałe to m.in. Europa Centralna oraz private label



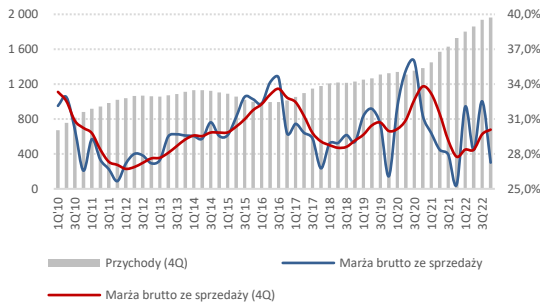
**Przychody [mln PLN]**



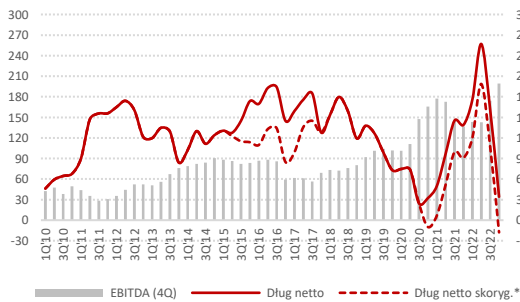
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka  
**EBITDA [mln PLN]**



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

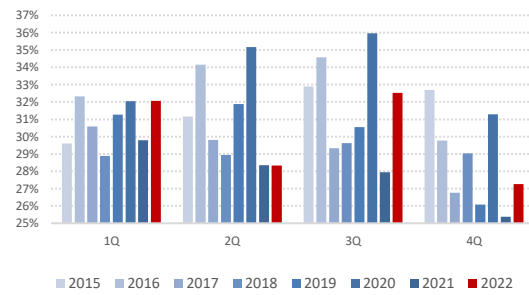


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka  
**Dług netto [mln PKN]**

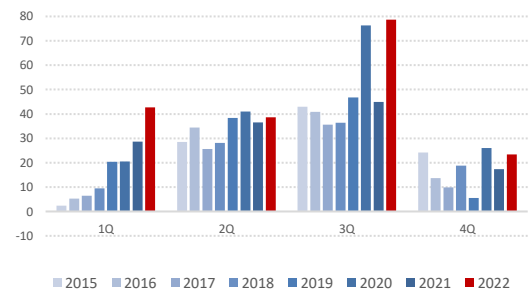


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

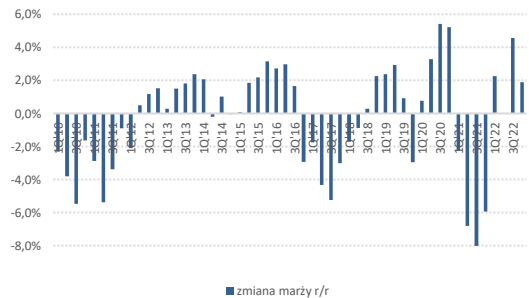
**Marża brutto ze sprzedaży**



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

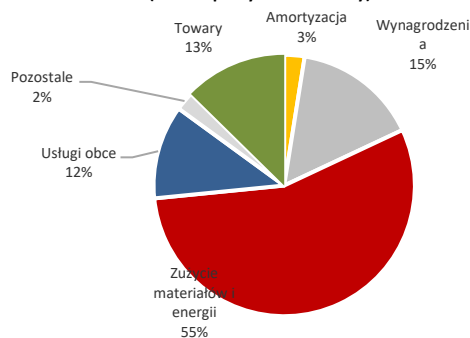
## PROGNOZY NA 1Q'23 I KOLEJNE OKRESY

### Aktualna sytuacja na rynku surowców

Największą pozycję w strukturze kosztów spółki stanowią koszty zużycia materiałów i energii (około 3/5 – 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 poliiole (na bazie propylenu), a w kategorii uszczelniaczy: silikon, polimer silikonowy, octan winylu. Wśród innych surowców można wymienić np. asfalty, kwas akrylowy, TCPP, DME, kauczuk. Ceny opakowań zależą od kosztu tworzyw sztucznych (m.in. polietylen). Większość surowców używanych przez spółkę w mniejszym lub większym stopniu powiązana jest z cenami ropy naftowej

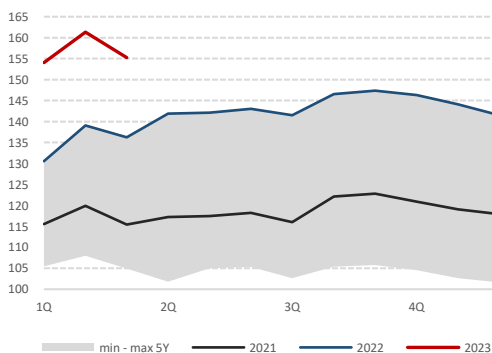
Rok 2021 i 1H'22 był okresem bardzo trudnego otoczenia surowcowego dla Seleny FM. Cenę podwoił m.in. podstawowy surowiec do produkcji pian (najpopularniejsza grupa produktów spółki), czyli MDI (przebijając także wcześniejsze rekordowe poziomy z 2017/18 roku). Szacujemy, że koszt MDI może stanowić ok 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 2022 roku marża wróciła na poziom 30%, poszczególne kwartały były bardzo zróżnicowane - najlepszy 3Q'22, najgorszy 4Q'22 – ale każdy był lepszy r/r. Poprawę marż w 2022 można wiązać z wprowadzonymi podwyżkami cen przez producentów chemii budowlanej. Indeks cen publikowany przez PSB wskazał na 20% wzrost cen pomiędzy grudniem 2021 a grudniem 2022. Obecnie zwracamy uwagę, że wyraźnie od szczytu z 1Q'22 spadły już ceny ropy (benzyny surowej), czyli bazy do produktów petrochemicznych (ceny benzenu czy propylenu w EUR są obecnie niższe niż w 2022 i 2021 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)



