



Dom Maklerski BDM S.A.

## SELENA FM

### RAPORT ANALITYCZNY

Selena zrealizowała nasze prognozy z ostatniej rekomendacji, a w 1Q'22 pozytywnie zaskoczyła z sukcesem implementując kolejne podwyżki cen produktów. Niemniej wojna na Ukrainie i duża ekspozycja na rynek rosyjski oraz obawy recesyjne wpłynęły na większą ostrożność na 2H'22 i 2023 rok. Przy znacznie wyższym koszcie kapitału obniżamy naszą wycenę do 30,0 PLN/akcję, ale mając na uwadze niską wycenę z dyskontem do grupy porównawczej czy długoterminowe perspektywy termomodernizacji budynków i rozwoju w nowym obszarze OZE **podtrzymujemy rekomendację KUPUJ**.

**Realizacja prognoz na 2021 „w punkt”.** Nasze podejście do wyników zarówno 2021 jak i 2022 roku w ostatniej rekomendacji z września 2021 było b. konserwatywne (właściwe) w obliczu dużego wzrostu kosztów surowcowych. Podejście to dawało miejsce na pozytywne zaskoczenia w 2022 roku przy obserwowanym mocnym popycie na materiały budowlane i dużej dywersyfikacji geograficznej... gdyby nie wojna na Ukrainie i gospodarcza izolacja Rosji.

**Mocne wyniki w 1Q'22, a 2Q'22 prawdopodobnie lepszy.** Spółka pozytywnie zaskoczyła wynikami za 1Q'22 prezentując większy wzrost sprzedaży i marży, co wynikało z wyraźnego wzrostu cen. Te same czynniki będą odpowiadały za znacznie lepsze wyniki w 2Q'22.

**Rok 2022 podobny, ale kolejny pod presją.** Szacujemy, że spółka lokowała w Rosji ok. 20% swojej sprzedaży. Tym samym obniżamy nasze założenia na 2H'22-2023 z ryzykiem dalszej korekty w dół. Niemniej przy całkiem udanym 1Q'22 i prawdopodobnie 2Q'22 nasze całoroczne założenia podnieśliśmy o 16% na poziomie EBITDA w 2022 roku. W 2023 roku przy spadku sprzedaży o -10% r/r spodziewamy się obniżenia EBITDA adj. o blisko -20% r/r.

**Potencjalna recesja widoczna z opóźnieniem i ograniczonym wpływem.** Europejski sektor materiałów budowlanych stracił w 2022 roku -25% (YTD), a wyprzedaż spółek nasiliła się w czerwcu w obawie o recesję. Kingspan poinformował, że popyt na materiały budowlane pogorszył się w ciągu ostatnich dwóch miesięcy, przy znacznym spadku wielkości zamówień r/r, ale nadal powyżej poziomów z 2019 roku. Kurs akcji stracił tego dnia -15%. Dotychczas spółki z sektora informowały, że nie widzą faktycznego spadku popytu, a jedynie obawy.

Szacuje się, że ok. 40% popytu na materiały budowlane generuje obszar remontów (RMI). W przypadku chemii budowlanej/Selena udział ten może sięgać 50%. Tym samym obserwowane spadki rozpoczynania nowych budów mieszkań (-27% r/r w 1Q'22) będą miały ograniczony (20% popytu to nowe mieszkania) i opóźniony (co najmniej rok) wpływ na wyniki spółki.

**„Fala renowacji”.** Obok dekarbonizacji sektora energetycznego i transportu renowacja budynków w UE jest jednym z kluczowych priorytetów Europejskiego Zielonego Ładu. Wg KE budynki odpowiadają za ok. 40% zużycia energii w UE, jednak tylko 1% budynków poddawanych jest corocznej renowacji zwiększającej efektywność energetyczną. KE dąży do co najmniej podwojenia wskaźników renowacji w ciągu najbliższych dziesięciu lat. W czerwcu'21 KE zatwierdza konkluzje o fali renowacji, a w lutym'22 Polska przyjęła „Długoterminową Strategię Renowacji Budynków” (DSRB). Zgodnie ze strategią DSR do 2050 roku planowane jest przeprowadzenie około 7,5 mln termomodernizacji. Produkty spółki (m.in. piany PUR niezbędne m.in. w wymianie okien) wpisują się w te trendy.

**Nowe aktywności spółki w obszarze OZE wzmocnione przez RePowerEu.** W styczniu 2022 roku spółka rozszerzyła ofertę w sektorze OZE powołując spółki zależne Selena ESG ([LINK](#), budowa instalacji PV na dachach budynków przemysłowych) i Selena Green Investments ([LINK](#), finansowanie projektów OZE). Efekty finansowe mają być widoczne w latach 2024-2025. Działalność w tym obszarze może spowodować rerating niskich wskaźników wyceny. Światowym liderem w obszarze ESG i koncentracji na efektywności energetycznej w branży materiałów budowlanych jest szwajcarska Sika z wyceną 19x EBITDA'22.

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	1 326,5	1 384,7	1 728,4	1 830,9	1 645,8	1 717,2
EBITDA adj. [mln PLN]	106,7	160,9	126,6	139,6	113,0	126,3
EBITDA [mln PLN]	101,8	165,7	136,2	133,3	113,0	126,3
EBIT [mln PLN]	63,6	127,2	92,7	88,6	63,1	75,4
Wynik netto [mln PLN]	39,5	76,2	102,7	59,2	42,0	54,9
P/BV	1,1	1,0	0,8	0,8	0,8	0,7
P/E	12,8	6,6	4,9	8,6	12,1	9,2
EV/EBITDA	5,7	3,3	4,7	4,4	4,3	3,7
EV/EBIT	9,1	4,2	7,0	6,6	7,7	6,1
DPS w okresie	0,3	0,0	0,0	0,0	1,0	1,1
DY	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	4,7%	5,0%

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

## KUPUJ

(POPZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 30,0 PLN

27 CZERWCA 2022, 07:00 CEST

Wycena końcowa [PLN]	30,0
Potencjał do wzrostu / spadku	35,3%
Koszt kapitału	12,00%
Cena rynkowa [PLN]	22,20
Kapitalizacja [mln PLN]	506,9
Ilość akcji [mln. szt.]	22,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	25,2
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	19,3
Stopa zwrotu za 3 mc	0,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	-7,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	-10,8%
Akcjonariat (% głosów):	
Syrius Investments S.a.r.l	81,3%
Akcje własne	4,5%
Pozostali	14,2%

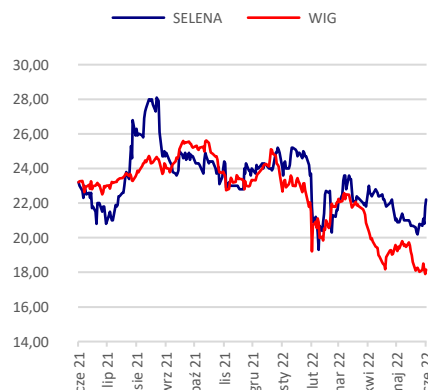
Krystian Brymora

brymora@bdm.com.pl

tel. (+48) 501 238 443

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.

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.

