



Dom Maklerski BDM S.A.

ŚNIEŻKA

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: TRZYMAJ)

WYCENA 88,7 PLN

03 GRUDZIEŃ 2025, 14:15 CET

Rynek farb w Polsce ma za sobą kolejny rok (piąty) spadków wolumenów. Śnieżce udaje się utrzymać stabilny poziom przychodów w kraju (trend premiumizacji). Zarząd na ten moment ostrożnie podchodzi do perspektyw odbicia wolumenów w 2026 roku, jednocześnie pojawiają się przesłanki makro, aby taki scenariusz w końcu się zmaterializował (m.in. cykl obniżek stóp przez RPP, możliwe ożywienie w budownictwie w roku przedwyborczym). Pierwsze jaskółki poprawy pojawiają się także w spółce węgierskiej (przeprowadzony rebranding, ostatnie umocnienie HUF). W miarę stabilna jest sytuacja spółki ukraińskiej, ewentualną finalizację rozmów pokojowych widzimy jako opcję impulsu dla producentów materiałów budowlanych. Spółka nadal pozytywnie zaskakuje rentownością brutto ze sprzedaży, jednocześnie wyhamowała dynamika kosztów SG&A. Śnieżka posiada spore niewykorzystane moce produkcyjne i logistyczne (efekt inwestycji z lat 2018-22). Poprawie EPS w 2026 roku powinna sprzyjać szybka w ostatnich kwartałach redukcja długu oraz spadek WIBOR. Mnożniki rynkowe przy jakich handlowa jest spółka spadły ostatnio wyraźnie poniżej 10-letniej mediany zarówno historycznie jak i wyprzedzająco. Zakładamy, że po wynikach 2025 roku spółka zrewiduje w dół cele przychodowe na 2028 rok (co raczej jest już uwzględnione przez rynek), ale może nieco podnieść cel dla marży. Spadek wskaźnika dług netto/EBITDA<1x w 2026 roku może skłonić do zwiększenia atrakcyjności polityki dywidendowej. Biorąc pod uwagę, że dostrzegamy obecnie kilka, potencjalnie pozytywnych średnioterminowych impulsów, podnosimy rekomendację do Akumuluj (poprzednio Trzymaj). Nasza obecna cena docelowa to 88,7 PLN (poprzednio 80,9 PLN).

Wyniki za ostatnie okresy

W 1-3Q'25 spółka osiągnęła 635 mln PLN przychodów (-2% r/r), 131 mln PLN EBITDA (+4% r/r) oraz 70 mln PLN zysku netto (+8% r/r). Sam 3Q'25 (65 mln PLN) wyrównał na poziomie EBITDA dotychczasowy rekordowy kwartał w historii spółki (3Q'23) i zaskoczył pozytywnie konsensus. Dług netto spadł do 193 mln PLN (dn/EBITDA=1,3x) z 256 mln PLN rok wcześniej.

Segmenty

W całym 1-3Q'25 sprzedaż spółki na rynku polskim w zasadzie nie zmieniła się. W całym 2025 roku wg naszych prognoz będzie to 573 mln PLN (73% udziału w grupie). Dwa największe kierunki eksportowe spółki to: Węgry (13% przychodów w 1-3Q'25, dynamika: -4% r/r) oraz Ukraina (10% w 1-3Q'25; -5% r/r). Według GfK ok. 71% farb dekoracyjnych wykorzystywane jest na rynku remontowym, 13% na pierwotnym, a 16% jednocześnie w obu kierunkach.

Otoczenie rynkowe

Ceny farb na rynku polskim w I-X'25 wg PSB wzrosły o 2% r/r i są jedną z niewielu kategorii mat. budowlanych, która nadal notuje wzrosty cen. Indeks zaufania konsumentów w Polsce w 4Q'25 (X, XI) wynosi średnio -4,6 pkt (vs -0,1 pkt w 1-3Q'25 i -2,1 pkt w 4Q'24). Na Węgrzech w 4Q'25 jest to średnio -23,8 pkt (vs -26,6 pkt rok temu). Wartość rynku farb dekoracyjnych w Polsce w okresie 2024-25 jest na dość stabilnych poziomach, nadal natomiast widoczny jest spadek wolumenów. Wolumen od rekordowego 2020 roku spadł już łącznie o ok. -30%. Równocześnie widoczne są nadal spadki cen surowców, najważniejsza biel tytanowa jest obecnie ok 15% tańsza w EUR niż w szczycie z 2022 roku (w PLN jest to -25%), a w ujęciu r/r spadek w PLN to -7%.

Prognozy wyników, wskaźniki

4Q jest sezonowo najsłabszym okresem roku (EBITDA w 4Q'25 prognozujemy na 16 mln PLN vs 16 mln PLN rok temu). W całym 2025 zakładamy 782 mln PLN przychodów, 147 mln PLN EBITDA (19% marży) oraz 73 mln PLN zysku netto. W 2026 roku spodziewamy się odpowiednio 815 / 160 / 86 mln PLN. Miejsce do poprawy wyników r/r widzimy m.in. w dalszej poprawie marży w 1H'26 (sprzyjające surowce, pogłębiane efektywności nowego modelu dystrybucji) czy ograniczeniu kosztów finansowych. Mnożniki rynkowe (EV/EBITDA'25=8,0x, '26=7,0x), pozostają wyższe na tle krajowych spółek z branży materiałów budowlanych, ale równocześnie są one wyraźnie poniżej 10-letniej mediany dla spółki zarówno historycznie jak i wyprzedzająco (wykresy s.6). Spółka handlowana jest z istotnym dyskontem do zagranicznych producentów farb. W średnim terminie pole do pozytywnych zaskoczeń może dla nas stanowić deeskalacja działań wojennych w Ukrainie (lokalizacja mocy produkcyjnych powinna sprzyjać spółce).

	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody [mln PLN]	857,8	798,4	781,6	814,9	879,6	935,5
Wynik brutto ze sprzed. [mln PLN]	384,2	393,8	399,9	419,7	451,3	480,0
Zysk na sprzedaży [mln PLN]	120,1	107,3	109,3	122,5	136,9	148,6
EBITDA [mln PLN]	159,4	142,8	147,1	159,5	173,9	185,1
EBIT [mln PLN]	121,0	105,2	108,9	121,3	135,7	147,4
Zysk brutto [mln PLN]	101,0	87,3	93,7	108,6	127,3	141,0
Zysk netto [mln PLN]	77,6	69,4	72,6	86,0	101,1	112,2
Dług netto [mln PLN]	253,7	237,5	178,7	119,1	78,8	68,7
P/BV	2,9	2,7	2,5	2,2	2,0	2,0
P/E	12,9	14,5	13,8	11,7	9,9	9,0
EV/EBITDA	7,9	8,7	8,0	7,0	6,2	5,8
EV/EBIT	10,4	11,8	10,9	9,3	8,0	7,3
DPS [PLN]	2,0	3,2	3,0	3,0	5,1	8,0

Wycena DCF [PLN]	89,3
Wycena porównawcza [PLN]	86,4
Wycena końcowa [PLN]	88,7
Potencjał do wzrostu / spadku	11,4%
Koszt kapitału	13,2%

Cena rynkowa [PLN]	79,6
Kapitalizacja [mln PLN]	1 004,4
Ilość akcji [mln. szt.]	12,6

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	86,8
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	76,2

Stopa zwrotu za 3 mc	-2,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	-5,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	-7,7%

Struktura akcjonariatu:	
Stanisław Cymbor	20,1%
Jerzy Pater	20,1%
OFE Allianz	14,4%
Rafał Mikrut	10,1%
Piotr Mikrut	10,1%
OFE N-N	9,4%
Pozostali	15,8%

stopy zwrotu i wykres skorygowane o dywidendę

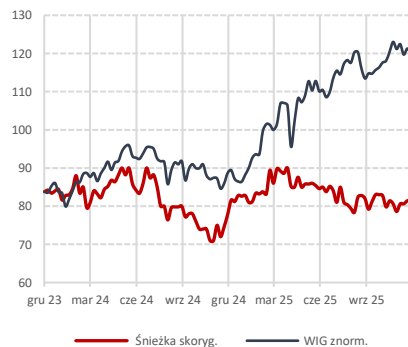
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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

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

SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	5
RYNEK SUROWCOWY, WALUTOWY, OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE	7
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	11
DANE FINANSOWE	16

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
P/E	27,4	12,9	14,5	13,8	11,7	9,9	9,0
P/BV	3,4	2,9	2,7	2,5	2,2	2,0	2,0
EV/EBITDA	12,5	7,9	8,7	8,0	7,0	6,2	5,8
EV/EBIT	19,2	10,4	11,8	10,9	9,3	8,0	7,3
EV/S	1,7	1,5	1,6	1,5	1,4	1,2	1,1
BVPS	23,2	27,6	29,6	32,3	36,2	39,0	39,9
EPS	2,9	6,2	5,5	5,8	6,8	8,0	8,9
DPS (w danym roku)	2,5	2,0	3,2	3,0	3,0	5,1	8,0
Payout ratio	53%	69%	52%	55%	52%	75%	100%

Wyniki roczne [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	792	858	798	782	815	880	935
Polska	537	591	577	573	597	642	680
Węgry	137	128	103	101	107	116	123
Ukraina	68	88	81	77	80	88	95
Pozostałe	49	50	38	30	31	35	37
Zysk brutto ze sprzedaży	304	384	394	400	420	451	480
SG&A	235	264	287	291	297	314	331
Zysk na sprzedaży	69	120	107	109	122	137	149
Polska	135	207	173	186	198	214	227
Węgry	20	28	23	23	25	28	31
Ukraina	22	27	23	21	22	25	26
Pozostałe	14	9	14	11	12	13	13
Nieprzypisane	-122	-150	-126	-132	-135	-143	-149
PPO/PKO	1	1	-2	0	-1	-1	-1
EBITDA	106	159	143	147	160	174	185
EBIT	69	121	105	109	121	136	147
Zysk brutto	53	101	87	94	109	127	141
Zysk netto	37	78	69	73	86	101	112
Dług netto	327	254	238	179	119	79	69

Wskaźniki	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	0%	8%	-7%	-2%	4%	8%	6%
EBITDA zmiana r/r	-5%	50%	-10%	3%	8%	9%	6%
Zysk netto zmiana r/r	-39%	112%	-11%	5%	19%	18%	11%
Marża brutto ze sprzedaży	38,4%	44,8%	49,3%	51,2%	51,5%	51,3%	51,3%
Marża EBITDA	13,4%	18,6%	17,9%	18,8%	19,6%	19,8%	19,8%
Marża netto	4,6%	9,1%	8,7%	9,3%	10,6%	11,5%	12,0%
ROE	12,5%	22,3%	18,6%	17,8%	18,9%	20,5%	22,3%
ROA	4,6%	9,5%	8,8%	9,0%	10,5%	11,9%	13,2%

Bilans [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	573	564	549	533	519	510	506
WNIP	72	67	60	57	55	54	54
Rzeczowe aktywa trwałe	496	492	484	471	459	450	447
Pozostałe aktywa trwałe	4	5	5	5	5	5	5
Aktywa obrotowe	221	255	235	270	303	338	340
Zapasy	125	116	100	93	98	106	113
Należności krótkoterminowe	76	73	79	78	81	87	93
Środki pieniężne	20	66	56	99	124	144	134
Pozostałe aktywa obrotowe	0	0	0	0	0	0	0
Aktywa razem	794	819	785	804	823	849	847
Kapitał własny	293	348	373	408	456	493	504
Udziały mniejszości	28	26	22	24	27	29	32
Zobowiązania i rezerwy	473	445	390	372	340	327	312
Rezerwy na zobowiązania	19	23	22	22	22	22	22
Oprocentowane zobowiązania	347	319	293	278	243	223	203
Zobowiązania pozostałe	107	102	75	71	75	81	86
Pasywa razem	794	819	785	804	823	849	847
Dług netto	327	254	238	179	119	79	69
Dług netto / Kapitał własny	1,1	0,7	0,6	0,4	0,3	0,2	0,1
Dług netto / EBITDA	3,1	1,6	1,7	1,2	0,7	0,5	0,4