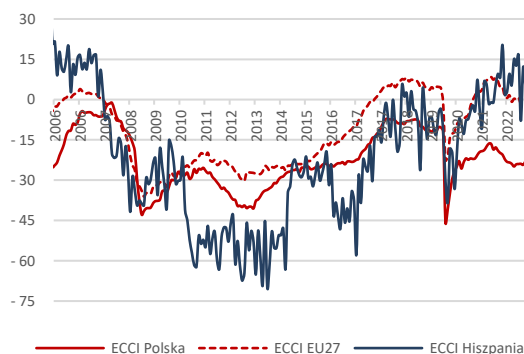
Źródło: BDM S.A., spółka, zużycie energii elektrycznej i ciepłej w 2022 roku wyniosło w grupie 56,0 tys MWh

### Indeks cen chemii budowlanej w Polsce



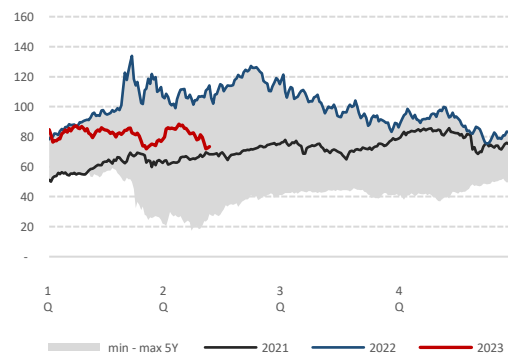
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., 100 = grudzień 2010

### Wskaźnik zaufania w budownictwie



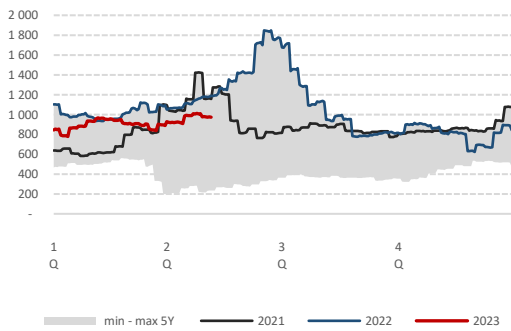
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Komisja Europejska

### Cena ropy Brent [USD/bbl]



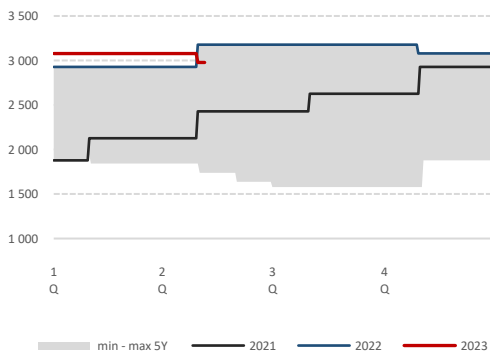
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Cena benzenu [EUR/t]**



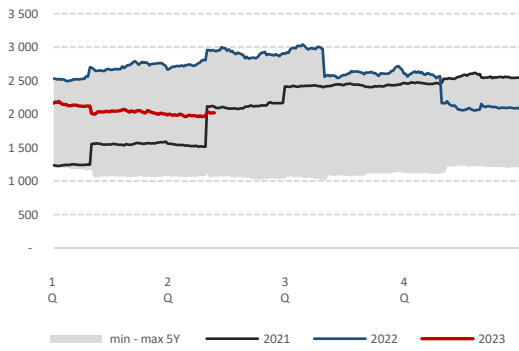
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, benzen jest jednym z głównych składników do produkcji MDI

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



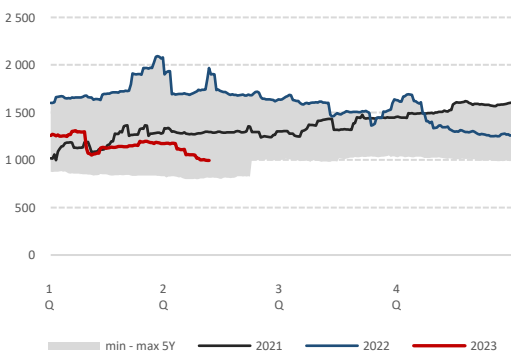
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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



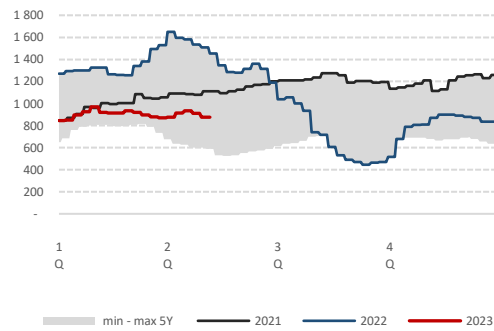
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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