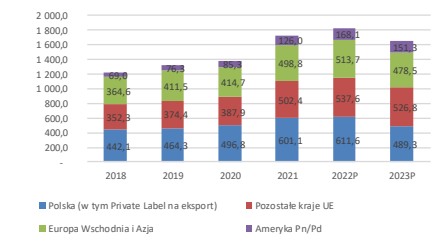
**SPIS TREŚCI:**

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE .....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
WYNIKI ZA 1Q'22.....	8
PODSUMOWANIE KONFERENCJI PO 4Q'21 (04.05.2022) .....	9
PROGNOZA NA 2Q'22 I KOLEJNE OKRESY .....	10

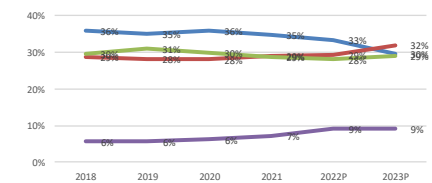
## WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Rachunek wyników [mln PLN]</b>							
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 228,0</b>	<b>1 326,5</b>	<b>1 384,7</b>	<b>1 728,4</b>	<b>1 830,9</b>	<b>1 645,8</b>	<b>1 717,2</b>
UE	794,4	838,7	884,7	1 103,5	1 149,2	1 016,1	1 077,4
w tym Polska*	442,1	464,3	496,8	601,1	611,6	489,3	513,8
Europa Wschodnia i Azja	364,6	411,5	414,7	498,8	513,7	478,5	473,4
Ameryka Pn. i Pd.	69,0	76,3	85,3	126,0	168,1	151,3	166,4
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>357,9</b>	<b>397,5</b>	<b>468,1</b>	<b>479,7</b>	<b>551,3</b>	<b>493,0</b>	<b>522,0</b>
marża brutto na sprzedaży	29,1%	30,0%	33,8%	27,8%	30,1%	30,0%	30,4%
koszty SG&A	293,0	324,9	342,8	396,3	456,8	429,9	446,6
% sprzedaży	23,9%	24,5%	24,8%	22,9%	24,9%	26,1%	26,0%
PDO i utrata wartości	-12,6	-9,1	1,9	9,3	-5,9	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>80,3</b>	<b>101,8</b>	<b>165,7</b>	<b>136,2</b>	<b>133,3</b>	<b>113,0</b>	<b>126,3</b>
marża EBITDA	6,5%	7,7%	12,0%	7,9%	7,3%	6,9%	7,4%
<b>EBITDA adj.</b>	<b>95,5</b>	<b>106,7</b>	<b>160,9</b>	<b>126,6</b>	<b>139,6</b>	<b>113,0</b>	<b>126,3</b>
marża EBITDA adj.	7,8%	8,0%	11,6%	7,3%	7,6%	6,9%	7,4%
<b>EBIT</b>	<b>52,3</b>	<b>63,6</b>	<b>127,2</b>	<b>92,7</b>	<b>88,6</b>	<b>63,1</b>	<b>75,4</b>
przychody finansowe	5,8	5,6	7,4	10,1	9,4	0,7	0,8
koszty finansowe	21,3	12,7	40,8	16,9	22,4	5,5	0,0
<b>Zysk brutto</b>	<b>37,3</b>	<b>56,9</b>	<b>95,3</b>	<b>88,4</b>	<b>76,3</b>	<b>58,3</b>	<b>76,2</b>
podatek	10,6	17,2	18,9	-14,3	17,0	16,3	21,3
<b>Zysk netto j. dom.</b>	<b>26,6</b>	<b>39,5</b>	<b>76,2</b>	<b>102,7</b>	<b>59,2</b>	<b>42,0</b>	<b>54,9</b>
marża zysku netto	2,2%	3,0%	5,5%	5,9%	3,2%	2,6%	3,2%
<b>Bilans [mln PLN]</b>							
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>302,7</b>	<b>323,6</b>	<b>372,8</b>	<b>368,3</b>	<b>372,3</b>	<b>382,3</b>	<b>381,4</b>
RAT	211,6	235,6	243,3	261,5	255,4	265,4	264,6
WNiP i wartość firmy	55,5	52,5	48,9	38,9	37,9	37,9	37,9
Aktywa finansowe/inne	35,6	35,5	80,6	67,9	79,0	79,0	79,0
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>492,5</b>	<b>525,1</b>	<b>553,2</b>	<b>740,5</b>	<b>800,3</b>	<b>683,2</b>	<b>673,7</b>
Zapasy	180,9	150,2	192,7	280,0	283,5	254,9	244,7
Należności	217,9	237,9	251,9	305,4	330,8	297,3	330,1
Środki pieniężne i ekwiwalenty	45,5	85,7	55,0	38,9	73,1	77,8	44,0
Pozostałe	48,2	51,4	53,6	116,1	113,0	53,3	54,9
<b>Aktywa razem</b>	<b>795,3</b>	<b>848,7</b>	<b>926,0</b>	<b>1 108,8</b>	<b>1 172,6</b>	<b>1 065,5</b>	<b>1 055,1</b>
<b>Kapitał własny j. dom.</b>	<b>425,3</b>	<b>458,3</b>	<b>522,8</b>	<b>601,9</b>	<b>656,2</b>	<b>674,5</b>	<b>704,1</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>132,7</b>	<b>103,2</b>	<b>46,9</b>	<b>80,3</b>	<b>118,1</b>	<b>53,0</b>	<b>16,2</b>
Oprocentowane	121,8	93,1	33,3	65,8	101,9	36,8	0,0
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>236,7</b>	<b>286,4</b>	<b>355,4</b>	<b>425,8</b>	<b>397,2</b>	<b>336,9</b>	<b>333,6</b>
Oprocentowane	43,1	65,4	53,9	111,4	51,9	20,9	0,0
Zobowiązania handlowe	132,1	144,0	187,3	198,3	236,3	212,4	227,9
Pozostałe zobowiązania i rezerwy	61,5	77,0	114,2	116,2	109,1	103,6	105,7
<b>Pasywa razem</b>	<b>106,2</b>	<b>107,1</b>	<b>107,9</b>	<b>117,4</b>	<b>127,9</b>	<b>136,0</b>	<b>142,0</b>
<b>Cash Flow [mln PLN]</b>							
<b>Przepływy z dział. operacyjnej</b>	<b>44,5</b>	<b>135,9</b>	<b>112,3</b>	<b>-30,2</b>	<b>121,1</b>	<b>134,5</b>	<b>99,1</b>
Amortyzacja	28,0	38,3	38,5	44,0	44,7	50,0	50,9
Kapitał obrotowy	-28,8	43,5	-20,5	-127,1	4,1	37,0	-6,0
<b>Przepływy z dział. inwestycyjnej</b>	<b>-24,9</b>	<b>-28,0</b>	<b>-72,9</b>	<b>-35,8</b>	<b>-44,6</b>	<b>-4,6</b>	<b>-50,0</b>
CAPEX	-26,6	-26,3	-33,2	-32,6	-38,4	-60,0	-50,0
<b>Przepływy z dział. finansowej</b>	<b>-27,2</b>	<b>-67,8</b>	<b>-70,4</b>	<b>49,4</b>	<b>-42,3</b>	<b>-125,2</b>	<b>-82,9</b>
Zmiana zadłużenia	-9,1	-42,0	-53,5	96,4	-19,3	-96,0	-57,7
Dywidenda	-6,9	-6,9	0,0	0,0	0,0	-23,7	-25,2
Odsetki/leasing	-12,0	-19,1	-17,3	-19,5	-24,2	-5,5	0,0
<b>Zmiana środków pieniężnych</b>	<b>-7,5</b>	<b>40,1</b>	<b>-31,0</b>	<b>-16,6</b>	<b>34,2</b>	<b>4,6</b>	<b>-33,8</b>
<b>Środki pieniężne</b>	<b>45,5</b>	<b>85,7</b>	<b>55,0</b>	<b>38,9</b>	<b>73,1</b>	<b>77,8</b>	<b>44,0</b>
<b>Dynamiki (%)</b>							
<b>Przychody</b>	4,2%	8,0%	4,4%	24,8%	5,9%	-10,1%	4,3%
<b>EBITDA</b>	16,0%	26,9%	62,7%	-17,8%	-2,1%	-15,2%	11,7%
<b>EBITDA adj.</b>	38,0%	11,7%	50,8%	-21,3%	10,3%	-19,0%	11,7%
<b>Zysk netto</b>	290,0%	48,5%	93,0%	34,7%	-42,3%	-29,1%	30,6%
<b>Wybrane dane i wskaźniki**</b>							
<b>Liczba akcji (mln)</b>	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8
<b>ROE</b>	6,3%	8,6%	14,6%	17,1%	9,0%	6,2%	7,8%
<b>ROA</b>	3,3%	4,7%	8,2%	9,3%	5,1%	3,9%	5,2%
<b>Dług netto [mln PLN]</b>	119,4	72,8	32,2	138,3	80,7	-20,1	-44,0
/EBITDA 12m	1,5	0,7	0,2	1,0	0,6	-0,2	-0,3
<b>Wskaźnik wypłaty dywidendy</b>	100,4%	25,8%	0,0%	0,0%	0,0%	40,0%	60,0%
<b>DPS w okresie (PLN)</b>	0,30	0,30	0,00	0,00	0,00	1,04	1,10
<b>Stopa dywidendy</b>	1,4%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	4,7%	5,0%
<b>P/E (x)</b>	19,1	12,8	6,6	4,9	8,6	12,1	9,2
<b>P/BV (x)</b>	1,2	1,1	1,0	0,8	0,8	0,8	0,7
<b>EV/EBITDA (x)</b>	7,8	5,7	3,3	4,7	4,4	4,3	3,7
<b>EV/EBIT (x)</b>	12,0	9,1	4,2	7,0	6,6	7,7	6,1