Rachunek przepływu [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
CFO	98	148	118	135	135	142	152
CFI	-47	-29	-35	-22	-25	-29	-34
CFF	-44	-71	-89	-70	-86	-93	-127
- w tym dywidenda	32	25	40	38	38	65	101
Przepływy pieniężne netto	7	48	-6	44	25	20	-10
CAPEX / Amortyzacja	145%	84%	98%	57%	65%	75%	91%

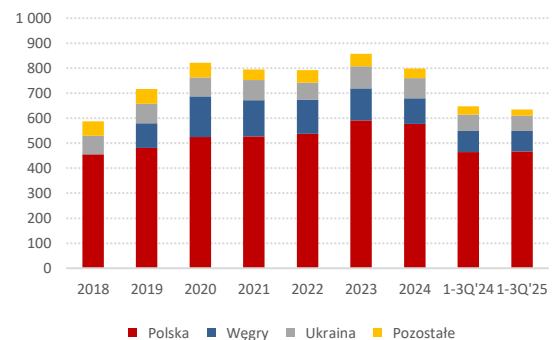
ŚNIEŻKA

Rekomendacja	Akumuluj	www: www: www.sniezka.pl
Wycena końcowa [PLN]	88,7	
Potencjał do wzrostu /	11,4%	daty najbliższych raportów:
Cena rynkowa [PLN]	79,6	4Q'25: b.d.
Ilość akcji [mln. szt.]	12,6	1Q'26: b.d.
Kapitalizacja [mln PLN]	1 004	

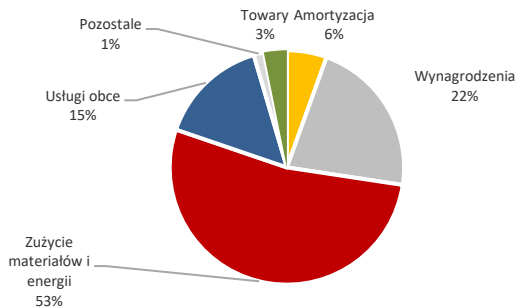
Wyniki Q [mln PLN]	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25
Przychody	230	245	151	172	208	254
Polska	161	179	112	128	151	188
Węgry	30	32	18	19	29	34
Ukraina	24	22	16	19	21	22
Pozostałe	15	13	4	6	8	11
Zysk brutto ze sprzedaży	111	123	76	85	105	135
SG&A	78	74	69	67	76	78
Zysk na sprzedaży	34	49	7	18	29	56
Polska	47	61	30	39	45	71
Węgry	7	8	4	3	7	9
Ukraina	7	6	4	5	6	7
Pozostałe	-61	-56	-63	-61	-62	-66
Nieprzypisane	33	30	32	31	32	35
PPO/PKO	-2	0	0	-1	1	-1
EBITDA	41	59	16	27	40	65
EBIT	32	50	7	17	30	55
Zysk brutto	27	44	3	13	26	51
Zysk netto	20	35	5	11	19	40
Dług netto	335	256	238	256	264	193

Wskaźniki	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25
Przychody zmiana r/r	-1,2%	-9,4%	-1,3%	0,0%	-9,7%	3,8%
EBITDA zmiana r/r	-3,8%	-9,0%	14,4%	1,2%	-3,0%	9,3%
Zysk netto zmiana r/r	-8,8%	-10,5%	668,0%	6,8%	-3,4%	15,3%
Marża brutto ze sprzedaży	48,3%	50,4%	50,2%	49,5%	50,2%	52,9%
Marża EBITDA	17,8%	24,1%	10,8%	15,5%	19,1%	25,4%
Marża netto	8,7%	14,1%	3,1%	6,2%	9,3%	15,7%

Struktura przychodów [mln PLN]



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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Śnieżka opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2025 – 2027 dała wartość 1 akcji na poziomie 86,4 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2025-2034 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 89,3 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 80% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 20% dla wyceny porównawczej. Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników krajowych producentów materiałów budowlanych (waga 33% w wycenie porównawczej) a także wskaźniki zagranicznych producentów farb (67%). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 88,7 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	89,3
Wycena metodą porównawczą, w tym:	20%	86,4
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	33%	57,9
- wycena do zagranicznych producentów farb	67%	100,6
Wycena 1 akcji Śnieżka [PLN]		88,7

Źródło: BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie stopy wolnej od ryzyka (5,15%), premii za ryzyko rynkowe (8,0%) oraz współczynnika beta = 1,0.

Główne założenia modelu:

- W 2025 roku zakładamy 782 mln PLN przychodów (-2%, spadek wolumenów na wszystkich gł. rynkach). W 2026 roku zakładamy 815 mln PLN przychodów (+4% r/r). Przyjmujemy delikatne odbicie rynku (zwracamy uwagę m.in. na niską bazę na Węgrzech z ostatnich lat, gdzie spółka podejmuje działania, aby odzyskać udziały rynkowe) i wzrost cen farb poniżej inflacji.
- Uważamy, że realizacja celu strategicznego spółki na 2028 rok (1,1 mld PLN) jest obecnie poza zasięgiem może być wyzwaniem, zakładamy wtedy 0,94 mld PLN (spodziewamy się, że po wynikach 4Q'25 spółka zrewiduje także swoje założenia w tym kierunku). Źródłem wzrostu sprzedaży w średnim terminie powinny być efekty przeprowadzonego w poprzednich latach (gł. 2018-22) procesu rozbudowy mocy produkcyjnych i logistycznych oraz powrót naturalnego cyklu rynku remontowego.
- Marża brutto ze sprzedaży w 2025 roku będzie na rekordowym poziomie, po 1-3Q'25 to 51% (4Q'25 nie powinien przynieść większych zmian). Uważamy, że spółka ma jeszcze miejsce na delikatną poprawę marży w 1H'26 (kurs EUR/PLN pozostaje sprzyjający, zniżki notują nadal ceny bieli tytanowej). Marża EBITDA w 2025 roku dotychczas jest wyższa r/r (20,7%, +1pp po 1-3Q'24). 4Q'25 sezonowo będzie nieco słabszy – zakładamy, że całoroczna marża EBITDA wyniesie 18,8%.
- Celem strategiczny zarządu jest poziom 18% marży EBITDA w perspektywie 2028 roku. Uważamy, że spółka ma potencjał, by pokazywać do 20% rentowności (zwracamy uwagę, że są to poziomy osiągnięte w branży, pomiędzy 18-20% mają np. Sherwin-Williams, PPG, Asian Paints czy HB Fuller). Przy zakładanym wzroście wolumenów powinny naszym zdaniem być widoczne efekty nowego centrum logistycznego (m.in. możliwość obsługi rynku sklepów detalicznych z pominięciem kanału hurtowego, co spółka wdrożyła w 2024 roku). Zwracamy uwagę, że rynek farb w porównaniu do wielu innych segmentów rynku materiałów budowlanych jest relatywnie mało konkurencyjny, co może pozwalać na opieranie się ewentualnej presji na ceny, przy jednoczesnej poprawie relacji kosztów SG&A/przychody.
- CAPEX spółki w najbliższych 2-3 latach przyjmujemy poniżej amortyzacji, w kolejnych na poziomie amortyzacji. Zwracamy uwagę, że spółka ma za sobą duży program inwestycyjny (w latach 2018-22 wydano 448 mln PLN - m.in. budowa nowego centrum logistycznego, wcześniej także zwiększenie mocy produkcyjnych w Polsce + zakup w 2019 roku węgierskiego Poli-Farbe) a zdolności produkcyjne nie są w pełni wykorzystane. Ukończenie programu inwestycyjnego zbiegło jednak się z wyraźnym spadkiem wolumenów (w 2020 roku spółka mogła realizować potencjalnie nawet jeszcze większą sprzedaż, ale problemem były m.in. logistyka). W ocenie zarządu spółka jest obecnie zabezpieczona na wiele lat do przodu. W okresie rezydualitym CAPEX jest równy amortyzacji z 2034 roku.
- Model nie uwzględnia akwizycji.
- Zakładamy efektywną stopę podatkową uwzględniając lokalne uwarunkowania podatkowe (m.in. 19% w Polsce i 9% na Węgrzech).
- Dług netto przyjęto na poziomie z końca 2024 roku (łącznie z opcją put na 20% udziałów w Poli-Farbe – wysokość potencjalnego kosztu nabycia jest uzależniona od EBITDA generowanego przez Poli-Farbe).
- Wzrost FCFF w okresie rezydualitym zakładamy na poziomie 2,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 12 618 tys akcji. Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 3 grudnia 2025 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1126 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 89,3 PLN.

Model DCF

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	781,6	814,9	879,6	935,5	994,9	1 058,2	1 104,2	1 142,1	1 175,8	1 205,3
EBIT [mln PLN]	108,9	121,3	135,7	147,4	160,0	173,6	184,1	192,9	201,0	208,4
Stopa podatkowa	20%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	21,7	22,4	25,1	27,3	29,6	32,1	34,4	36,0	37,5	38,9
NOPLAT [mln PLN]	87,2	98,8	110,6	120,1	130,4	141,5	149,7	156,8	163,5	169,6
Amortyzacja [mln PLN]	38,3	38,3	38,3	37,7	37,5	37,6	37,6	37,6	37,6	37,6
CAPEX [mln PLN]	-21,7	-24,9	-28,7	-34,5	-37,7	-37,5	-37,6	-37,6	-37,6	-37,6
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	5,3	-4,8	-9,1	-7,6	-8,3	-8,7	-6,0	-5,4	-4,8	-4,1
FCF [mln PLN]	109,0	107,4	111,1	115,8	122,0	132,8	143,6	151,5	158,7	165,4
DFCF [mln PLN]	108,2	96,1	89,5	83,8	79,2	77,2	74,7	70,3	65,7	60,9
Suma DFCF [mln PLN]	805,4									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1 619,8									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	596,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 401,6									
Dług netto 2024 [mln PLN]	237,5									
Wypłacona dywidenda [mln PLN]	37,9									
Wartość kapitału [mln PLN]	1 126,2									
Ilość akcji [mln szt.]	12,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	89,3									

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

Przychody zmiana r/r	-2,1%	4,3%	7,9%	6,4%	6,4%	6,4%	4,3%	3,4%	2,9%	2,5%
EBIT zmiana r/r	3,5%	11,4%	11,9%	8,6%	8,6%	8,5%	6,1%	4,8%	4,2%	3,7%
FCF zmiana r/r	53,0%	-1,5%	3,4%	4,2%	5,3%	8,9%	8,2%	5,4%	4,8%	4,2%
Marża EBITDA	18,8%	19,6%	19,8%	19,8%	19,9%	20,0%	20,1%	20,2%	20,3%	20,4%
Marża EBIT	13,9%	14,9%	15,4%	15,8%	16,1%	16,4%	16,7%	16,9%	17,1%	17,3%
Marża NOPLAT	11,2%	12,1%	12,6%	12,8%	13,1%	13,4%	13,6%	13,7%	13,9%	14,1%
CAPEX / Przychody	2,8%	3,1%	3,3%	3,7%	3,8%	3,5%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%
CAPEX / Amortyzacja	56,7%	65,1%	74,9%	91,4%	100,5%	99,9%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	-0,7%	0,6%	1,0%	0,8%	0,8%	0,8%	0,5%	0,5%	0,4%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	31,5%	14,4%	14,0%	13,6%	13,9%	13,8%	13,1%	14,2%	14,2%	13,9%