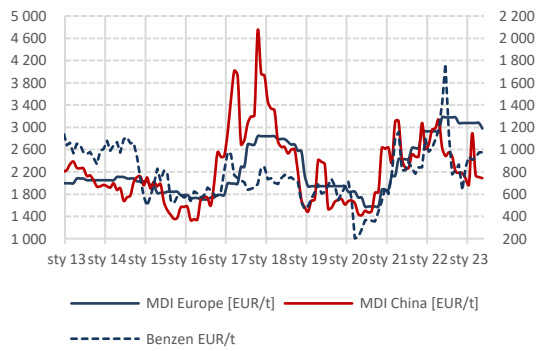
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Cena propylenu [EUR/t]**



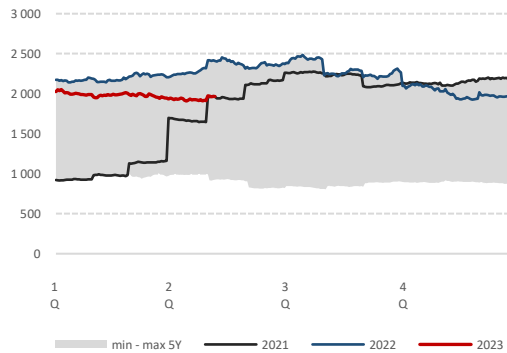
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, propylen jest jednym z głównych składników do produkcji polioli

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



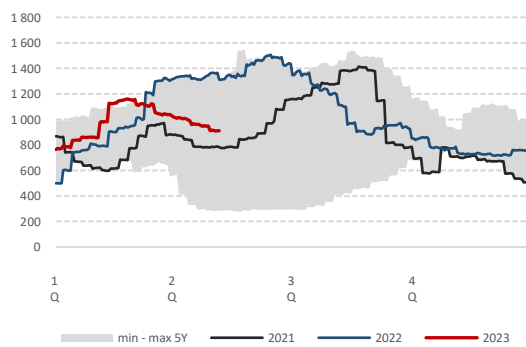
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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



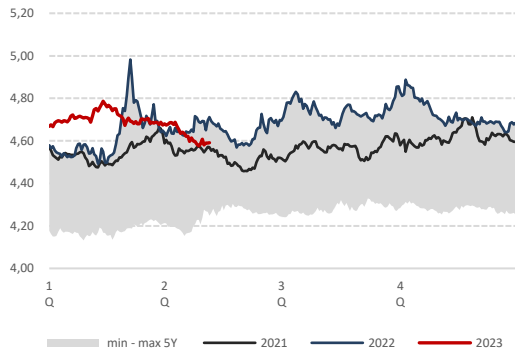
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Butadien Korea [EUR/t]**