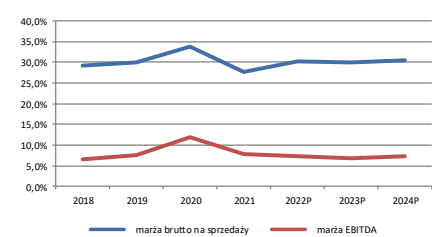
Selena- struktura segmentowa sprzedaży [mln PLN]



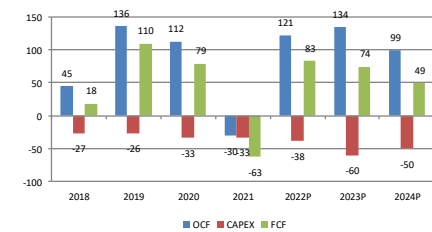
Selena- udziały gł. rynków w sprzedaży [%]



Selena- marża brutto i marża EBITDA [%]



Selena- OCF, CAPEX i FCF [mln PLN]



Czynnik ryzyka dla naszej rekomendacji

1) Duża ekspozycja na rynkach Wschodniej Europy i wojna na Ukrainie potencjalnie skutkująca porażeniem rynku rosyjskiego; 2) Ryzyko związane z sytuacją makroekonomiczną, koniunkturą w budownictwie i sezonowością przychodów (osłabienie popytu wskutek potencjalnej recesji i wysokich cen materiałów budowlanych); 3) Wysokie ceny surowców strategicznych: MDI i polioli oraz problemy z ich dostępnością (przez surowce marża brutto spadła w 2021 roku o ok. 5 p.p. do poziomu 28% czyli wartości z okresów wysokich cen 2017-2018); 4) Silna konkurencja (na rynkach, którym działa spółka istnieje silna konkurencja w postaci dużych, międzynarodowych firm oferujących szeroką gamę produktów); 5) Ryzyko związane z transakcjami M&A (spółka w minionych latach słynęła z transakcji przejęć, które chłodno były odbierane przez inwestorów, a zarząd zapowiedział kolejne transakcje); 6) Ryzyko kursowe (w związku z działalnością na wielu zróżnicowanych geograficznie rynkach dochodzi do ryzyka zmiany kursów lokalnych walut vs EUR- sprzyja wysoki EUR/PLN i niski EUR/RUB); 7) Transakcje z podmiotami powiązanymi (w 2015 roku kupno obligacji podmiotu zależnego od gł. właściciela za 60 mln PLN- splanowane, a w 2020-2021 roku 55 mln PLN pożyczki); 8) niski free float i płynność obrotu.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*- Spółka raportuje segmenty geograficzne według lokalizacji sprzedawcy (ujęcie sprzedaży produktów private label do m.in. Europy Wschodniej w segmencie Polska/UE). \*\*- obliczone przy cenie rynkowej 22,2 PLN/akcje.

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2022-2031 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 29,2 PLN. Natomiast wycena porównawcza do krajowych producentów materiałów budowlanych oraz zagranicznych podmiotów z obszaru chemii budowlanej, oparta na prognozach wyników na lata 2022 – 2024 dała wartość 1 akcji na poziomie 30,9 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 50% dla wyceny porównawczej. **W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 30,0 PLN, czyli 35% powyżej obecnej ceny rynkowej.**

### Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mIn PLN	PLN/akcję	Potencjał
A	Wycena DCF	665,7	29,2	31,3%
B	Wycena porównawcza	706,4	30,9	39,4%
<b>C = (50%*A + 50%*B)</b>	<b>Wycena końcowa</b>	<b>686,0</b>	<b>30,0</b>	<b>35,3%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (7,0%- poprzednio 3%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,0.

### Główne zmiany założeń w modelu:

#### Przychody (wolumeny, ceny, waluty)

Szacujemy, że po wzrostach wolumenów w 2020-2021, wspieranych nadzwyczajną koniunkturą remontową w okresie pandemii, za wzrost przychodów w 2022 roku odpowiadały gł. ceny. Wg indeksu PSB w 2Q'22 ceny wzrosły o ponad 20% r/r, co potwierdził zarząd na majowej konferencji wynikowej. Spodziewamy się ich spadku w 2H'22 i 2023 roku w związku z osłabieniem popytu z rynku pierwotnego i ustabilizowaniem surowców strategicznych. Liczymy się ze spadkiem wolumenów o 9-10% r/r w 2022-2023 mimo dobrego rozpoczęcia roku. Efekt ten będzie wynikał gł. z dużej ekspozycji na rynkach Wschodniej Europy, po wybuchu wojny na Ukrainie, nie w pełni skompensowanego wzrostem obrotów w Ameryce Pn (aż 47% r/r wzrostu sprzedaży w 1Q'22 vs +21% r/r ogółem).