Kalkulacja WACC

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Stopa wolna od ryzyka	5,15%	5,15%	5,15%	5,15%	5,15%	5,15%	5,15%	5,15%	5,15%	5,15%
Premia za ryzyko	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%
Udział kapitału własnego	65,4%	70,5%	73,7%	76,0%	78,4%	80,7%	83,0%	85,3%	87,6%	90,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,3%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Udział kapitału obcego	34,6%	29,5%	26,3%	24,0%	21,6%	19,3%	17,0%	14,7%	12,4%	10,0%
WACC	10,4%	10,9%	11,1%	11,3%	11,5%	11,7%	11,8%	12,0%	12,2%	12,4%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				Beta			
beta	1,00%	2,00%	3,00%		Premia za ryzyko	1,00%	2,00%	3,00%	Premia za ryzyko	0,9	1,0	1,1
	0,8	99,3	106,0	114,3		5,5%	103,6	111,0		5,5%	119,5	111,0
	0,9	91,5	97,0	103,8		6,0%	93,3	99,1		6,0%	107,2	99,1
	1,0	84,7	89,3	94,8		6,5%	84,7	89,3		6,5%	97,0	89,3
	1,1	78,7	82,5	87,1		7,0%	77,3	81,0		7,0%	88,4	81,0
	1,2	73,4	76,6	80,5		7,5%	70,9	73,9		7,5%	81,0	73,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników krajowych producentów materiałów budowlanych (waga 33% w wycenie porównawczej) oraz wskaźniki globalnych producentów farb (waga 67%). Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (dla 2025 roku przyjęliśmy wagę 20%, dla każdego następnego roku po 40%). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata i **dała ona wartość spółki na poziomie 86,4 PLN/akcję. Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 20% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty geograficzne i asortymentowe, różna polityka dywidendowa).**

Podsumowanie wyceny porównawczej [PLN/akcję]

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym:		86,4
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	33%	57,9
- wycena do globalnych producentów farb	67%	100,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wycena porównawcza do krajowych producentów materiałów budowlanych

	P/E			EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Decora	9,5	8,2	7,9	6,0	5,1	4,8
Ferro	9,3	9,8	8,5	7,1	6,7	6,1
Selena	8,2	7,2	6,6	4,6	4,2	3,9
Mediana	9,3	8,2	7,9	6,0	5,1	4,8
Śnieżka	13,8	11,7	9,9	8,0	7,0	6,2
Premia/dyskonto	48%	43%	26%	34%	38%	28%
Wycena wg wskaźnika	53,8	55,8	63,2	55,8	55,3	60,6
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena wg wskaźników		58,4			57,5	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena 1 akcji [PLN]				57,9		

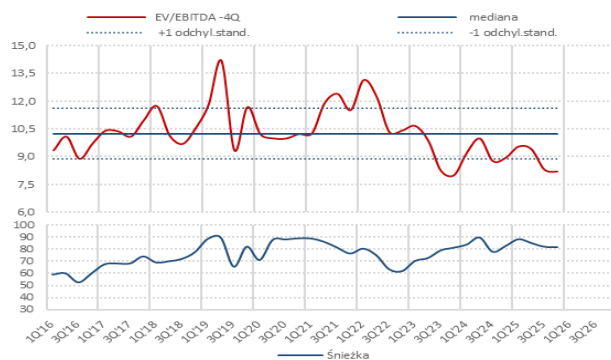
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., szacunki własne

Wycena porównawcza do globalnych producentów farb

	P/E			EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Akzo Nobel	15,4	12,8	11,2	8,7	8,2	7,5
Asian Paints	57,2	50,7	45,7	37,9	33,9	30,4
H.B. Fuller	12,4	11,3	9,5	7,7	7,1	6,2
Kansai Paint	11,5	10,8	11,4	5,7	5,5	5,2
PPG Industries	13,0	12,6	11,8	9,9	9,5	8,9
RPM International	17,1	16,0	14,8	11,4	10,6	9,5
Sherwin-Williams	29,8	27,3	24,7	20,8	19,1	17,6
Mediana	15,4	12,8	11,8	9,9	9,5	8,9
Śnieżka	13,8	11,7	9,9	8,0	7,0	6,2
Premia/dyskonto	-10%	-9%	-16%	-19%	-26%	-30%
Wycena wg wskaźnika	88,3	87,0	94,6	101,4	110,2	116,5
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena wg wskaźników		90,3			110,9	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena 1 akcji [PLN]				100,6		

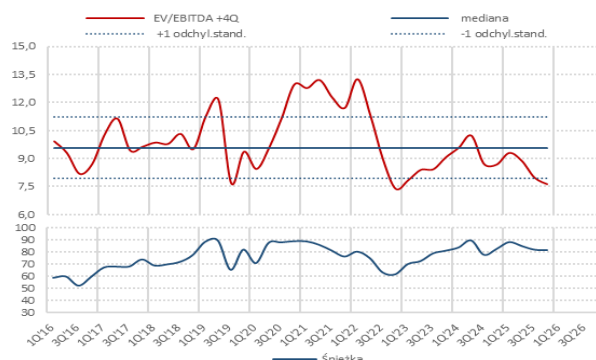
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Śnieżka EV/EBITDA (-4Q) oraz kurs PLN



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

Śnieżka EV/EBITDA (+4Q) oraz kurs PLN

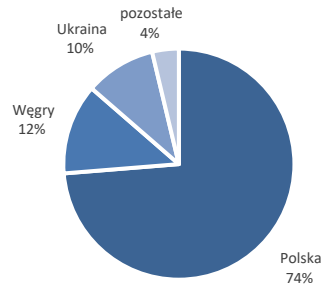


Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, *ujęte prognozy wyników za kolejne 4 kwartały (łącznie z bieżącym), dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)

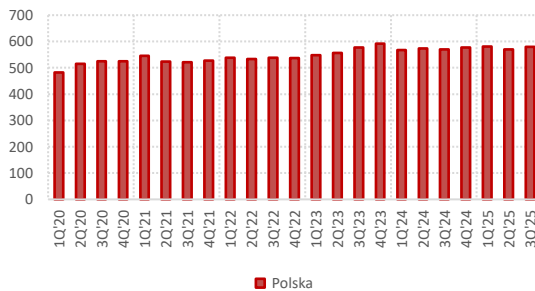
RYNEK SUROWCOWY, WALUTOWY, OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE

Największe znaczenie dla wyników spółki ma rynek polski. W 2024 roku Śnieżka wypracowała tu 577 mln PLN przychodów, co oznaczało 72% sprzedaży skonsolidowanej. W 1-3Q'25 sprzedaż na rynku polskim wzrosła o 0,5% r/r (w całym 2024: -2% r/r). Dwa największe kierunki eksportowe spółki to obecnie: Węgry (13% przychodów spółki w 1-3Q'25, dynamika: -4% r/r) oraz Ukraina (10% w 1-3Q'25, przychody r/r: -5%).

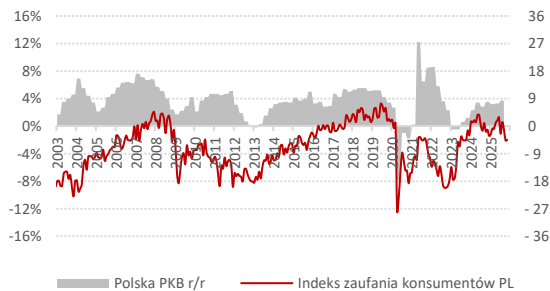
Kontrybucja rynków do przychodów (ostatnie 4Q)



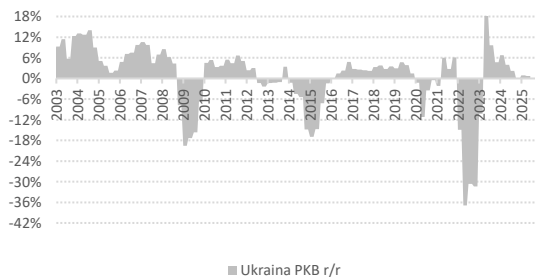
Źródło: BDM S.A., spółka
Przychody (narastająco 4Q) - Polska [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka
PKB Polska r/r oraz wskaźnik zaufania konsumentów [pkt]

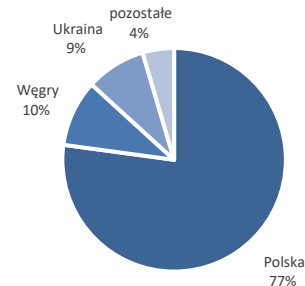


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Komisja Europejska
PKB Ukraina r/r

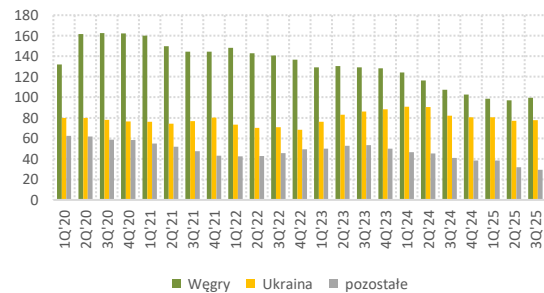


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

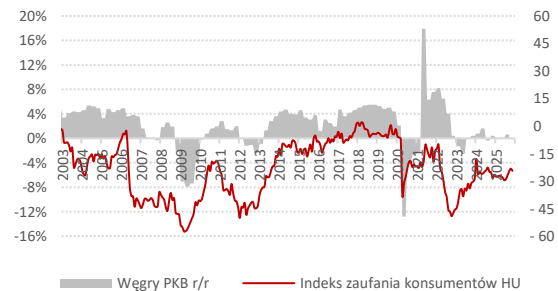
Kontrybucja rynków do wyniku przed kosztami nieprzypisanymi (4Q)



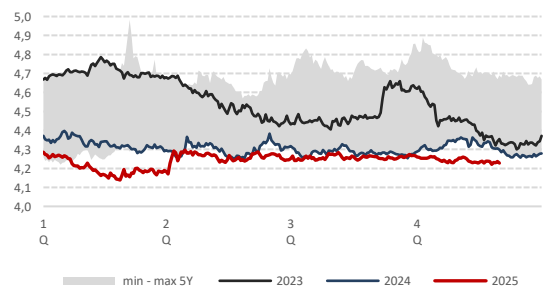
Źródło: BDM S.A., spółka
Przychody (narastająco 4Q) – eksport [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka
PKB Węgry r/r oraz wskaźnik zaufania konsumentów [pkt]

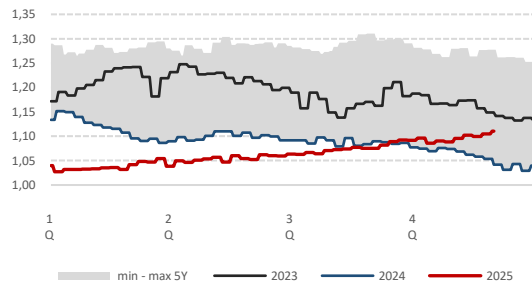


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Komisja Europejska
EUR/PLN



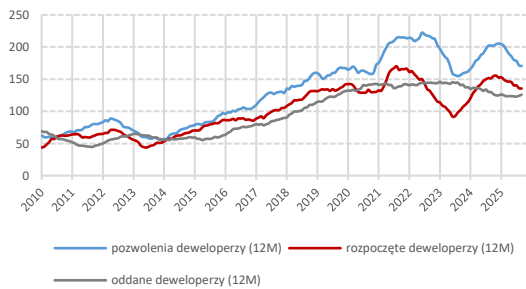
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

100HUF/PLN



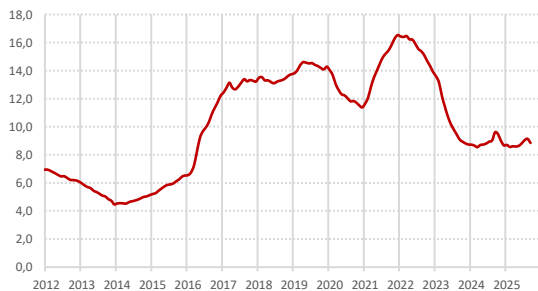
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Rynek mieszkaniowy – Polska, deweloperzy [tys szt, 12M narast.]