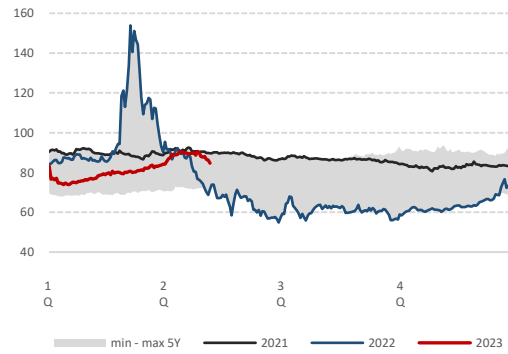
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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'22	4Q'22	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>569,0</b>	<b>473,5</b>	<b>413,1</b>	<b>467,9</b>	<b>535,6</b>	<b>463,7</b>
Jednostka dominująca	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	54,4	51,4	49,8	63,8
Produkcja w Polsce	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	1,7	1,9	2,5	2,1
Dystrybucja w Polsce	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	82,6	88,6	116,4	97,8
Europa Zachodnia	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	94,2	97,2	97,7	92,0
Europa Wschodnia i Azja	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	72,8	105,1	145,7	108,9
Ameryka Pn. i Pld	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	41,2	46,0	48,0	40,0
Pozostałe	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	66,1	77,7	75,5	59,3
Korekty	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	0,0	0,0	0,0	0,0
<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>185,1</b>	<b>129,1</b>	<b>125,1</b>	<b>145,7</b>	<b>166,9</b>	<b>132,8</b>
SG&A	79,7	80,3	89,3	93,4	86,0	98,8	104,2	107,4	103,5	114,5	118,2	116,8	105,9	117,2	118,9	117,5
Saldo PPO/PKO	-1,7	2,9	-0,3	1,1	1,7	3,0	2,8	1,9	-5,9	0,2	0,7	20,7	-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>79,4</b>	<b>44,2</b>	<b>29,8</b>	<b>39,5</b>	<b>59,0</b>	<b>23,0</b>
Jednostka dominująca	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	15,8	20,2	29,5	12,1
Produkcja w Polsce	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	12,6	16,8	25,5	9,5
Dystrybucja w Polsce	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	4,3	5,7	10,5	2,9
Europa Zachodnia	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	5,1	6,5	9,2	2,8
Europa Wschodnia i Azja	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	9,5	16,0	29,0	9,7
Ameryka Pn. i Pld	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	2,0	5,2	7,0	1,3
Pozostałe	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	8,9	12,2	15,6	5,5
Korekty	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	-28,4	-43,1	-67,2	-21,0
<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>67,6</b>	<b>33,1</b>	<b>18,2</b>	<b>27,6</b>	<b>47,0</b>	<b>10,8</b>
Saldo finansowe	-3,7	-3,9	-7,1	-18,6	1,8	-1,8	-0,9	-5,9	2,3	3,1	-8,0	-19,9	-4,5	-3,4	-4,6	-2,6
Zysk brutto	5,4	31,5	59,1	-0,7	21,6	27,8	37,8	1,3	28,8	30,9	60,3	14,2	13,9	25,1	43,4	8,9
<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>46,4</b>	<b>17,3</b>	<b>11,1</b>	<b>20,0</b>	<b>34,4</b>	<b>7,1</b>
CFO	-5,5	8,6	60,9	48,2	-9,5	-35,6	-33,9	48,8	-23,1	-31,9	103,7	141,1	-20,0	-20,0	50,0	128,8
Dług netto	74,6	73,8	24,5	32,2	49,6	97,1	145,4	138,9	175,6	257,0	161,6	34,2	54,2	74,2	24,2	-11,7
Dług netto skorg.	74,6	73,8	24,5	-9,9	6,4	52,0	99,3	90,7	119,6	198,7	107,6	-17,8	2,2	22,2	-27,8	-63,6
<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>15,4%</b>	<b>5,8%</b>	<b>-2,0%</b>	<b>-6,3%</b>	<b>-5,9%</b>	<b>-2,1%</b>
Jednostka dominująca	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Produkcja w Polsce	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Dystrybucja w Polsce	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Europa Zachodnia	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Europa Wschodnia i Azja	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Ameryka Pn. i Pld	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Pozostałe	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Korekty	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
<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>32,5%</b>	<b>27,3%</b>	<b>30,3%</b>	<b>31,2%</b>	<b>31,2%</b>	<b>28,6%</b>
S&GA/przychody	28,2%	25,1%	20,6%	26,8%	24,6%	22,5%	21,1%	24,0%	24,5%	22,9%	20,8%	24,7%	25,6%	25,0%	22,2%	25,3%
<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>14,0%</b>	<b>9,3%</b>	<b>7,2%</b>	<b>8,4%</b>	<b>11,0%</b>	<b>5,0%</b>
<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>11,9%</b>	<b>7,0%</b>	<b>4,4%</b>	<b>5,9%</b>	<b>8,8%</b>	<b>2,3%</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>8,2%</b>	<b>3,6%</b>	<b>2,7%</b>	<b>4,3%</b>	<b>6,4%</b>	<b>1,5%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Prognozy wyników na 1Q'2023**

	1Q'22	1Q'23P	zmiana r/r	2022	2023P	zmiana r/r	2024P	zmiana r/r
Przychody	421,6	413,1	-2,0%	1 963,3	1 880,3	-4,2%	1 928,4	2,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	135,2	125,1	-7,5%	590,7	570,5	-3,4%	589,7	3,4%
Zysk na sprzedaży	31,7	19,2	-39,4%	137,8	111,1	-19,4%	118,0	6,2%
Saldo PPO/PKO	-5,9	-1,0	---	15,8	-7,5	---	-7,5	---
EBITDA	36,8	29,8	-19,1%	199,2	151,2	-24,1%	159,9	5,7%
EBIT	25,8	18,2	-29,4%	153,6	103,6	-32,6%	110,5	6,7%
Zysk brutto	28,8	13,9	-51,6%	134,2	91,3	-31,9%	102,9	12,7%
Zysk netto	25,0	11,1	-55,7%	112,1	72,6	-35,2%	81,9	12,8%
Marża brutto ze sprzedaży	32,1%	30,3%		30,1%	30,3%		30,6%	
marża EBITDA	8,7%	7,2%		10,1%	8,0%		8,3%	
marża EBIT	6,1%	4,4%		7,8%	5,5%		5,7%	
marża netto	5,9%	2,7%		5,7%	3,9%		4,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Skorygowane prognozy wyników na lata 2023-2024 rok [mln PLN]**

	2022P	2022	zmiana	2023P	2023P	zmiana	2024P	2024P	zmiana
	poprzednio*	finalne		poprzednio*	aktualnie		poprzednio*	aktualnie	
Przychody	1 971,4	1 963,3	-0,4%	1 925,4	1 880,3	-2,3%	1 963,2	1 928,4	-1,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	603,2	590,7	-2,1%	585,2	570,5	-2,5%	599,6	589,7	-1,7%
EBITDA	182,9	199,2	8,9%	165,2	151,2	-8,5%	169,6	159,9	-5,7%
EBIT	136,6	153,6	12,5%	118,2	103,6	-12,4%	123,1	110,5	-10,3%
Zysk (strata) netto	104,6	112,1	7,2%	85,6	72,6	-15,1%	88,1	81,9	-7,0%
Dług (gotówka) netto	140,6	34,2	-75,7%	89,5	-11,7	-113,1%	39,0	-24,6	-163,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	30,6%	30,1%		30,4%	30,3%		30,5%	30,6%	
Marża EBITDA	9,3%	10,1%		8,6%	8,0%		8,6%	8,3%	
Marża EBIT	6,9%	7,8%		6,1%	5,5%		6,3%	5,7%	
Marża zysku netto	5,3%	5,7%		4,4%	3,9%		4,5%	4,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \*poprzednio: rekomendacja z 25.11.2022