#### Koszty (surowców, pracy) i marże

Ceny kluczowych surowców strategicznych ustabilizowały się w 1Q/2Q'22. W kolejnych okresach spodziewana jest większa podaż szczególnie polioli (nowa instalacja MOL na Węgrzech od 4Q'22), a także osłabienie popytu związane z polityką podnoszenia stóp procentowych. W latach 2023-2024 spadek strategicznych surowców powinien być największy, co pozytywnie powinno wpływać na marże. Przy niższych cenach produktów będą one utrzymywać się w okolicach 30% brutto. Docelowo, wg. naszych prognoz, spółka osiągnie swoje cele strategiczne 35% marży brutto w horyzoncie 2030 roku.

#### Koszty SG&A

Przyjmujemy utrzymanie historycznej relacji kosztów sprzedaży/przychodów na poziomie 17%. W przypadku kosztów zarządu po dwucyfrowych wzrostach w latach 2021-2022 oczekujemy ich corocznego wzrostu o ok. 3% r/r.

#### CAPEX, M&A, inne

Plan CAPEX na 2022 rok wynosi 38,4 mln PLN i jest znacząco niższy niż nasze pierwotne oczekiwania 50-60 mln PLN. Główne inwestycje realizowane będą w zakładach: Orion, Libra, Matizol, Tytan EOS, Selena Turkey, Selena Iberia i Euro MGA. Planowana jest kontynuacja wdrażania w kolejnych spółkach zagranicznych systemu informatycznego klasy ERP. W planach spółki jest również II fabryka w Kazachstanie za 3-3,5 mln EUR (niepewna w związku z wojną w Rosji) i rozwój nowej linii biznesowej w obszarze OZE (Selena ESG i Selena Green Investments). Zarząd podtrzymuje ambicje w obszarze fuzji i przejęć (M&A). Nie wyklucza takiego ruchu w 2022 roku.

W kwietniu'22 spółka informowała o relokacji zakładu produkcyjnego w Chinach (Nantong). Wartość tych aktywów to 39,1 mln PLN. Zarząd liczy na odszkodowanie, a z uwagi na brak szczegółów nie zakładamy negatywnego wpływu na wyniki.

#### Kapitał obrotowy, pożyczki

Po wzroście cen surowców w 2H'21 spółka „zamroziła” w kapitale obrotowym 100-150 mln PLN, a zadłużenie netto sięgnęło 175 mln PLN w 1Q'22. Oczekujemy w kolejnych kwartałach normalizacji poziomu zapasów i spadku zadłużenia netto <100 mln PLN na koniec 2022 roku. Spłaty 55,4 mln PLN pożyczki do podmiotu powiązanego oczekujemy zgodnie z umową w styczniu 2023 roku. Nie uwzględniamy negatywnego wpływu ewentualnego spisanie tych pożyczek w wycenie.

#### Dywidenda, skup akcji

Zarząd i RN rekomendowały zatrzymanie zysku z 2021 roku w spółce, a WZA nie podjęło uchwały o wypłacie dywidendy. WZA z 27.05.2021 upoważniło zarząd do skupu max 3 mln akcji w cenie max 25 PLN/szt. przez okres 3 lat. Spółka w II transzach (w październiku i grudniu 2021 roku) nabyła 1,195 mln akcji własnych (5,2% akcji, 4,5% głosów) po 24 PLN/szt.

### Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w najbliższych latach przyjęliśmy na poziomie ok. 28% (historyczna mediana). Zwracamy jednak uwagę, że spółka może uzyskiwać niższą efektywną stawkę podatku (m.in. ulgi z SSE);
- Do obliczeń przyjęliśmy 22 834 tys. akcji;
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy konserwatywnie na poziomie +1%;
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 27 czerwca 2022 roku.

**Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 666 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 29,2 PLN.**

**Model DCF**

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 728,4	1 645,8	1 717,2	1 749,1	1 784,4	1 820,6	1 857,7	1 895,6	1 934,5	1 974,3	1 645,8
EBIT [mln PLN]	92,7	63,1	75,4	100,6	119,3	137,6	149,1	153,4	154,8	156,3	63,1
Stopa podatkowa	12,6%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	11,7	17,7	21,1	28,2	33,4	38,5	41,8	43,0	43,4	43,8	17,7
NOPLAT [mln PLN]	81,0	45,4	54,3	72,4	85,9	99,1	107,4	110,5	111,5	112,5	45,4
Amortyzacja [mln PLN]	44,0	50,0	50,9	50,7	51,5	52,1	52,6	53,3	53,4	53,4	50,0
CAPEX [mln PLN]	-32,6	-60,0	-50,0	-50,0	-60,0	-50,0	-60,0	-53,5	-53,5	-53,5	-60,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-127,1	37,0	-6,6	-6,2	-6,9	-7,1	-7,2	-7,4	-7,6	-7,8	37,0
FCF [mln PLN]	-34,6	72,4	48,6	66,9	70,4	94,1	92,7	102,9	103,7	104,6	72,4
DFCF [mln PLN]	-	61,4	36,7	45,2	42,5	50,7	44,6	44,2	39,8	35,8	61,4
Suma DFCF [mln PLN]		475,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]		961,6	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		329,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]		804,9									
Dług netto [mln PLN]*		138,3									
Udziały mniejszości [mln PLN]		1,0									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>		<b>665,7</b>									
Ilość akcji [mln szt.]		22,8									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>		<b>29,2</b>									

Przychody zmiana r/r	5,9%	-10,1%	4,3%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,1%
EBIT zmiana r/r	-4,4%	-28,8%	19,6%	33,4%	18,6%	15,4%	8,3%	2,9%	0,9%	0,9%	
FCF zmiana r/r	-	-8,7%	-32,9%	37,7%	5,3%	33,6%	-1,5%	11,0%	0,9%	0,8%	
Marża EBITDA	7,3%	6,9%	7,4%	8,6%	9,6%	10,4%	10,9%	10,9%	10,9%	10,8%	10,6%
Marża EBIT	4,8%	3,8%	4,4%	5,7%	6,7%	7,6%	8,0%	8,1%	8,0%	7,9%	
Marża NOPLAT	3,8%	2,8%	3,2%	4,1%	4,8%	5,4%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,7%
CAPEX / Przychody	2,1%	3,6%	2,9%	2,9%	3,4%	2,7%	3,2%	2,8%	2,8%	2,8%	2,7%
CAPEX / Amortyzacja	85,9%	120,1%	98,3%	98,6%	116,6%	96,0%	114,1%	100,3%	100,3%	100,3%	100,2%
Zmiana KO / Przychody	-0,2%	-2,2%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-4,0%	20,0%	9,2%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%

Źródło: BDM S.A.

**Kalkulacja WACC**

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Udział kapitału własnego	86,9%	94,6%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,6%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Udział kapitału obcego	13,1%	5,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	11,3%	11,7%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%

Źródło: BDM S.A. \* - bez uwzględniania 55,4 mln PLN pożyczki do ELIS CONSULTING (spółki powiązanej z gr. właścicielem) - spłata styczeń'23.

**Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym**

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
beta	0,7	28,8	30,0	31,4	33,0	35,0	37,4	40,5	44,5	50,1
	0,8	27,4	28,5	29,7	31,1	32,8	34,9	37,6	41,0	45,5
	0,9	26,1	27,0	28,1	29,4	30,9	32,7	35,0	37,9	41,6
	1,0	24,9	25,7	26,7	27,8	29,2	30,8	32,7	35,1	38,3
	1,1	23,8	24,5	25,4	26,4	27,6	29,0	30,7	32,8	35,4
	1,2	22,7	23,4	24,2	25,0	26,1	27,3	28,8	30,6	32,9
	1,3	21,7	22,3	23,0	23,8	24,8	25,8	27,2	28,7	30,7

Źródło: BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym**

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
Premia za ryzyko	3,0%	30,4	31,7	33,2	35,1	37,4	40,2	43,9	48,7	55,5
	4,0%	27,4	28,5	29,7	31,1	32,8	34,9	37,6	41,0	45,5
	5,0%	24,9	25,7	26,7	27,8	29,2	30,8	32,7	35,1	38,3
	6,0%	22,7	23,4	24,2	25,0	26,1	27,3	28,8	30,6	32,9
	7,0%	20,8	21,3	22,0	22,7	23,5	24,5	25,6	27,0	28,7
	8,0%	19,1	19,6	20,1	20,7	21,3	22,1	23,0	24,1	25,4
	9,0%	17,6	18,0	18,4	18,9	19,4	20,1	20,8	21,6	22,6

Źródło: BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta**

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	3,0%	42,4	40,6	38,9	37,4	35,9	34,5	33,2	32,0	30,9
	4,0%	38,4	36,4	34,5	32,8	31,3	29,8	28,5	27,3	26,1
	5,0%	35,0	32,8	30,9	29,2	27,6	26,1	24,8	23,5	22,4
	6,0%	32,0	29,8	27,9	26,1	24,5	23,1	21,7	20,5	19,4
	7,0%	29,5	27,3	25,3	23,5	22,0	20,5	19,3	18,1	17,0
	8,0%	27,3	25,0	23,1	21,3	19,8	18,4	17,2	16,1	15,1
	9,0%	25,3	23,1	21,1	19,4	17,9	16,6	15,4	14,4	13,4

Źródło: BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2022-2024 do wybranych krajowych (branża materiałów budowlanych) i zagranicznych producentów chemii budowlanej. Udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie to 50%. Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT przypisując im równą wagę. Obliczenia bazują na kursach z 24 czerwca 2022 roku.

Porównując wyniki Seleny ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 0,7 mld PLN, co odpowiada 30,9 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 22,2 PLN (bieżąca cena rynkowa) Selena handlowana jest z wyraźnym dyskontem do zagranicznych konkurentów i krajowych spółek notowanych na GPW.

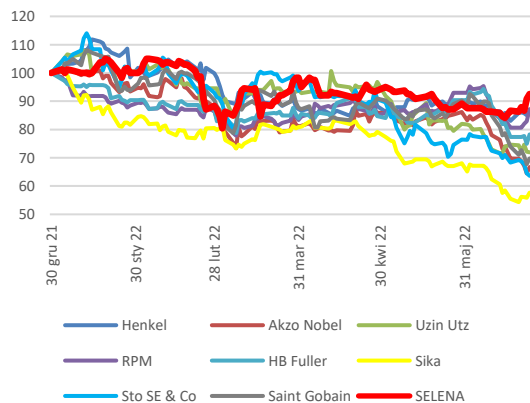
### Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
<b>Polscy producenci mat. budowlanych (mediana)</b>	<b>7,8</b>	<b>9,9</b>	<b>6,6</b>	<b>6,4</b>	<b>6,4</b>	<b>4,8</b>	<b>8,8</b>	<b>8,6</b>	<b>6,5</b>
Ferro	6,8	6,1	5,8	5,2	4,7	4,4	6,0	5,4	5,1
Śnieżka	19,1	15,0	12,9	10,5	8,8	7,8	17,4	13,4	11,4
Kęty	8,8	9,2	8,9	7,0	7,0	6,7	8,4	8,6	8,2
Forte	6,5	11,0	6,3	6,5	7,2	4,7	9,3	10,7	6,1
Pekabex	10,6	10,6	7,0	6,4	5,9	5,0	9,5	8,6	6,8
Rawplug	4,6	4,4	3,9	3,7	3,3	3,0	4,7	4,3	3,9
<b>Zagraniczni producenci chemii budowlanej (mediana)</b>	<b>14,3</b>	<b>12,4</b>	<b>10,8</b>	<b>9,3</b>	<b>8,0</b>	<b>7,3</b>	<b>12,8</b>	<b>10,6</b>	<b>9,5</b>
Henkel	17,3	15,0	13,1	9,7	8,4	7,5	14,0	11,7	10,1
Akzo Nobel	14,4	11,5	10,3	9,4	7,8	7,2	12,5	9,9	8,9
Uzin Utz	14,2	12,2	10,4	7,0	5,9	5,3	10,3	8,6	7,7
RPM	22,2	18,5	16,4	14,9	12,6	11,5	18,2	15,0	13,4
HB Fuller	14,3	12,5	11,2	9,2	8,2	7,6	13,1	11,3	10,1
Sika	27,6	22,4	19,7	19,4	15,3	13,4	24,0	18,7	16,2
Sto SE & Co	12,9	11,7	9,8	5,2	4,7	3,8	8,2	7,3	5,7
Saint Gobain	7,6	7,2	6,6	4,4	4,0	3,6	6,1	5,6	4,9
<b>Mediana (ogółem)</b>	<b>13,5</b>	<b>11,6</b>	<b>10,1</b>	<b>7,0</b>	<b>7,1</b>	<b>6,0</b>	<b>9,9</b>	<b>9,3</b>	<b>7,9</b>
<b>SELENA FM</b>	<b>8,6</b>	<b>12,1</b>	<b>9,2</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>	<b>3,7</b>	<b>6,6</b>	<b>7,7</b>	<b>6,1</b>
Premia/dyskonto grupa	-37%	4%	-8%	-37%	-39%	-39%	-33%	-17%	-23%
<b>Wycena wg wskaźnika</b>	<b>35,1</b>	<b>21,3</b>	<b>24,2</b>	<b>37,3</b>	<b>35,8</b>	<b>35,2</b>	<b>34,9</b>	<b>26,5</b>	<b>28,1</b>
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena wg wskaźników</b>		<b>26,9</b>			<b>36,1</b>			<b>29,8</b>	
Waga wskaźnika		33%			33%			33%	
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>30,9</b>								

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 24.06.2022.

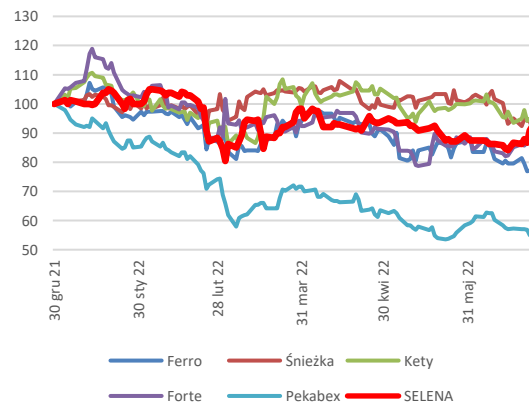
Po relatywnej sile w 2021 roku, również w 2022 roku (YTD) kurs spółki zachowywał się relatywnie lepiej od średniej w grupie porównawczej czy WIG i nie uczestniczył w spadkach wywołanych obawami o recesję (europejski sektor materiałów budowlanych stracił ok. -25% YTD, Selena -7,5%), co mogło wynikać z niskiego free floatu. Relatywna siła również była obserwowana na tle krajowych spółek z obszaru materiały budowlane.