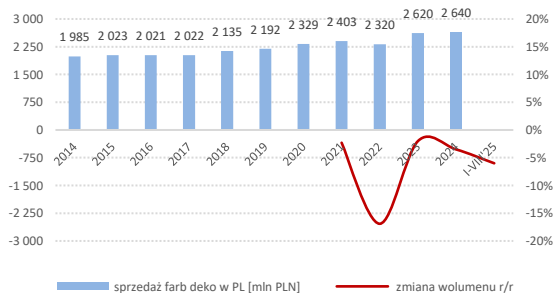
Źródło: BDM S.A., GUS

Pozwolenia na budowę bud. mieszkalnych – Węgry [tys szt, 12M narast.]



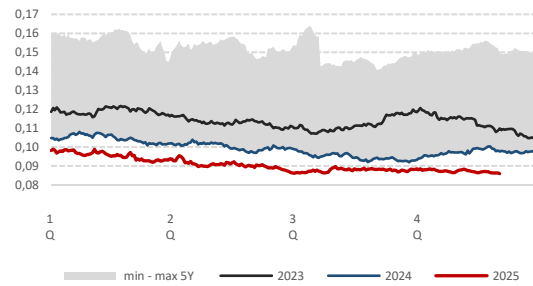
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Sprzedaż wartoś. farb dekoracyjnych w Polsce i zmiana wolumenu r/r*



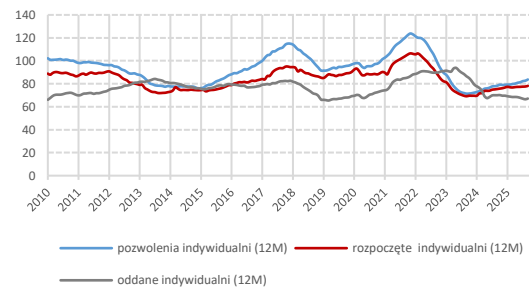
Źródło: BDM S.A., PZPFK, *dane na bazie GfK za I-VIII'25

UAH/PLN



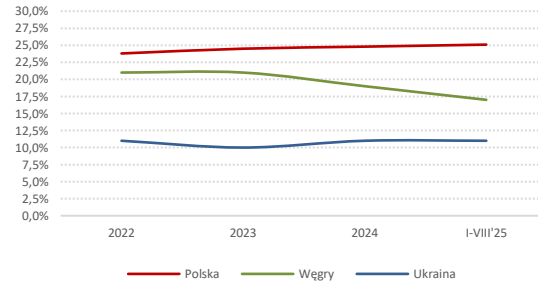
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Rynek mieszkaniowy – Polska, indywidualni [tys szt, 12M narast.]



Źródło: BDM S.A., GUS

Udział wartościowy marek spółki w poszczególnych rynkach krajowych



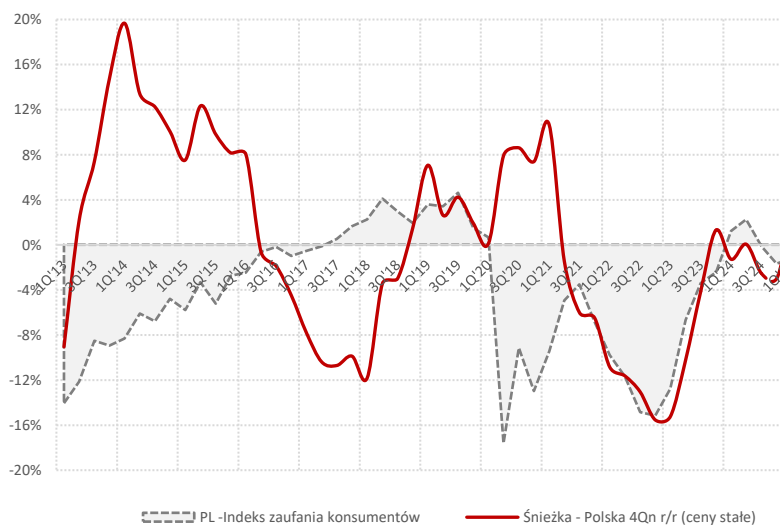
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, GfK

Farby akrylowowe/wynylowe, rozproszone lub rozpuszczone w środowisku wodnym – produkcja 12M w Polsce, indeks [I'18=100]



Źródło: BDM S.A., GUS

Dynamika sprzedaży Śnieżki w Polsce r/r (za 4Q narastająco) w cenach stałych* vs indeks zaufania konsumentów



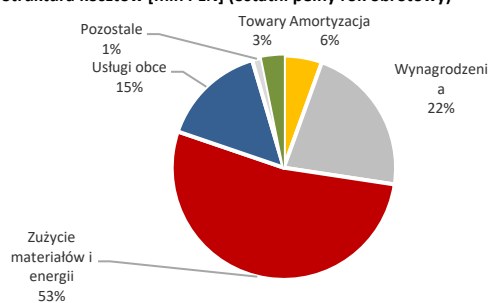
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, PSB, *dynamika nominalna skorygowana o zmianę cen wg PSB

Popyt na produkty Śnieżki w Polsce (w cenach stałych) w ostatnich 10 latach charakteryzował się wyraźną cyklicznością. Wyraźnie dodatnie dynamiki sprzedaży widoczne były w latach 2013-15 oraz 2019-pocz.21 (spory dodatkowy efekt remontów „covidowych”). Następne dwa lata to wyraźne spadki sprzedaży wolumenowej. Taka cykliczność związana jest naszym zdaniem z cyklem remontowym (mieszkania przeciętnie po 3-4 latach nadają się do pierwszego „odświeżenia”, co łatwo osiągnąć przez malowanie). Lata 2024-25 jednak rozczarowały i przyniosły stagnację sprzedaży, podobnie jak na większości rynków detalicznych materiałów budowlanych (w naszej subiektywnej ocenie w przypadku rynku farb obserwowane przesuwanie się popytu w kierunku farb wyższej jakości może wydłużać średni okres pomiędzy malowaniami).

Surowce

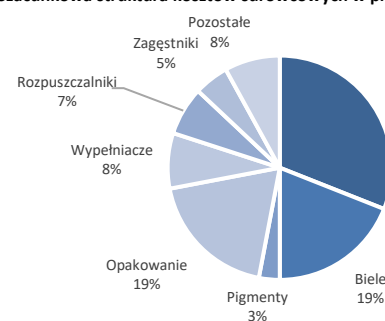
Surowce stanowią około 90% kosztów zużycia materiałów i energii (te z kolei stanowią około 50-55% kosztów rodzajowych) w Śnieżce. Szacunkowo największy koszt (około połowy) w wyprodukowaniu litra farby stanowią żywice oraz pigmenty (głównie biel tytanowa). Około 20% udział mają w sumie rozpuszczalniki, wypełniacze i zagęstniki a także blisko 20% udział w kosztach materiałowych stanowią opakowania (plastik lub metal). Koszty energii i gazu w przypadku produkcji farb nie są pozycjami istotnie wpływającymi na marżowość.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Śnieżka 2024

Szacunkowa struktura kosztów surowcowych w produkcji farb



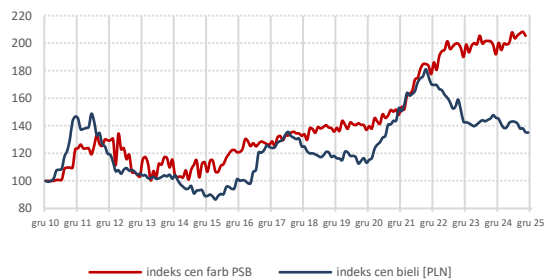
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Śnieżka

Ceny bieli w Europie w 3Q'22 osiągnęły swój historyczny szczyt. Od tego czasu, z krótkimi przerwami, są w trendzie spadkowym. Zwracamy uwagę, że ceny bieli są bardzo cykliczne, a wzrosty za okresu 2021-22 bardzo przypominały swoim zasięgiem wzrost z lat 2020-11 czy 2016-17, po których następowały głębokie korekcyjne spadki (poniżej długoterminowej linii wzrostowego trendu ceny, w obecnym cyklu ceny dopiero ostatnio ją przekroczyły w dół -> wykres na kolejnej stronie).

Spora część pozostałych surowców to pochodne ropy naftowej, ich ceny historycznie są w różnym stopniu powiązane z naftą – obecnie ceny są w większości wypadków niższe lub porównywalne r/r. W przypadku opakowań (są to głównie plastikowe i stalowe puszki) mamy także obecnie stabilną sytuację.

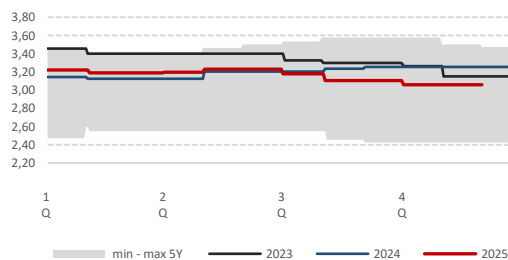
Zwracamy uwagę, że indeks cen farb (publikowany przez PSB) ma za sobą duży wzrost w 2022 roku i 1H'23. Od tego czasu ceny w skali miesięcznej podlegają niewielkim wahaniom, ale są nadal w trendzie wzrostowym. Zwracamy także uwagę, że popyt w ostatnich latach przesunął się w kierunku droższych jednostkowo farb (także potencjalnie wyżej marżowych).