Wyniki spółki za 4Q'22 były powyżej naszych oczekiwań, ale był to efekt głównie ugody z Bankiem Millennium, która dodała blisko 15 mln PLN do EBITDA. Marża brutto ze sprzedaży, mimo, że była lepsza r/r, była poniżej naszych oczekiwań. Pozytywnie oceniamy wyraźną poprawę pozycji gotówkowej spółki w końcówce roku. Na telekonferencji wynikowej zarząd zasygnalizował pogarszając się otoczenie rynkowe od 4Q'22, szczególnie w Polsce. 1H'23 może stać pod znakiem presji na przychody. Spółka chce elastycznie reagować na ceny surowców (obserwowany wyraźny spadek w części kategorii) i działania konkurencji (presja cenowa na spadającym rynku), więc mimo mniejszej presji kosztowej, nie spodziewamy się na ten moment miejsca na poprawę rentowności (bardziej widzielibyśmy przestrzeń w końcówce 2023 i 2024)

Zakładamy, że w 1Q'23 spółka wykaże spadek sprzedaży o 2% (słaby rynek w Polsce i USA, neutralnie w Europie Zachodniej i krajach Europy Wschodniej i Azji). Spodziewamy się słabszej r/r marży brutto ze sprzedaży (1Q'22 był ponadprzeciętnie dobry, czemu sprzyjał wysoki popyt). Oczekujemy spadku EBITDA o 19% r/r. Na poziomie netto erozja wyniku może być mocniejsza, znaczący wpływ mogą mieć ujemne różnice kursowe (spółka w 1Q'22 miała dodatnie saldo finansowe oraz niską efektywną stopę podatku).

Nie zmieniamy istotnie naszych prognoz przychodowych na kolejne lata. Obniżamy minimalnie estymowany poziom marży brutto ze sprzedaży (większy negatywny wpływ innych czynników kosztowych niż surowce) oraz podwyższamy w nieznacznym stopniu prognozowany stosunek kosztów SG&A do przychodów. Implikuje to nieznaczne obniżenie naszych oczekiwań na lata 2023-24 (o 5-8% na poziomie EBITDA, przy czym nasze założenia były już wcześniej niższe r/r w 2023).

W modelu uwzględniamy w 2023 i 2024 roku rolowanie udzielonych pożyczek głównemu akcjonariuszowi. Przyjmujemy spłatę w 2025, obecnie spółka nie ma większych potrzeb kapitałowych, zakładamy, że pożyczka nie byłaby rolowana w sytuacji, gdyby spółka finalizowała jakieś większe transakcje M&A.

## Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2023P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 728,4</b>	<b>1 963,3</b>	<b>1 880,3</b>	<b>1 928,4</b>	<b>2 004,7</b>	<b>2 027,2</b>	<b>2 043,7</b>	<b>2 061,3</b>	<b>2 079,6</b>	<b>2 097,8</b>	<b>2 116,5</b>	<b>2 138,4</b>
Jednostka dominująca	212,6	207,9	219,4	226,6	234,8	237,2	239,5	241,9	244,3	246,8	249,3	251,7
Produkcja w Polsce	5,4	8,0	8,1	8,4	8,7	8,8	8,9	9,0	9,1	9,1	9,2	9,3
Dystrybucja w Polsce	389,0	401,2	385,4	398,8	413,2	417,3	421,5	425,7	430,0	434,3	438,6	443,0
Europa Zachodnia	368,1	416,5	381,2	428,0	443,5	448,0	452,4	457,0	461,5	466,1	470,8	475,5
Europa Wschodnia i Azja	441,9	550,4	432,5	421,1	427,5	444,9	444,7	445,1	445,9	446,5	447,3	450,3
Ameryka Płn. i Płd	126,0	168,7	175,2	197,1	220,4	231,4	236,0	240,7	245,6	250,5	255,5	260,6
Pozostałe	185,4	210,7	278,5	248,5	256,6	239,7	240,7	241,9	243,2	244,5	245,9	248,0
Korekty	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>479,7</b>	<b>590,7</b>	<b>570,5</b>	<b>589,7</b>	<b>610,6</b>	<b>614,3</b>	<b>617,1</b>	<b>626,6</b>	<b>634,8</b>	<b>637,6</b>	<b>639,9</b>	<b>646,2</b>
SG&A	396,3	452,9	459,5	471,7	490,9	496,9	501,7	506,8	512,0	517,2	522,5	528,5
Saldo PPO/PKO	9,3	15,8	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5
<b>EBITDA</b>	<b>136,8</b>	<b>199,2</b>	<b>151,2</b>	<b>159,9</b>	<b>163,2</b>	<b>162,2</b>	<b>161,3</b>	<b>166,7</b>	<b>170,7</b>	<b>169,1</b>	<b>166,9</b>	<b>168,1</b>
Jednostka dominująca	85,5	99,9	77,6	82,3	83,8	83,2	82,8	85,6	87,8	86,9	85,7	86,3
Produkcja w Polsce	77,4	75,7	64,4	68,2	69,6	69,1	68,7	71,1	72,8	72,1	71,1	71,6
Dystrybucja w Polsce	23,1	24,8	23,5	25,3	25,6	25,2	25,0	26,0	26,8	26,4	25,9	26,1
Europa Zachodnia	34,8	29,2	23,6	26,4	26,5	25,5	25,2	26,4	27,2	26,8	26,2	26,3
Europa Wschodnia i Azja	51,8	99,6	64,2	64,3	64,0	65,9	65,4	66,3	66,9	66,4	65,7	66,0
Ameryka Płn. i Płd	7,4	12,2	15,5	18,0	19,9	20,5	20,7	21,6	22,3	22,4	22,4	22,7
Pozostałe	30,5	39,4	42,1	41,3	42,3	39,4	39,2	40,0	40,5	40,3	40,1	40,4
Korekty	-173,8	-181,5	-159,8	-165,9	-168,5	-166,5	-165,6	-170,2	-173,6	-172,1	-170,2	-171,4
<b>EBIT</b>	<b>92,7</b>	<b>153,6</b>	<b>103,6</b>	<b>110,5</b>	<b>112,2</b>	<b>109,9</b>	<b>107,9</b>	<b>112,2</b>	<b>115,3</b>	<b>112,8</b>	<b>109,9</b>	<b>110,2</b>
Saldo finansowe	-6,8	-22,5	-15,1	-10,5	-9,7	-8,1	-6,7	-5,1	-3,9	-3,8	-3,6	-3,6
Zysk brutto	88,4	134,2	91,3	102,9	105,6	104,9	104,4	110,4	114,6	112,2	109,5	109,9
<b>Zysk netto</b>	<b>102,7</b>	<b>112,1</b>	<b>72,6</b>	<b>81,9</b>	<b>84,1</b>	<b>83,5</b>	<b>83,1</b>	<b>87,9</b>	<b>91,2</b>	<b>89,3</b>	<b>87,2</b>	<b>87,5</b>
CFO	-30,2	189,8	138,8	105,5	101,5	132,6	133,0	137,1	140,2	138,8	137,4	138,0
Dług netto	138,9	34,2	-11,7	-24,6	-86,4	-116,5	-148,0	-184,7	-178,6	-167,3	-155,9	-146,3
Dług netto skoryg.*	90,7	-17,8	-63,6	-76,6	-86,4	-116,5	-148,0	-184,7	-178,6	-167,3	-155,9	-146,3
<b>Przychody zmiana r/r</b>	<b>---</b>	<b>13,6%</b>	<b>-4,2%</b>	<b>2,6%</b>	<b>4,0%</b>	<b>1,1%</b>	<b>0,8%</b>	<b>0,9%</b>	<b>0,9%</b>	<b>0,9%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,0%</b>
Jednostka dominująca	---	-2,2%	5,5%	3,3%	3,6%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Produkcja w Polsce	---	48,1%	1,6%	3,5%	3,6%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Dystrybucja w Polsce	---	3,1%	-3,9%	3,5%	3,6%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Europa Zachodnia	---	13,1%	-8,5%	12,3%	3,6%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Europa Wschodnia i Azja	---	24,6%	-21,4%	-2,6%	1,5%	4,1%	0,0%	0,1%	0,2%	0,1%	0,2%	0,7%
Ameryka Płn. i Płd	---	33,9%	3,9%	12,5%	11,8%	5,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Pozostałe	---	13,6%	32,2%	-10,8%	3,3%	-6,6%	0,4%	0,5%	0,6%	0,5%	0,6%	0,8%
Korekty	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
<b>Marża zysku brutto ze sprzedaży</b>	<b>27,8%</b>	<b>30,1%</b>	<b>30,3%</b>	<b>30,6%</b>	<b>30,5%</b>	<b>30,3%</b>	<b>30,2%</b>	<b>30,4%</b>	<b>30,5%</b>	<b>30,4%</b>	<b>30,2%</b>	<b>30,2%</b>
S&GA/przychody	22,9%	23,1%	24,4%	24,5%	24,5%	24,5%	24,6%	24,6%	24,6%	24,7%	24,7%	24,7%
<b>Marża EBITDA</b>	<b>7,9%</b>	<b>10,1%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,0%</b>	<b>7,9%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,1%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,9%</b>
<b>Marża EBIT</b>	<b>5,4%</b>	<b>7,8%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,2%</b>	<b>5,2%</b>
<b>Marża zysku netto</b>	<b>5,9%</b>	<b>5,7%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,1%</b>