Zachowanie kursów akcji producentów chemii budowlanej w 2022 YTD\*



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., Bloomberg. \*- znormalizowane do 100 (31.12.2021=100)

Zachowanie kursów akcji spółek z branży mat. budowlanej w 2022 YTD\*



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., Bloomberg. \*- znormalizowane do 100 (31.12.2021=100)

## WYNIKI ZA 1Q'22

W 1Q'22 spółka zanotowała 36,8 mln PLN EBITDA (+22% vs oczek.) przy 421,6 mln PLN sprzedaży (+13% vs oczek.). Oczyszczona o saldo PDO EBITDA wyniosła 42,7 mln PLN (+41% vs oczek.). Sprzedaż w 1Q'22 wzrosła aż o 21% r/r. Niższa dynamika na rynkach wschodnich (+13% r/r) została nadrobiona w Ameryce (+47% r/r). Rynek europejski i polski wzrosły o ok. 20% r/r. Jak podaje spółka „wzrost przychodów w stosunku do okresu porównawczego spowodowany jest utrzymującym się wzrostem cen sprzedaży w wyniku inflacji cen surowców”. Marża brutto ukształtowała się na poziomie 32,1% czyli wyżej q/q i była wyższa od naszych założeń (30,7%). W komentarzu zarządu czytamy: „Grupa stale zwiększa udział sprzedaży produktów innowacyjnych o wyższej marży oraz optymalizuje receptury produktowe”.

**One offs:** Istotny wpływ na saldo pozostajej działalności operacyjnej w 1Q'22 miała rezerwa na należności handlowe w kwocie 6,2 mln PLN.

**Free cash flow** w 1Q'22 wyniósł blisko -30 mln PLN. OCF (-23,1 mln PLN) został obciążony gł. wzrostem zapasów (-98 mln PLN) w związku z dynamicznym wzrostem cen surowców i ograniczoną dostępnością. Cykl operacyjny wydłużył się o 17 dni do 93 dni. CAPEX wyniósł -12,9 mln PLN vs 8,1 mln PLN przed rokiem, ale był niższy od naszych oczekiwań. Spółka udzieliła kolejnych pożyczek do podmiotu powiązanego z gł. akcjonariuszem w kwocie 7,4 mln PLN do łącznie 55,9 mln PLN (2,4 PLN/akcję Seleny). W rezultacie dług netto wzrósł do 175 mln PLN i stanowił 1,2x EBITDA.

**Wpływ wojny na Ukrainie:** wg zarządu nie zidentyfikowano istotnego wpływu sytuacji na Ukrainie na wyniki działalności Grupy Seleny osiągnięte w 1Q'22, poza utworzeniem rezerwy na potencjalną utratę wartości należności handlowych i wartości firmy. Na 31 marca 2022 roku wartość zapasów towarów zlokalizowanych w Europie Wschodniej wynosiła 20,1 mln PLN. Na koniec 1Q'22 stan należności od klientów niepowiązanych spółek z regionu objętego potencjalnym zagrożeniem geopolitycznym wynosił 30,4 mln PLN. Łączna ekspozycja na rynek rosyjski to ponad 50 mln PLN czyli 2,2 PLN/akcję.

Konferencja po wynikach za 1Q'22 nie została zaplanowana. Poniżej podsumowanie poprzednich wypowiedzi z 04.05.22

## Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	IQ'20	IIQ'20	IIIQ'20	IVQ'20	IQ'21	IIQ'21	IIIQ'21	IVQ'21	IQ'22	r/r	IQ'22P BDM	różnica
Przychody	282,7	319,5	433,3	349,2	349,5	438,2	493,1	447,6	421,6	21%	373,6	13%
UE	188,9	205,0	275,6	215,2	239,4	286,4	310,4	267,3	287,7	20%	263,0	9%
w tym Polska	103,9	128,6	159,3	105,0	123,6	160,0	182,7	134,9	147,1	19%	135,9	8%
Europa Wschodnia i Azja	73,0	99,1	133,8	108,9	82,5	123,2	145,9	147,2	93,4	13%	85,9	9%
Ameryka Pn/Pd	20,8	15,3	24,0	25,2	27,5	28,7	36,8	33,0	40,5	47%	24,8	63%
r/r	4,3%	-7,7%	10,6%	10,0%	23,6%	37,2%	13,8%	28,2%	20,6%		6,9%	
Zysk brutto na sprzedaży	90,6	112,3	155,9	109,3	104,1	124,3	137,8	113,5	135,2	30%	114,7	18%
Koszty SG&A	79,7	80,3	89,3	93,4	86,0	98,8	104,2	107,4	103,5	20%	96,0	8%
% sprzedaży	28%	25%	21%	27%	25%	23%	21%	24%	25%		26%	
EBITDA adj.	20,5	41,0	76,3	26,0	28,1	36,6	45,0	17,3	42,7	52%	30,3	41%
EBITDA	18,8	43,8	76,0	27,1	30,3	39,5	47,8	18,6	36,8	22%	30,3	22%
UE	46,2	61,9	95,4	44,6	47,7	58,1	61,4	46,7	58,9	23%		
Europa Wschodnia i Azja	5,8	12,2	17,6	9,3	8,2	18,0	14,9	16,8	8,5	4%		
Ameryka Pn/Pd	1,8	2,1	0,3	2,2	2,4	3,4	2,7	-1,2	5,2	113%		
korekty	-35,0	-32,4	-37,2	-29,1	-28,1	-40,0	-31,2	-43,1	-35,8	28%		
EBIT	9,1	34,9	66,2	17,0	20,3	28,4	36,5	7,5	25,8	27%	18,7	37%
Zysk brutto	5,4	31,5	59,1	-0,7	21,6	27,2	38,4	1,2	28,8	33%	15,7	84%
Zysk netto	5,2	26,1	44,3	0,7	17,5	21,8	31,7	31,7	25,0	43%	11,3	122%
<b>Marża brutto na 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>30,7%</b>	
Marża EBITDA	6,6%	13,7%	17,5%	7,7%	8,7%	9,0%	9,7%	4,2%	8,7%		8,1%	
Marża netto	1,8%	8,2%	10,2%	0,2%	5,0%	5,0%	6,4%	7,1%	5,9%		3,0%	
OCF	-5,5	8,6	60,9	48,2	-9,5	-35,6	-33,9	48,8	-23,1		55,0	
CAPEX	-7,1	-6,2	-6,9	-52,7	-8,1	-8,6	-8,9	-10,3	-12,9		-15,0	
FCF	-12,8	1,7	54,1	36,1	-17,1	-43,6	-41,6	39,6	-29,9		40,0	
FCF12m/MC %	19%	15%	20%	17%	16%	6%	-14%	-13%	-16%		-1%	
Dług netto	74,6	73,8	24,5	32,2	52,2	97,1	144,3	138,3	174,9	235%	102,2	71%
/EBITDA 12m	0,7	0,7	0,2	0,2	0,3	0,6	1,0	1,0	1,2		0,8	
P/E						6,0	7,1	4,9	4,6			
EV/EBITDA						3,5	4,5	4,7	4,8			

Źródło: BDM, spółka.