Indeksy cen farb (rynek polski) oraz bieli tytanowej [PLN]



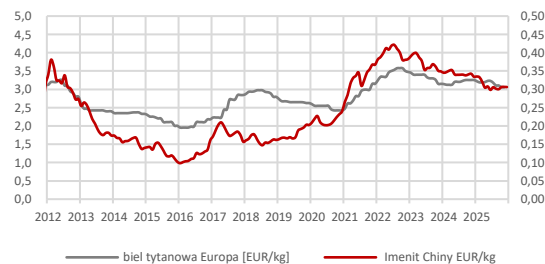
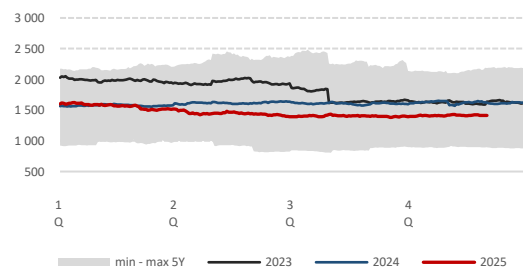
Źródło: DM BDM S.A., PSB, Grupa Azoty, Bloomberg

Ceny bieli tytanowej [Europa, EUR/kg]



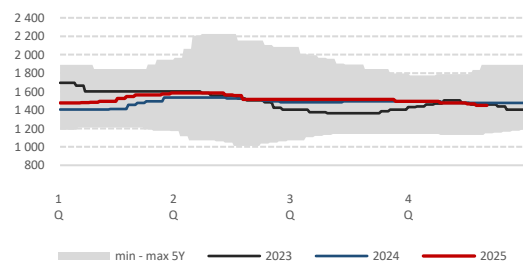
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Azoty Tarnów, FD NWE, Bloomberg

Ceny bieli [Europa, EUR/kg] vs ceny ilmenitu [Chiny, EUR/kg]

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. Azoty Tarnów, *bazowy surowiec do produkcji bieli
Kwas akrylowy [EUR/t]

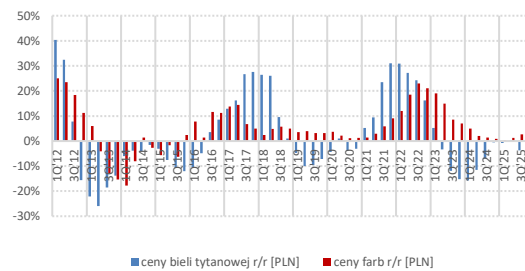
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Polietylen [EUR/t]



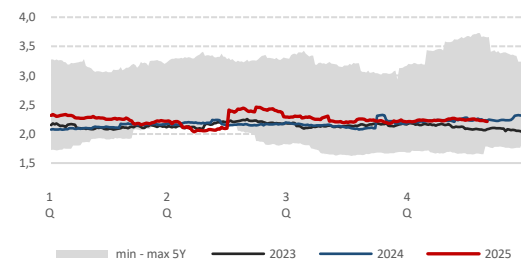
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zmiana cen farb na rynku polskim na tle zmian cen bieli tytanowej



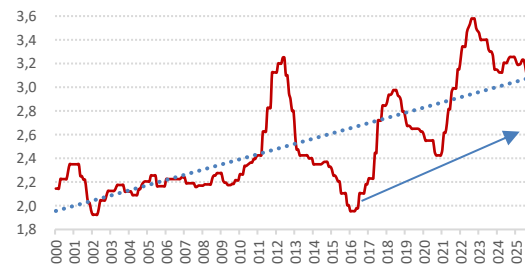
Źródło: DM BDM S.A., PSB, Grupa Azoty, Bloomberg

Ceny bieli tytanowej [Chiny, EUR/kg]



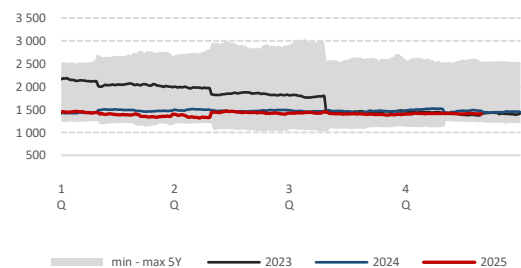
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Ceny bieli w długim terminie [Europa, EUR/kg]



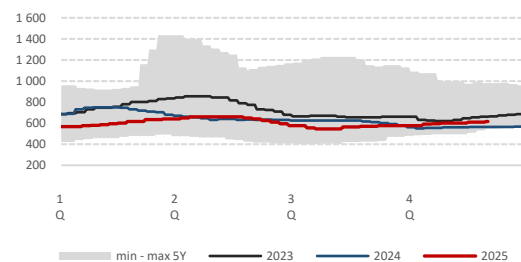
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. Azoty Tarnów, Bloomberg

Octan winylu [EUR/t]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Stal [EUR/t]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

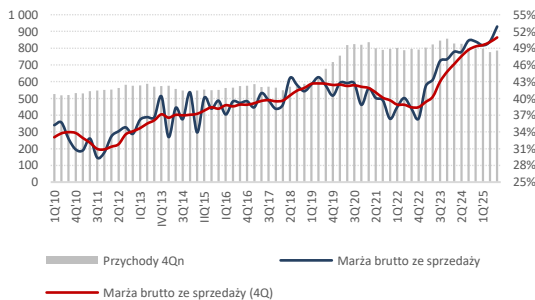
Wyniki za 3Q'25 [mln PLN]

	3Q'24	3Q'25	zmiana r/r	3Q'25P BDM	odchyl.	3Q'25P kons.	odchyl.	1-3Q'24	1-3Q'25	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	245,0	254,4	3,8%	241,2	5,5%	238,2	6,8%	647,7	634,7	-2,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	123,4	134,5	9,0%	122,8	9,5%	---	---	318,1	324,3	1,9%
Zysk na sprzedaży	49,2	56,0	13,8%	48,3	16,0%	---	---	100,4	102,8	2,4%
EBITDA	59,1	64,7	9,3%	57,8	11,9%	55,4	16,7%	126,5	131,1	3,7%
EBIT	49,7	55,1	10,9%	48,3	14,0%	45,9	20,0%	98,4	102,4	4,1%
Zysk (strata) brutto	44,4	51,4	15,8%	43,4	18,4%	---	---	83,8	90,8	8,3%
Zysk (strata) netto	34,6	39,9	15,3%	34,6	15,4%	33,1	20,6%	64,6	69,9	8,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	50,4%	52,9%		50,9%		---		49,1%	51,1%	
Marża EBITDA	24,1%	25,4%		24,0%		23,3%		19,5%	20,7%	
Marża EBIT	20,3%	21,7%		20,0%		19,3%		15,2%	16,1%	
Marża zysku netto	14,1%	15,7%		14,3%		13,9%		10,0%	11,0%	

Źródło: DM BDM S.A., spółka,

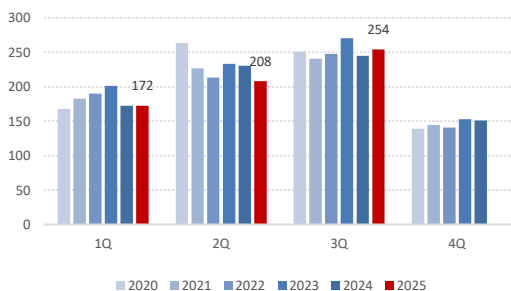
- Wyniki 3Q'25 były lepsze r/r oraz powyżej naszych i rynku oczekiwań (pierwszy raz od dłuższego czasu wyraźne przebicie konsensusu na plus).
- Przychody w Polsce wzrosły o +5% r/r (rok wcześniej spadły o -2% r/r).
- W końcu dodatnia dynamika na Węgrzech (+8% r/r, +9% w HUF). W Ukrainie wzrost o +3% r/r (w UAH +11% r/r).
- Marża brutto ze sprzedaży była na rekordowym poziomie 52,9% (vs 50,4% rok temu i 50,2% w 2Q'25). Koszty SG&A wzrosły o +6% r/r (w tym koszty sprzedaży były porównywalne r/r).
- EBITDA wyniosła 64,7 mln PLN (vs 59,1 mln PLN w 3Q'24, zakładaliśmy 57,8 mln PLN). Wynik jest obciążony przez -1,0 mln PLN na saldzie pozostałej działalności operacyjnej (zakładaliśmy 0,0 mln PLN, rok temu +0,4 mln PLN). Zysk netto wzrósł do 39,9 mln PLN z 34,6 mln PLN rok temu.
- Dług netto na poziomie 193 mln PLN (razem z opcję odkupu udziałów spółki węgierskiej). CF operacyjny w 3Q'25 na poziomie +77 mln PLN (vs +76 mln PLN rok temu). CAPEX w 1-3Q'25 na poziomie 13 mln PLN.

Przychody oraz marża brutto ze sprzedaży (narastająco 4Q)



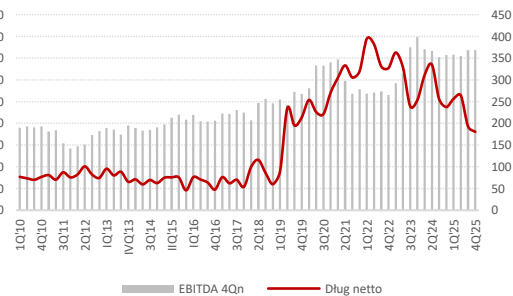
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody kwartalnie [mln PLN]



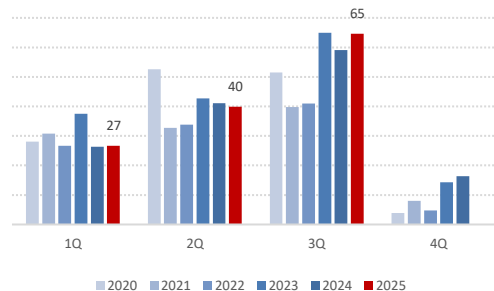
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA 4Q narastająco i dług netto [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA kwartalnie [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Podsumowanie konferencji wynikowej po 3Q'25 (20/11/2025)**Wyniki 1-3Q'25**

- spółka zadowolona z wyników, mimo wymagającego rynku farb (nadal spadki wolumenów w PL)
- wysoka marża pochodną sprzyjającej strony kosztowej oraz efekty zmiany modelu dystrybucji

Perspektywy

- cały rok będzie poniżej pierwotnych oczekiwań
- sytuacja makro się poprawia
- spółka chciałaby zwiększać budżety marketingowe w sytuacji odbicia rynku
- spółka koncentruje się na swoich kluczowych rynkach

Polska

- jednocyfrowy spadek rynku na poziomie wolumenu i wartości w 1-3Q'25
- spółka nieznacznie zwiększyła udziały w rynku (obecnie 25%)
- 4Q'25 jest dotychczas poniżej oczekiwań
- marka Magnat (premium) ma wyraźnie większą wartość sprzedaży niż marka Śnieżka (value for money)

Węgry

- lekkie odbicie rynku farb dekoracyjnych (wartościowo i wolumenowo)
- wprowadzono krótkoterminowe zachęty finansowe na prace remontowo-budowlane
- spółka nadal traci udziały w 1-3Q'25 (obecnie 17%)
- przeprowadzony rebranding marki Poli-Farbe (jeden wspólny brand)

Ukraina

- sytuacja trudna do prognozowania
- stabilne udziały rynkowe (11%)
- budowa segmentu premium (marka Magnat)

Surowce

- ceny stabilne, przynajmniej do momentu odbicia rynku
- 50 mln EUR – roczna ekspozycja na zakupy w walucie

Cele strategiczne 2028 roku

- po wynikach 2025 roku zarząd będzie rewidował cele strategiczne (przychody poniżej oczekiwań)

CAPEX

- nakłady w 2025 roku będą niższe od założeń (część przesunięta na kolejne lata, rezygnacja z inwestycji w instalacje PV z powodu niskiego ROI obecnie)

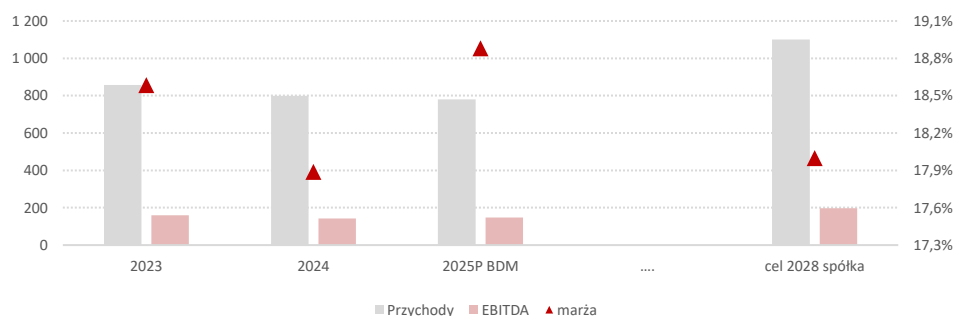
Wyniki i prognozy wg segmentów kwartalnie [mln PLN]