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

## DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>368</b>	<b>407</b>	<b>417</b>	<b>426</b>	<b>435</b>	<b>443</b>	<b>450</b>	<b>457</b>	<b>464</b>	<b>470</b>	<b>477</b>	<b>483</b>
Wartości niematerialne i prawne	39	37	38	39	40	41	42	44	45	47	48	50
Rzeczowe aktywa trwałe	261	288	294	299	303	307	310	312	314	316	318	319
Nieruchomości inwestycyjne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa trwałe	68	83	86	89	92	95	98	101	104	108	111	114
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>740</b>	<b>764</b>	<b>746</b>	<b>765</b>	<b>802</b>	<b>818</b>	<b>833</b>	<b>860</b>	<b>851</b>	<b>843</b>	<b>834</b>	<b>831</b>
Zapasy	280	262	237	236	243	243	243	250	255	254	253	256
Należności krótkoterminowe	364	343	329	359	397	401	404	408	412	415	419	423
Inwestycje krótkoterminowe	96	158	181	170	163	174	186	202	185	173	162	152
- w tym środki pieniężne	39	100	123	112	157	168	180	196	179	167	156	146
Pozostałe aktywa obrotowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Aktywa razem</b>	<b>1 109</b>	<b>1 171</b>	<b>1 163</b>	<b>1 192</b>	<b>1 237</b>	<b>1 261</b>	<b>1 283</b>	<b>1 317</b>	<b>1 315</b>	<b>1 313</b>	<b>1 311</b>	<b>1 315</b>
<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>601</b>	<b>715</b>	<b>757</b>	<b>809</b>	<b>863</b>	<b>904</b>	<b>946</b>	<b>992</b>	<b>995</b>	<b>993</b>	<b>991</b>	<b>992</b>
<b>Kapitał mniejszości</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>8</b>
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>507</b>	<b>453</b>	<b>402</b>	<b>379</b>	<b>370</b>	<b>352</b>	<b>333</b>	<b>319</b>	<b>313</b>	<b>313</b>	<b>313</b>	<b>315</b>
Rezerwy na zobowiązania	30	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13
Zobowiązania długoterminowe	70	76	56	36	21	4	4	4	4	4	4	4
- w tym zobowiązania oprocentowane	66	72	52	32	17	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	406	364	334	330	337	336	316	303	297	297	297	299
- w tym zobowiązania oprocentowane	112	62	59	55	53	52	32	12	0	0	0	0
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Pasywa razem</b>	<b>1 109</b>	<b>1 171</b>	<b>1 163</b>	<b>1 192</b>	<b>1 237</b>	<b>1 261</b>	<b>1 283</b>	<b>1 317</b>	<b>1 315</b>	<b>1 313</b>	<b>1 311</b>	<b>1 315</b>
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>	<b>2021</b>	<b>2022</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>	<b>2032P</b>
Przychody netto ze sprzedaży	1 728	1 963	1 880	1 928	2 005	2 027	2 044	2 061	2 080	2 098	2 117	2 138
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	480	591	571	590	611	614	617	627	635	638	640	646
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	396	453	459	472	491	497	502	507	512	517	523	528
Zysk (strata) na sprzedaży	83	138	111	118	120	117	115	120	123	120	117	118
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	9	16	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8
EBITDA	137	199	151	160	163	162	161	167	171	169	167	168
EBIT	93	154	104	110	112	110	108	112	115	113	110	110
Saldo działalności finansowej	-7	-22	-15	-10	-10	-8	-7	-5	-4	-4	-4	-4
Zysk (strata) brutto	88	134	91	103	106	105	104	110	115	112	110	110
Zysk (strata) netto mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	103	112	73	82	84	83	83	88	91	89	87	87
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
<b>CF [mln PLN]</b>	<b>2021</b>	<b>2022</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>	<b>2032P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	-30	190	139	106	101	133	133	137	140	139	137	138
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-36	-38	-54	-55	-4	-56	-57	-57	-58	-59	-60	-60
Przepływy z działalności finansowej	49	-91	-62	-61	-53	-65	-65	-63	-100	-91	-89	-87
Przepływy pieniężne netto	-17	61	22	-11	44	12	12	17	-18	-11	-11	-10
Środki pieniężne na początek okresu	55	39	100	123	112	157	168	180	196	179	167	156
Środki pieniężne na koniec okresu	39	100	123	112	157	168	180	196	179	167	156	146
<b>Wskaźniki</b>	<b>2021</b>	<b>2022</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>	<b>2032P</b>
Przychody zmiana r/r	25%	14%	-4%	3%	4%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	-17%	46%	-24%	6%	2%	-1%	-1%	3%	2%	-1%	-1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	35%	9%	-35%	13%	3%	-1%	0%	6%	4%	-2%	-2%	0%
Marża brutto na sprzedaży	27,8%	30,1%	30,3%	30,6%	30,5%	30,3%	30,2%	30,4%	30,5%	30,4%	30,2%	30,2%
Marża EBITDA	7,9%	10,1%	8,0%	8,3%	8,1%	8,0%	7,9%	8,1%	8,2%	8,1%	7,9%	7,9%
Marża EBIT	5,4%	7,8%	5,5%	5,7%	5,6%	5,4%	5,3%	5,4%	5,5%	5,4%	5,2%	5,2%
Marża netto	5,9%	5,7%	3,9%	4,2%	4,2%	4,1%	4,1%	4,3%	4,4%	4,3%	4,1%	4,1%
SG&A / przychody	22,9%	23,1%	24,4%	24,5%	24,5%	24,5%	24,6%	24,6%	24,6%	24,7%	24,7%	24,7%
ROE	17,1%	15,7%	9,6%	10,1%	9,7%	9,2%	8,8%	8,9%	9,2%	9,0%	8,8%	8,8%
ROA	9,3%	9,6%	6,2%	6,9%	6,8%	6,6%	6,5%	6,7%	6,9%	6,8%	6,7%	6,7%
Dług	178	135	111	88	70	52	32	12	0	0	0	0
D / (D+E)	22,8%	15,8%	12,8%	9,8%	7,5%	5,4%	3,2%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	29,6%	18,8%	14,7%	10,8%	8,1%	5,7%	3,3%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	29,6%	18,8%	14,7%	10,8%	8,1%	5,7%	3,3%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	139	34	-12	-25	-86	-116	-148	-185	-179	-167	-156	-146
Dług netto / kapitał własny	0,23	0,05	-0,02	-0,03	-0,10	-0,13	-0,16	-0,19	-0,18	-0,17	-0,16	-0,15
Dług netto / EBITDA	1,0	0,2	-0,1	-0,2	-0,5	-0,7	-0,9	-1,1	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9
EV	723	618	573	560	498	468	436	400	406	417	428	438
Dług / EV	24,6%	21,8%	19,4%	15,6%	14,1%	11,0%	7,2%	2,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	1,9%	1,9%	2,9%	2,9%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,9%
CAPEX / Amortyzacja	73,9%	81,5%	114,3%	112,9%	110,6%	109,0%	107,8%	107,0%	106,3%	105,9%	105,6%	105,4%
Zmiana KO / Przychody	8,8%	-1,4%	-0,7%	1,6%	1,8%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	44,0%	-11,4%	16,4%	62,9%	48,0%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%
P/E*	5,7	5,2	8,0	7,1	7,0	7,0	7,0	6,7	6,4	6,5	6,7	6,7
P/BV*	1,0	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA*	5,3	3,1	3,8	3,5	3,0	2,9	2,7	2,4	2,4	2,5	2,6	2,6
EV/EBIT*	7,8	4,0	5,5	5,1	4,4	4,3	4,0	3,6	3,5	3,7	3,9	4,0
EV/S*	0,4	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	1,4	1,4	1,4	1,9	1,9	1,9	4,1	4,2	4,1	4,0
Payout ratio	0,0%	0,0%	27,0%	41,7%	37,0%	50,0%	50,0%	50,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \* Obliczenia przy cenie 27,0 PLN