**Podsumowanie konferencji po 4Q'21 (04.05.2022)**

- duża część zmiany przychodów to efekt surowców (w niektórych obszarach to wzrost o 50-100%) i w konsekwencji cen produktów, ale również wolumen był większy;
- spadek marży to efekt wzrostu cen surowców- spółka ma kontrakty długoterminowe i nie jest w stanie szybko przenieść kosztu w cenach;
- wzrost kapitału obrotowego to gł. efekt zapasów/surowców (przedpłaty). Znaczną część uda się odzyskać w najbliższych okresach;
- spółka zidentyfikowała nowe kierunki rozwoju dot. oferty OZE (Selena ESG i Selena Green Investments);
- wojna na Ukrainie ? część biznesu w Rosji narażona na utratę wartości (odpis -6,7 mln PLN w JSF), spółka zaprzestała eksportu do Rosji, chce zabezpieczyć swoje aktywa, wszystkie opcje są na stałe łącznie z tym, że spółka może wyjść z tego rynku. Biznes na Ukrainie nie był duży, w 100% wstrzymany, ale spółka ma nadzieję na udział w odbudowie kraju.

**Q&A:**

- rentowność w 4Q'21 bez wpływu zdarzeń jednorazowych, spółka podwyższała ceny w 4Q'21, co będzie widoczne w 2022 roku. Grudzień zawsze ze słabą rentownością. To efekt wysokich cen surowców;
- trudno przewidzieć wpływ zatrzymania sprzedaży do Rosji. Przekierowanie sprzedaży ? Duże oczekiwania do Polski, Europy Południowej i USA;
- po wojnie sytuacja z surowcami i walutami bardzo dynamiczna. Znaczący wzrost cen silikonów, ale pozostałe surowce stabilne, lekkie spadki MDI na początku roku, na razie nie ma tak dużych wzrostów jak w 2021 roku;
- zarząd odniesie się do dywidendy być może w ciągu tego tygodnia;
- na razie spółka podtrzymuje budowę II fabryki w Kazachstanie, trwa pozyskiwanie gruntów, sam proces inwestycyjny później, nakłady to ok. 3-3,5 mln EUR. Spółka sprzedaje tam dużo ciężkich rzeczy, ograniczy koszty transportu z północy na południe;
- realokacja zakładu w Chinach ? spółka ma nadzieję, że nie wpłynie to negatywnie na wyniki, trzeba poczekać na rozwój syt. covidowej i dokończenie negocjacji;
- spółka nie widzi słabnącej koniunktury na gł. rynkach, na razie to opinie, nie konkrety;
- jaka część z 28% wzrostu sprzedaży to ceny ? ok. 20% w 4Q'21 to same ceny produktów ? Wzrost cen będzie miał dominujący wpływ na 1Q'22;
- cele finansowe dla nowych obszarów działalności ? nowa działalność, spółka tworzyła struktury w 2021 roku;
- polityka cenowa, jak często zmiany cen ? Różna polityka dla innych rynków. Spółka dynamicznie zmienia cenniki w relacji do surowców;
- czy w 2022 roku podwyżki ? tak spółka podnosiła ceny w 4Q'21/1Q'22, robi to na bieżąco. Czy pozwoli to utrzymanie marży na ubiegłorocznym poziomie ? tak celem jest rentowność 35%;
- zakładany CAPEX (38 mln PLN) obejmuje również nakłady na II fabrykę i montaż paneli na dachach fabryk;
- wzrost płac ? Na niektórych stanowiskach może to być kilkanaście procent;
- Selena Nantog ? produkuje gł. na rynek chiński, na inne też, udział pian <10% zakładu;
- na jakim etapie M&A ? lepiej nie mówić jak nie ma nic konkretnego;
- czy zarząd widzi sens utrzymywania spółki na GPW ? Tak widzi, jest transparentność, łatwiej pozyskiwać finansowanie. Apetyt na akwizycje jest duży. 100 mln EUR środki są dostępne na akwizycje, nie trzeba pod to emisji akcji, ale docelowo wszystkie opcje możliwe;
- efekty działalności w Kazachstanie ? realizacja wszystkich założeń, spółka zadowolona z inwestycji;
- czy sprzedaż z Kazachstanu/Chin również do Rosji ? z Polski nic nie wysyłają, długoterminowo spółka chciałaby mieć biznes w Rosji;
- jaka część mocy fabryki Kazachstanu na rynek rosyjski w 2021 roku ? zbyt szczegółowe pytanie;
- czy możliwe wyjście z Chin ? w Chinach różne opcje na stałe łącznie z wyjściem z inwestycji;
- zmniejszenie kapitału obrotowego ? nie powinno być żadnych wzrostów ale to pochodna surowców;
- struktura popytu (mieszkania, kubatura, infrastruktura, remonty) ? spółka ma nadzieję na dużą termomodernizację w Europie Zachodniej;
- odpis 6,7 mln PLN (JSF) w ciężar 1Q'22;
- skup akcji własnych ? na ten moment spółka nie przewiduje skupu;
- wpływ na wyniki 2022 kryzysu rosyjsko-ukraińskiego ? Sytuacja bardzo dynamiczna, można się pomylić;
- konkurencja miała zakłady w Rosji i na Białorusi ? firma TechnoNICOL (rosyjska), Sudal też ma zakłady w Rosji.
- bilans rynku w Europie ? występuje import, ale wynika z arbitrażu cen. Rynek chemii budowlanej w Europie jest raczej samowystarczalny.
- czy słaby rynek chiński może wpłynąć na import ? tak może, to też gł. kierunek importu surowców;

## PROGNOZA NA 2Q'22 I KOLEJNE OKRESY

Spółka pozytywnie zaskoczyła wynikami za 1Q'22 prezentując większy wzrost sprzedaży (+13% vs oczek.) i marży (>32% m. brutto), co wynikało z wyraźnego, ponad 20% wzrostu cen. Również wysokie ceny będą odpowiadały za znacznie lepsze wyniki w 2Q'22 niż nasze pierwotne założenia, choć zauważalny powinien być spadek wolumenów. W 2H'22-2023 z kolei możliwe są korekty cen produktów, co będzie nosiło pozytywny efekt niższych kosztów surowcowych. W rezultacie po mocnym wykonaniu 1H'22 podnieśliśmy nasze prognozy EBITDA na cały rok o 16%. Jednocześnie okres 2H'22 będzie gorszy, a najtrudniejszy wydaje się 2023 rok, kiedy z opóźnieniem będzie widoczny wpływ blisko -30% r/r spadku nowych budów mieszkań. Niemniej szacujemy, że aż 40-50% sprzedaży spółki kierowane jest do sektora remontowego (RIM), co powinno ograniczać spadki obrotów w scenariuszu recesji. Spółka jest obecna na wielu rynkach i w ostatnich kwartałach zdobywa udziały na perspektywnym rynku amerykańskim. Niemniej nasze prognozy na 2023 rok obniżaliśmy o -21% (-15% r/r) na poziomie raportowanej EBITDA. W kolejnych latach konserwatywnie oczekujemy dość ograniczonej ekspansji sprzedaży i systematycznej poprawy marży brutto w rejon strategicznych celów 35%.