	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25P	1Q'26P	2Q'26P	3Q'26P	4Q'26P
Przychody	172,3	230,4	245,0	150,8	172,2	208,1	254,4	146,9	175,7	220,5	262,4	156,3
Polska	124,4	161,5	178,7	112,2	128,5	150,8	187,6	106,6	131,0	159,8	193,2	113,0
Węgry	23,0	30,2	31,5	18,0	18,9	28,6	33,9	19,8	20,2	30,5	35,0	21,1
Ukraina	18,9	24,0	21,6	16,1	18,7	20,7	22,2	15,6	18,1	21,5	23,1	16,8
pozostałe	5,9	14,7	13,2	4,5	6,2	8,0	10,7	4,9	6,4	8,6	11,1	5,3
Zysk brutto ze sprzedaży	83,3	111,4	123,4	75,7	85,3	104,5	134,5	75,6	88,4	112,2	139,0	80,2
SG&A	65,8	77,7	74,2	68,8	67,3	75,7	78,5	69,1	67,3	78,6	79,3	72,0
Wynik na sprzedaży	17,5	33,6	49,2	6,8	18,0	28,8	56,0	6,5	21,1	33,5	59,7	8,1
Polska	35,7	46,7	61,0	30,0	39,5	45,3	71,3	29,9	41,8	49,7	74,3	32,1
Węgry	4,6	7,3	7,5	3,8	3,0	7,2	9,2	3,8	3,3	8,0	9,7	4,2
Ukraina	5,6	7,2	6,3	3,6	5,1	5,6	6,6	3,6	5,4	6,2	7,0	3,9
pozostałe	1,6	5,7	4,7	1,9	1,9	3,2	4,1	1,8	2,0	3,4	4,3	2,0
koszty nieprzypisane	-30,0	-33,3	-30,3	-32,5	-31,4	-32,5	-35,2	-32,8	-31,4	-33,7	-35,6	-34,1
PPO/PKO	-0,6	-1,9	0,4	0,0	-0,9	1,4	-1,0	0,0	-0,6	0,0	0,0	-0,6
EBITDA	26,3	41,1	59,1	16,3	26,6	39,8	64,7	16,0	30,1	43,1	69,3	17,1
EBIT	17,0	31,7	49,7	6,8	17,1	30,2	55,1	6,5	20,5	33,5	59,7	7,5
Saldo finansowe	-4,2	-5,1	-5,4	-3,4	-3,8	-4,1	-3,7	-3,6	-3,1	-3,7	-3,4	-2,5
Jednostki stowarzyszone	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Zysk brutto	12,8	26,7	44,4	3,5	13,3	26,2	51,4	2,8	17,4	29,9	56,4	5,0
Zysk netto	9,9	20,1	34,6	4,7	10,6	19,4	39,9	2,6	13,9	23,2	44,3	4,7
CFO	-38,7	39,0	75,8	42,4	-14,3	41,1	77,2	31,5	-20,5	33,5	99,1	22,8
Dług netto	311,3	335,2	255,7	237,5	256,4	264,3	193,0	178,7	211,9	191,6	143,3	119,1
przychody r/r	-14,5%	-1,2%	-9,4%	-1,3%	0,0%	-9,7%	3,8%	-2,5%	2,0%	6,0%	3,2%	6,4%
Polska	-16,1%	4,1%	-2,0%	6,4%	3,3%	-6,6%	5,0%	-5,0%	2,0%	6,0%	3,0%	6,0%
Węgry	-14,8%	-20,3%	-22,5%	-20,0%	-17,9%	-5,2%	7,5%	10,0%	7,0%	6,6%	3,3%	6,6%
Ukraina	13,8%	-0,8%	-28,1%	-8,6%	-1,3%	-13,6%	2,7%	-3,0%	-3,0%	4,0%	4,0%	8,0%
pozostałe	-37,6%	-8,0%	-24,6%	-37,6%	4,7%	-45,8%	-18,9%	10,2%	2,7%	8,0%	4,0%	8,0%
marża brutto ze sprzedaży	48,4%	48,3%	50,4%	50,2%	49,5%	50,2%	52,9%	51,4%	50,3%	50,9%	53,0%	51,3%
SG&A/przychody	38,2%	33,7%	30,3%	45,7%	39,1%	36,4%	30,8%	47,0%	38,3%	35,7%	30,2%	46,1%
marża na sprzedaży	10,2%	14,6%	20,1%	4,5%	10,5%	13,8%	22,0%	4,4%	12,0%	15,2%	22,8%	5,2%
Polska	28,7%	28,9%	34,1%	26,7%	30,7%	30,1%	38,0%	28,1%	31,9%	31,1%	38,4%	28,4%
Węgry	20,0%	24,2%	24,0%	21,3%	15,8%	25,2%	27,2%	19,3%	16,5%	26,3%	27,9%	20,0%
Ukraina	29,5%	30,2%	29,1%	22,4%	27,2%	26,9%	29,9%	23,1%	29,8%	28,6%	30,3%	23,3%
pozostałe	26,9%	38,7%	35,9%	41,5%	30,0%	40,0%	38,5%	37,6%	31,0%	39,8%	38,5%	36,8%
koszty nieprzypisany	-17,4%	-14,4%	-12,4%	-21,5%	-18,2%	-15,6%	-13,9%	-22,3%	-17,9%	-15,3%	-13,6%	-21,8%
marża EBITDA	15,3%	17,8%	24,1%	10,8%	15,5%	19,1%	25,4%	10,9%	17,1%	19,5%	26,4%	10,9%
marża EBIT	9,8%	13,8%	20,3%	4,5%	9,9%	14,5%	21,7%	4,4%	11,7%	15,2%	22,8%	4,8%
marża netto	5,8%	8,7%	14,1%	3,1%	6,2%	9,3%	15,7%	1,8%	7,9%	10,5%	16,9%	3,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- Po 1-3Q'25 spółka ma 635 mln PLN przychodów (-2% r/r), 131 mln PLN EBITDA (+3% r/r) oraz 70 mln PLN zysku netto (+8% r/r).
- 4Q sezonowo jest najstarszym okresem w roku. Rok temu spółka miała w 4Q'24 ok 16 mln PLN EBITDA, spodziewamy się podobnego wyniku w 4Q'25. Na ostatniej konferencji wynikowej zarząd sugerował, że początek sprzedażowy kwartału nie wyglądał zbyt dobrze, oceniamy także, że mało sprzyjająca może być pogoda. Jednocześnie spółka powinna nadal korzystać na pozytywnych trendach po stronie kosztowej.
- W całym 2025 roku zakładamy 782 mln PLN przychodów (-2%, spadek wolumenów na wszystkich gł. rynkach, drugi kolejny rok z rzędu ze spadkiem przychodów). Marża brutto ze sprzedaży w 2025 roku będzie na rekordowym poziomie, po 1-3Q'25 to 51% (4Q'25 nie powinien przynieść większych zmian). Spodziewamy się 147 mln PLN EBITDA (+3% r/r, marża: 18,7%) oraz 73 mln PLN zysku netto (+5% r/r).
- W marcu'24 spółka przedstawiła **cele strategiczne na rok 2028**, obejmujące m.in.: osiągnięcie skonsolidowanych przychodów netto na poziomie 1,1 mld PLN, marży EBITDA na poziomie 18% oraz zwiększenie udziału rynkowego do ponad 20% w kluczowych krajach działania, czyli w Polsce, Węgrzech i Ukrainie. Do celu 1,1 mld PLN spółce po 2025 roku zabraknie prawdopodobnie >300 mln PLN. Osiągnięcie wzrostu sprzedaży w każdym z najbliższych 3 lata po ok 100 mln PLN rok (dynamika >10%) uważamy za bardzo mało prawdopodobne w sposób organiczny. Spółka zapowiedziała już, że zweryfikuje swoje cele po wynikach 4Q'25. Spodziewamy się obniżenia celu sprzedażowego (do 0,9-1,0 mld PLN), być może spółka zdecyduje się na nieznaczne podniesienie celu marży EBITDA (m.in. wyraźnie wzrosła baza kosztów SG&A, przy wzroście przychodów powinien pojawić się efekt dźwigni, zwracamy uwagę, że spółka kilka lat temu oddała do użytku nowoczesne centrum logistyczne, które ma duże wolne moce przerobowe).

Cele strategiczne spółki na tle ostatnich wyników rocznych [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- W 2026 roku zakładamy lekkie odbicie sprzedaży i wzrost do 815 mln PLN przychodów (+4% r/r). W kolejnych latach źródłem wzrostu sprzedaży powinny być efekty prowadzonego w poprzednich latach (gł. 2018-22) procesu rozbudowy mocy produkcyjnych i logistycznych.
- Dostrzegamy jeszcze delikatną przestrzeń na poprawę marży brutto ze sprzedaży w 2026 roku. Kurs EUR/PLN w 2H'25 jest na niższych poziomach r/r. Brak presji na rynku ropy sprzyja notowaniom surowców.
- Celem strategiczny zarządu jest poziom 18% marży EBITDA w perspektywie 2028 roku. W 2023 roku było to 18,6%, w 2024 17,9% a w 2025 roku zakładamy 18,8%. Uważamy, że spółka ma potencjał, by pokazywać do 20% rentowności (zwracamy uwagę, że są to poziomy osiągnęte w branży, pomiędzy 18-20% mają np. Sherwin-Williams, PPG, Asian Paints czy HB Fuller). Przy zakładanym wzroście wolumenów powinny naszym zdaniem być widoczne efekty nowego centrum logistycznego (m.in. możliwość obsługi rynku sklepów detalicznych z pominięciem kanału hurtowego, co spółka wdrożyła w 2024 roku). Zwracamy uwagę, że rynek farb w porównaniu do wielu innych segmentów rynku materiałów budowlanych jest relatywnie mało konkurencyjny, co może pozwalać na opieranie się ewentualnej presji na ceny, przy jednoczesnej poprawie relacji kosztów SG&A/przychody. W 2028 roku zakładamy 19,8% marży EBITDA przy 935 mln PLN przychodów.
- CAPEX spółki najbliższych 2-3 latach przyjmujemy na poziomie poniżej, a później na zbliżonym do amortyzacji (odtworzeniowy). Zwracamy uwagę, że spółka ma za sobą duży program inwestycyjny (w latach 2018-22 wydano 448 mln PLN - m.in. budowa nowego centrum logistycznego, wcześniej także zwiększenie mocy produkcyjnych w Polsce + zakup w 2019 roku węgierskiego Poli-Farbe) a zdolności produkcyjne nie są w pełni wykorzystane. Ukończenie programu inwestycyjnego zbiegło jednak się z wyraźnym spadkiem wolumenów (w 2020 roku spółka mogła realizować potencjalnie nawet jeszcze większą sprzedaż, ale problemem były m.in. logistyka). W ocenie zarządu spółka jest obecnie zabezpieczona na wiele lat do przodu.
- W naszych założeniach przyjmujemy wypłatę dywidendy na poziomie 50% skonsolidowanego zysku netto do momentu zejścia wskaźnika dług netto/EBITDA <1,0 (zgodnie z polityką dywidendową spółki). W przypadku spadku poniżej tego poziomu zakładamy 66% przy wskaźniku >0,75x i 75% przy >0,5x i 100% dla niższych poziomów. Nie można wykluczyć, że akcjonariusze będą wnioskować o wyższe poziomy, jak to działo się już historycznie. Zakładamy, że przy zejściu wskaźnika dług netto/EBITDA <1x, spółka powinna odnieść się do polityki dywidendowej na kolejne lata (oceniaamy, że może to się stać po wynikach 2026 roku).
- Nasze założenia wynikowe w stosunku do poprzedniej rekomendacji (z lutego 2025) zostały skorygowane na poziomie przychodów w dół a w górę na poziomie marżowości. Bardziej optymistycznie niż konsensus prezentowany przez Bloomberg podchodzimy do prognoz na 2025-27 (poza przychodami).