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

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

**Krzysztof Pado**

Zastępca Dyrektora  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 35  
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

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

Dyrektor Wydziału  
tel. (022) 62-20-848  
e-mail: 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

**Historia rekomendacji spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
akumuluj	28,8	kupuj	28,8	08.05.2023*	11:35 CEST	27,00	63 055
kupuj	28,8	Akumuluj	22,0	25.11.2022*	12:15 CEST	22,10	56 028
akumuluj	22,0	kupuj	30,0	05.10.2022*	14:45 CEST	19,35	47 830
kupuj	30,0	kupuj	44,3	27.06.2022*	07:00 CEST	22,20	53 014
kupuj	44,3	zawieszona	---	07.09.2021*	17:30 CEST	28,00	71 799
kupuj	16,5	kupuj	14,4	31.05.2019	09:20 CEST	11,50	57 187
kupuj	14,4	sprzedaj	15,4	25.02.2019	09:35 CEST	9,45	60 454
sprzedaj	15,4	kupuj	21,3	11.09.2017	11:55 CEST	19,7	64 990
kupuj	21,3	kupuj	18,8	15.07.2016	08:49 CEST	17,05	45 246
kupuj	18,8	trzymaj	22,3	15.02.2016		15,0	43 849
trzymaj	22,3	kupuj	26,4	6.07.2015		20,3	52 467
kupuj	26,4	zawieszona	-	16.02.2015		18,3	52 561
zawieszona	-	akumuluj	19,3	9.08.2012		5,83	41 254
akumuluj	19,3	trzymaj	20,5	13.06.2011		16,51	49 121
trzymaj	20,5	redukuj	17,0	6.04.2011		19,64	50 248
redukuj	17,0	akumuluj	17,0	10.12.2010		18,45	47 398
akumuluj	17,0	kupuj	14,3	7.04.2010		15,1	43 500
kupuj	14,3	kupuj	18,7	15.10.2009		11,5	37 300
kupuj	18,7	-	-	30.07.2008		14,5	42 416

\*Materiał 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

**System rekomendacji:**

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

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

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

**Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'23\*:**

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

	liczba	%	liczba	%
Kupuj	3	50%	0	0%
Akumuluj	1	17%	0	0%
Trzymaj	2	33%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	8%	0	0%

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

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

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

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

Materiał analityczny 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>

Dokument 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.

**Data sporządzenia materiału: 2023-05-08**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-05-08 (11:35 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-05-08 (11:35 CEST).**

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.

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.

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 wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na 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 portfelowa 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 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.

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

**Na dzień 2023-05-08:**

- 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 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.