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

	2024	2024	odchyl.	2025	2025	zmiana	2026	2026	zmiana
	poprzednio	wykonanie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	790,6	798,4	1,0%	832,2	781,6	-6,1%	898,4	814,9	-9,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	388,3	393,8	1,4%	408,2	399,9	-2,0%	440,8	419,7	-4,8%
EBITDA	139,4	142,8	2,5%	146,6	147,1	0,4%	163,5	159,5	-2,4%
EBIT	101,8	105,2	3,4%	109,4	108,9	-0,5%	126,6	121,3	-4,2%
Zysk netto	63,7	69,4	8,9%	71,5	72,6	1,5%	85,7	86,0	0,4%
Dług netto	228,8	237,5	3,8%	183,6	178,7	-2,7%	132,1	119,1	-9,8%
Marża brutto ze sprzedaży	49,1%	49,3%		49,1%	51,2%		49,1%	51,5%	
Marża EBITDA	17,6%	17,9%		17,6%	18,8%		18,2%	19,6%	
Marża EBIT	12,9%	13,2%		13,1%	13,9%		14,1%	14,9%	
Marża zysku netto	8,1%	8,7%		8,6%	9,3%		9,5%	10,6%	

Źródło: BDM S.A., *z 06/02/2025

Konsensus rynkowy vs prognozy BDM [mln PLN]

	2025	2025	odchylenie	2026	2026	odchylenie	2027	2027	odchylenie
	BDM	konsensus		BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	781,6	801,0	-2,4%	814,9	869,0	-6,2%	879,6	940,7	-6,5%
EBITDA	147,1	145,0	1,5%	159,5	155,3	2,7%	173,9	170,7	1,9%
EBIT	108,9	106,3	2,4%	121,3	115,7	4,8%	135,7	129,3	4,9%
Zysk (strata) netto	72,6	72,1	0,7%	86,0	82,8	3,9%	101,1	96,9	4,3%
Dług netto	178,7	154,0	16,0%	119,1	121,5	-1,9%	78,8	77,0	2,3%
Marża EBITDA	18,8%	18,1%		19,6%	17,9%		19,8%	18,1%	
Marża EBIT	13,9%	13,3%		14,9%	13,3%		15,4%	13,7%	
Marża zysku netto	9,3%	9,0%		10,6%	9,5%		11,5%	10,3%	

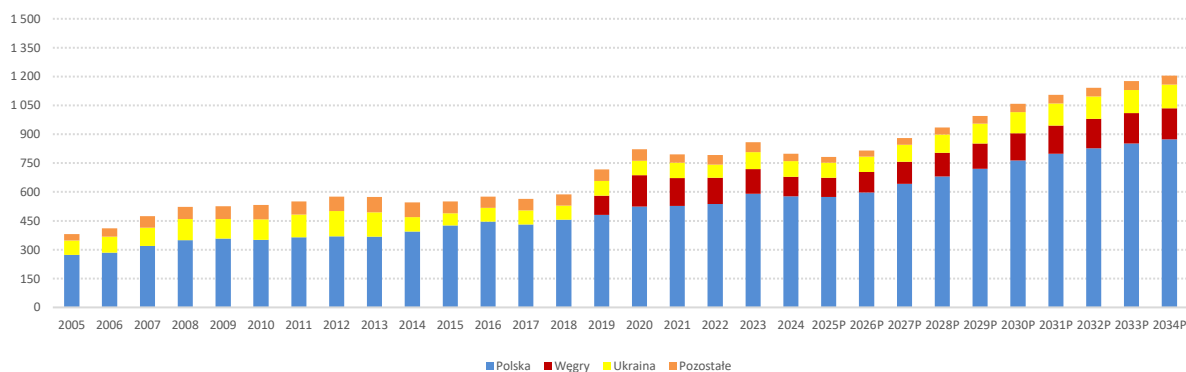
Źródło: BDM S.A., Bloomberg (konsensus)

Prognozy wyników wg segmentów rocznie [mln PLN]

	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody	821	795	792	858	798	782	815	880	935	995	1 058	1 104	1 142	1 176
Polska	524	527	537	591	577	573	597	642	680	721	764	799	827	852
Węgry	162	145	137	128	103	101	107	116	123	131	140	147	153	158
Ukraina	76	80	68	88	81	77	80	88	95	102	110	113	117	120
pozostałe	58	43	49	50	38	30	31	35	37	40	43	45	46	47
Zysk brutto ze sprzedaży	345,6	315,3	304,2	384,2	393,8	399,9	419,7	451,3	480,0	510,5	543,0	566,1	585,8	603,3
SG&A	241,1	240,0	235,4	264,1	286,5	290,6	297,3	314,5	331,4	349,3	368,2	378,7	389,5	398,7
Wynik na sprzedaży	104,5	75,2	68,8	120,1	107,3	109,3	122,5	136,9	148,6	161,2	174,8	187,4	196,3	204,6
Polska	134,9	134,3	135,1	206,6	173,4	186,0	197,9	214,1	227,0	240,7	255,3	267,0	277,6	287,2
Węgry	38,1	22,1	19,8	27,8	23,3	23,2	25,4	28,3	30,6	33,1	35,8	38,0	39,9	41,7
Ukraina	28,1	24,5	22,3	26,8	22,7	20,9	22,5	24,7	26,5	28,4	30,5	32,1	33,6	35,0
pozostałe	19,2	9,3	13,8	9,4	13,9	11,0	11,6	12,5	13,2	14,0	14,8	15,5	16,1	16,6
koszty nieprzypisane	-116	-115	-122	-150	-126	-132	-135	-143	-149	-155	-162	-165	-171	-176
PPO/PKO	-2,0	0,2	0,6	0,9	-2,0	-0,4	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-3,3	-3,4	-3,5
EBITDA	136,1	111,4	106,2	159,4	142,8	147,1	159,5	173,9	185,1	197,6	211,1	221,6	230,4	238,6
EBIT	102,5	75,5	69,4	121,0	105,2	108,9	121,3	135,7	147,4	160,0	173,6	184,1	192,9	201,0
Saldo finansowe	0,9	1,0	-16,5	-20,4	-18,1	-15,3	-12,7	-8,5	-6,4	-5,8	-5,5	-4,7	-4,0	-3,2
Jednostki stowarzyszone	0,5	0,4	0,1	0,4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	104,0	76,8	53,0	101,0	87,3	93,7	108,6	127,3	141,0	154,2	168,1	179,4	188,9	197,9
Zysk netto	78,0	59,7	36,7	77,6	69,4	72,6	86,0	101,1	112,2	122,8	133,9	142,0	149,2	155,9
CFO	120,7	124,1	98,2	148,2	118,5	135,5	135,0	142,0	152,0	161,3	171,9	182,5	190,1	197,2
Dług netto	270,9	319,8	327,3	253,7	237,5	178,7	119,1	78,8	68,7	63,1	56,9	50,5	43,9	36,6
przychody r/r	14,5%	-3,2%	-0,4%	8,3%	-6,9%	-2,1%	4,3%	7,9%	6,4%	6,4%	6,4%	4,3%	3,4%	2,9%
Polska	9%	1%	2%	10%	-2%	-1%	4%	8%	6%	6%	6%	5%	3%	3%
Węgry	63%	-11%	-5%	-6%	-20%	-1%	6%	8%	7%	7%	7%	5%	4%	3%
Ukraina	-1%	5%	-15%	30%	-9%	-4%	3%	10%	8%	8%	8%	3%	3%	2%
pozostałe	-2%	-27%	15%	1%	-24%	-22%	5%	10%	8%	8%	8%	3%	2%	2%
marża brutto ze sprzedaży	42,1%	39,7%	38,4%	44,8%	49,3%	51,2%	51,5%	51,3%	51,3%	51,3%	51,3%	51,3%	51,3%	51,3%
SG&A/przychody	29,4%	30,2%	29,7%	30,8%	35,9%	37,2%	36,5%	35,8%	35,4%	35,1%	34,8%	34,3%	34,1%	33,9%
marża na sprzedaży	12,7%	9,5%	8,7%	14,0%	13,4%	14,0%	15,0%	15,6%	15,9%	16,2%	16,5%	17,0%	17,2%	17,4%
Polska	25,7%	25,5%	25,1%	34,9%	30,1%	32,4%	33,1%	33,4%	33,4%	33,4%	33,4%	33,4%	33,6%	33,7%
Węgry	23,5%	15,3%	14,4%	21,7%	22,7%	22,9%	23,7%	24,4%	24,8%	25,2%	25,5%	25,8%	26,1%	26,4%
Ukraina	36,8%	30,5%	32,7%	30,3%	28,2%	27,1%	28,2%	28,2%	28,0%	27,8%	27,6%	28,3%	28,8%	29,2%
pozostałe	32,9%	21,7%	27,9%	18,7%	36,2%	37,0%	37,1%	36,2%	35,5%	34,8%	34,1%	34,6%	35,2%	35,6%
koszty nieprzypisany	-14%	-14%	-15%	-18%	-16%	-17%	-17%	-16%	-16%	-16%	-15%	-15%	-15%	-15%
marża EBITDA	16,6%	14,0%	13,4%	18,6%	17,9%	18,8%	19,6%	19,8%	19,8%	19,9%	20,0%	20,1%	20,2%	20,3%
marża EBIT	12,5%	9,5%	8,8%	14,1%	13,2%	13,9%	14,9%	15,4%	15,8%	16,1%	16,4%	16,7%	16,9%	17,1%
marża netto	9,5%	7,5%	4,6%	9,1%	8,7%	9,3%	10,6%	11,5%	12,0%	12,3%	12,7%	12,9%	13,1%	13,3%

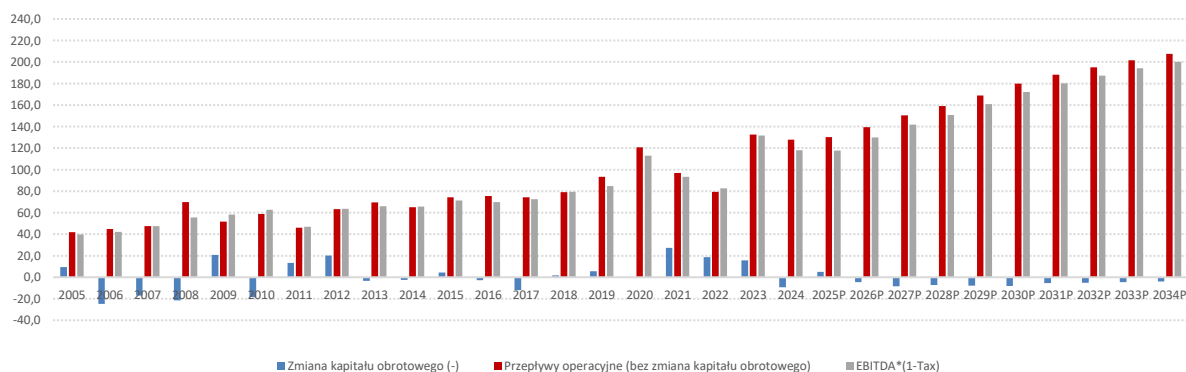
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Struktura przychodów [mln PLN]



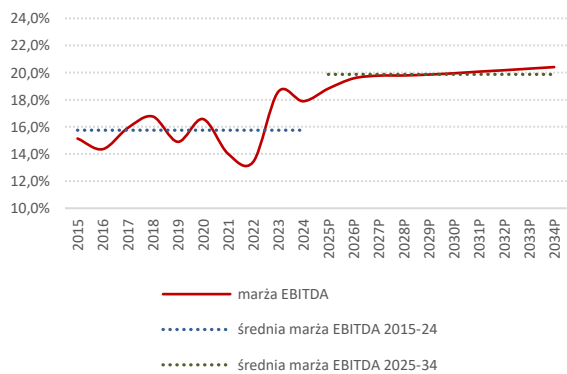
Źródło: BDM S.A., spółka

Przepływy operacyjne [mln PLN]



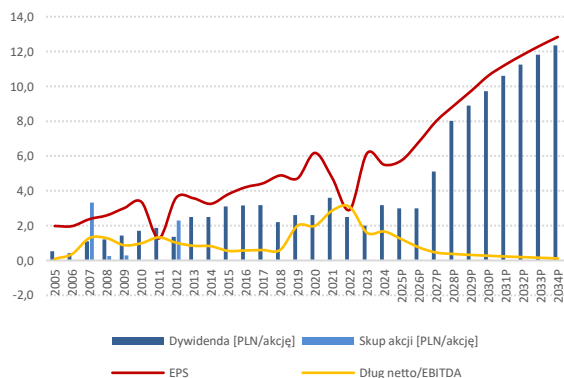
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża EBITDA



Źródło: BDM S.A., spółka

Dywidenda vs EPS



DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Aktywa trwałe	564	549	533	519	510	506	507	507	507	507	507	507
Wartości niematerialne i prawne	67	60	57	55	54	54	54	54	54	54	54	54
Rzeczowe aktywa trwałe	492	484	471	459	450	447	447	447	447	447	447	447
Nieruchomości inwestycyjne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa trwałe	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Aktywa obrotowe	255	235	270	303	338	340	339	339	335	330	326	320
Zapasy	116	100	93	98	106	113	120	128	132	138	142	146
Należności krótkoterminowe	73	79	78	81	87	93	99	105	110	113	117	120
Inwestycje krótkoterminowe	66	56	99	124	144	134	120	106	93	79	67	54
- w tym środki pieniężne*	66	56	99	124	144	134	120	106	93	79	67	54
Pozostałe aktywa obrotowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktywa razem	819	785	804	823	849	847	847	847	842	838	833	828
Kapitał (fundusz) własny	348	373	408	456	493	504	514	526	534	541	547	554
Kapitał mniejszości	26	22	24	27	29	32	35	38	42	46	51	57
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	445	390	372	340	327	312	297	283	267	250	234	217
Rezerwy na zobowiązania	23	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22
Zobowiązania długoterminowe	206	193	178	143	123	103	83	63	43	23	23	23
- w tym zobowiązania oprocentowane	206	193	178	143	123	103	83	63	43	23	23	23
Zobowiązania krótkoterminowe	215	175	171	175	182	186	192	198	201	205	189	172
- w tym zobowiązania oprocentowane	113	100	100	100	100	100	100	100	100	100	80	60
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasywa razem	819	785	804	823	849	847	847	847	842	838	833	828
<i>*łącznie z lokatami</i>												
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody netto ze sprzedaży	858	798	782	815	880	935	995	1 058	1 104	1 142	1 176	1 205
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	384	394	400	420	451	480	511	543	566	586	603	619
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	264	287	291	297	314	331	349	368	379	390	399	406
Zysk (strata) na sprzedaży	120	107	109	122	137	149	161	175	187	196	205	212
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	1	-2	0	-1	-1	-1	-1	-1	-3	-3	-4	-4
EBITDA	159	143	147	160	174	185	198	211	222	230	239	246
EBIT	121	105	109	121	136	147	160	174	184	193	201	208
Saldo działalności finansowej	-20	-18	-15	-13	-8	-6	-6	-6	-5	-4	-3	-2
Zysk (strata) brutto	101	87	94	109	127	141	154	168	179	189	198	206
Zysk (strata) netto mniejszości	6	3	2	2	3	3	3	3	4	4	5	6
Zysk (strata) netto**	78	69	73	86	101	112	123	134	142	149	156	162
<i>**dla akcjonariuszy jedn. dominującej</i>												
CF [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przepływy z działalności operacyjnej	148	118	135	135	142	152	161	172	183	190	197	204
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-29	-35	-22	-25	-29	-34	-38	-37	-38	-38	-38	-38
Przepływy z działalności finansowej	-71	-89	-70	-86	-93	-127	-138	-148	-159	-166	-172	-178
Przepływy pieniężne netto	48	-6	44	25	20	-10	-14	-14	-14	-13	-13	-12
Środki pieniężne na początek okresu	20	66	56	99	124	144	134	120	106	93	79	67
Środki pieniężne na koniec okresu	66	56	99	124	144	134	120	106	93	79	67	54
Wskaźniki	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody zmiana r/r	8%	-7%	-2%	4%	8%	6%	6%	6%	4%	3%	3%	3%
EBITDA zmiana r/r	50%	-10%	3%	8%	9%	6%	7%	7%	5%	4%	4%	3%
Zysk netto zmiana r/r	112%	-11%	5%	19%	18%	11%	9%	9%	6%	5%	4%	4%
Marża brutto na sprzedaży	44,8%	49,3%	51,2%	51,5%	51,3%	51,3%	51,3%	51,3%	51,3%	51,3%	51,3%	51,3%
Marża EBITDA	18,6%	17,9%	18,8%	19,6%	19,8%	19,8%	19,9%	20,0%	20,1%	20,2%	20,3%	20,4%
Marża EBIT	14,1%	13,2%	13,9%	14,9%	15,4%	15,8%	16,1%	16,4%	16,7%	16,9%	17,1%	17,3%
Marża netto	9,1%	8,7%	9,3%	10,6%	11,5%	12,0%	12,3%	12,7%	12,9%	13,1%	13,3%	13,4%
SG&A / przychody	30,8%	35,9%	37,2%	36,5%	35,8%	35,4%	35,1%	34,8%	34,3%	34,1%	33,9%	33,7%
ROE	22,3%	18,6%	17,8%	18,9%	20,5%	22,3%	23,9%	25,5%	26,6%	27,6%	28,5%	29,3%
ROA	9,5%	8,8%	9,0%	10,5%	11,9%	13,2%	14,5%	15,8%	16,9%	17,8%	18,7%	19,6%
Dług	319	293	278	243	223	203	183	163	143	123	103	83
D / (D+E)	47,9%	44,0%	40,5%	34,8%	31,2%	28,7%	26,3%	23,7%	21,1%	18,5%	15,9%	13,1%
D / E	91,8%	78,5%	68,2%	53,3%	45,3%	40,3%	35,6%	31,0%	26,8%	22,8%	18,8%	15,0%
Dług / kapitał własny	91,8%	78,5%	68,2%	53,3%	45,3%	40,3%	35,6%	31,0%	26,8%	22,8%	18,8%	15,0%
Dług netto	254	238	179	119	79	69	63	57	51	44	37	29
Dług netto / kapitał własny	0,73	0,64	0,44	0,26	0,16	0,14	0,12	0,11	0,09	0,08	0,07	0,05
Dług netto / EBITDA	1,6	1,7	1,2	0,7	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1
EV	1 258	1 242	1 183	1 124	1 083	1 073	1 067	1 061	1 055	1 048	1 041	1 033
Dług / EV	25,4%	23,6%	23,5%	21,6%	20,6%	18,9%	17,2%	15,4%	13,6%	11,7%	9,9%	8,0%
CAPEX / Przychody	3,8%	4,6%	2,8%	3,1%	3,3%	3,7%	3,8%	3,5%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%
CAPEX / Amortyzacja	83,9%	98,5%	56,7%	65,1%	74,9%	91,4%	100,5%	99,9%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	-1,4%	2,3%	-0,7%	0,6%	1,0%	0,8%	0,8%	0,8%	0,5%	0,5%	0,4%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-17,5%	-30,3%	31,5%	14,4%	14,0%	13,6%	13,9%	13,8%	13,1%	14,2%	14,2%	13,9%
P/E*	12,9	14,5	13,8	11,7	9,9	9,0	8,2	7,5	7,1	6,7	6,4	6,2
P/BV*	2,9	2,7	2,5	2,2	2,0	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8
EV/EBITDA*	7,9	8,7	8,0	7,0	6,2	5,8	5,4	5,0	4,8	4,5	4,4	4,2
EV/EBIT*	10,4	11,8	10,9	9,3	8,0	7,3	6,7	6,1	5,7	5,4	5,2	5,0
EV/S*	1,5	1,6	1,5	1,4	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
DPS	2,0	3,2	3,0	3,0	5,1	8,0	8,9	9,7	10,6	11,3	11,8	12,4
Payout ratio	68,8%	51,5%	54,6%	52,1%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 79,6 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

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

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

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

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji spółki:

historia rekomendacji spółki:							
zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
akumuluj	88,7	trzymaj	80,9	3.12.2025	14:15 CET/CEST	79,6	110 662
trzymaj	80,9	kupuj	93,1	06.02.2025	07:50 CEST	83,2	86 132
kupuj	93,1	akumuluj	79,9	01.03.2024	07:50 CEST	79,8	81 945
akumuluj	79,9	trzymaj	72,2	27.07.2023	14:55 CEST	72,8	71 790
trzymaj	72,2	redukuj	65,2	18.05.2023	08:50 CEST	72,6	63 636
redukuj	65,2	Wznowienie rekomendacji	---	16.03.2023	13:40 CEST	69,6	55 928
trzymaj	86,8		akumuluj	72,3	03.06.2019	09:55 CEST	89,0
akumuluj	72,3	redukuj	62,0	01.08.2018	14:45 CEST	67,0	59 581
redukuj	62,0	akumuluj	56,4	19.07.2017	13:59 CEST	68,8	62 400
akumuluj	56,4	redukuj	56,4	19.10.2016	09:10 CEST	50,6	47 437
redukuj	56,4	trzymaj	56,4	18.07.2016	08:59 CEST	61,2	45 541
trzymaj	56,4	akumuluj	51,1	26.02.2016		55,7	45 991
akumuluj	51,1	akumuluj	48,8	13.08.2015		46,3	52 555
akumuluj	48,8	akumuluj	43,5	19.03.2015		44,1	53 816
akumuluj	43,5	trzymaj	45,0	7.11.2014		38,3	53 400
trzymaj	45,0	sprzedaj	45,4	6.12.2013		47,9	52 577
sprzedaj	45,4	redukuj	43,0	21.10.2013		58,48	53 854
redukuj	43,0	akumuluj	48,0	19.07.2013		48,89	46 400
trzymaj	48,0	akumuluj	36,6	6.03.2013		49,45	46 798
akumuluj	36,6	trzymaj	33,9	22.10.2012		31,61	43 759
trzymaj	33,9	kupuj	32,7	24.07.2012		34,00	38 983
kupuj	32,7	trzymaj	39,8	1.03.2011		27,19	41 534
trzymaj	39,8	akumuluj	47,1	26.05.2011		39,10	49 245
akumuluj	47,1	akumuluj	45,1	15.03.2011		42,95	47 440
akumuluj	45,1	akumuluj	45,1	17.11.2010		40,70	46 456
akumuluj	45,1	kupuj	41,2	14.05.2010		40,51	41 656
kupuj	41,2	-	-	27.10.2009		33,05	39 147

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'25*:

liczba		%	liczba		%
Kupuj	5	83%	0	0%	
Akumuluj	1	17%	0	0%	
Trzymaj	0	0%	0	0%	
Redukuj	0	0%	0	0%	
Sprzedaj	0	0%	0	0%	

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

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

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

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2025-12-03

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-12-03 (14:15 CET/CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-12-10 (00:01 CET/CEST).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Na dzień 2025-12-03:

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

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.