### Perspektywy kolejnych kwartałów [mln PLN]

	IQ'19	IIQ'19	IIIQ'19	IVQ'19	IQ'20	IIQ'20	IIIQ'20	IVQ'20	IQ'21	IIQ'21	IIIQ'21	IVQ'21	IQ'22	IIQ'22P	IIIQ'22P	IVQ'22P
Przychody ze sprzedaży	271,1	346,1	391,8	317,6	282,7	319,5	433,3	349,2	349,5	438,2	493,1	447,6	421,6	473,3	510,7	425,3
UE	189,2	219,6	240,0	189,9	188,9	205,0	275,6	215,2	239,4	286,4	310,4	267,3	287,7	305,8	308,8	246,9
w tym Polska*	98,0	127,7	140,4	98,1	103,9	128,6	159,3	105,0	123,6	160,0	182,7	134,9	147,1	171,8	176,8	115,9
Europa Wschodnia i Azja	61,9	111,0	130,2	108,4	73,0	99,1	133,8	108,9	82,5	123,2	145,9	147,2	93,4	127,4	154,1	138,8
Ameryka Pn. i Pd.	20,0	15,5	21,6	19,3	20,8	15,3	24,0	25,2	27,5	28,7	36,8	33,0	40,5	40,2	47,9	39,6
Zysk brutto ze sprzedaży	84,7	110,3	119,7	82,8	90,6	112,3	155,9	109,3	104,1	124,3	137,8	113,5	135,2	146,5	146,4	123,2
koszty sprzedaży	49,1	53,6	56,5	57,6	52,2	51,6	60,9	64,2	58,1	66,7	71,7	73,8	68,9	81,1	76,8	82,4
koszty zarządu	24,4	28,2	26,1	29,4	27,6	28,7	28,5	29,3	27,9	32,1	32,5	33,6	34,6	36,9	37,4	38,7
pozostałe przychody operacyjne	1,7	1,0	1,1	2,5	1,1	4,1	5,9	2,9	2,9	4,2	3,9	5,0	1,5	0,0	0,0	0,0
pozostałe koszty operacyjne	1,1	4,0	3,7	-0,6	0,7	1,3	4,6	2,3	0,7	0,9	0,6	0,8	1,2	0,0	0,0	0,0
utrata wartości aktywów	1,6	1,2	4,7	-0,3	2,0	0,0	1,6	-0,5	0,0	0,3	0,4	2,9	6,2	0,0	0,0	0,0
EBITDA	19,3	34,2	39,4	8,9	18,8	43,8	76,0	27,1	30,3	39,5	47,8	18,6	36,8	39,8	43,4	13,3
EBITDA adj.	20,3	35,1	43,6	7,6	20,6	39,3	74,4	26,6	28,2	36,0	45,0	17,4	43,0	39,8	43,4	13,3
EBIT	10,2	24,5	29,8	-0,9	9,1	34,9	66,2	17,0	20,3	28,4	36,5	7,5	25,8	28,5	32,2	2,1
przychody finansowe	3,4	0,0	4,9	-2,7	6,0	-3,2	1,3	3,2	5,0	2,7	0,0	2,4	6,3	1,2	0,9	1,0
koszty finansowe	4,4	3,2	1,8	3,2	9,7	0,8	8,4	21,8	3,1	4,4	0,9	8,4	4,0	6,2	6,6	5,6
Zysk brutto	9,1	21,7	32,9	-6,8	5,4	31,5	59,1	-0,7	21,6	27,2	38,4	1,2	28,8	23,5	26,5	-2,5
podatek	3,0	7,1	6,6	0,5	0,2	5,4	14,7	-1,4	4,1	5,5	6,6	-30,5	3,7	6,6	7,4	-0,7
udziały mniejszości	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Zysk netto j. dom.	6,1	14,6	26,2	-7,3	5,2	26,1	44,3	0,7	17,5	21,8	31,7	31,7	25,0	16,9	19,1	-1,8
<b>Dynamika przychodów</b>	<b>9,2%</b>	<b>4,2%</b>	<b>12,9%</b>	<b>5,7%</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>8,0%</b>	<b>3,6%</b>	<b>-5,0%</b>
UE	12,8%	1,0%	6,2%	3,6%	-0,1%	-6,6%	14,8%	13,3%	26,7%	39,7%	12,6%	24,2%	20,2%	6,8%	-0,5%	-7,6%
w tym Polska*	9,5%	4,1%	5,4%	3,3%	6,0%	0,7%	13,4%	7,0%	19,0%	24,4%	14,7%	28,5%	19,0%	7,4%	-3,2%	-14,1%
Europa Wschodnia i Azja	-4,6%	14,1%	25,4%	10,0%	17,9%	-10,7%	2,7%	0,4%	13,1%	24,3%	9,1%	35,2%	13,2%	3,5%	5,6%	-5,8%
Ameryka Pn. i Pd.	28,3%	-11,8%	25,5%	3,2%	4,1%	-0,9%	11,3%	30,8%	32,3%	87,2%	53,5%	31,0%	46,9%	40,0%	30,0%	20,0%
Dynamika EBITDA adj.	131,5%	24,7%	16,0%	-63,5%	1,2%	12,1%	70,6%	247,9%	37,0%	-8,3%	-39,6%	-34,8%	52,6%	10,3%	-3,3%	-23,2%
<b>Marża zysku brutto</b>	<b>31,3%</b>	<b>31,9%</b>	<b>30,5%</b>	<b>26,1%</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>31,0%</b>	<b>28,7%</b>	<b>29,0%</b>
Marża EBITDA	7,1%	9,9%	10,1%	2,8%	6,6%	13,7%	17,5%	7,7%	8,7%	9,0%	9,7%	4,2%	8,7%	8,4%	8,5%	3,1%
Marża EBITDA adj.	7,5%	10,1%	11,1%	2,4%	7,3%	12,3%	17,2%	7,6%	8,1%	8,2%	9,1%	3,9%	10,2%	8,4%	8,5%	3,1%
Marża EBIT	3,8%	7,1%	7,6%	-0,3%	3,2%	10,9%	15,3%	4,9%	5,8%	6,5%	7,4%	1,7%	6,1%	6,0%	6,3%	0,5%
Marża netto	2,2%	4,2%	6,7%	-2,3%	1,8%	8,2%	10,2%	0,2%	5,0%	5,0%	6,4%	7,1%	5,9%	3,6%	3,7%	-0,4%
OCF	12,1	23,4	35,5	65,0	-5,5	8,6	60,9	48,2	-9,5	-35,6	-33,9	48,8	-23,1	42,0	22,6	79,6
w tym zmiany KON	0,4	-12,5	-11,0	66,5	-16,5	-28,4	4,5	14,8	-46,2	-49,9	-77,7	46,7	-53,8	7,7	-14,3	64,5
CAPEX	-4,5	-4,0	-6,7	-11,1	-7,4	-6,9	-6,8	-12,1	-7,6	-8,0	-7,7	-9,2	-6,8	-10,5	-10,5	-10,5
FCF	7,6	19,3	28,8	53,9	-12,8	1,7	54,1	36,1	-17,1	-43,6	-41,6	39,6	-29,9	31,5	12,0	69,0
%kapitalizacji (12m)	9,4%	17,0%	18,2%	21,6%	17,6%	14,1%	19,1%	15,6%	14,8%	5,8%	-13,1%	-12,4%	-14,9%	-0,1%	10,5%	16,3%
Dywidenda	0,0	-6,9	0,0	-0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DPS	-	0,30	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
DY	0,0%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zadłużenie netto	137,7	126,4	98,7	72,8	74,6	73,8	24,5	32,2	52,2	97,1	144,3	138,3	174,9	149,5	144,1	80,7
/EBITDA	1,5	1,2	0,9	0,7	0,7	0,7	0,2	0,2	0,3	0,6	1,0	1,0	1,2	1,0	1,0	0,6
Kurs EUR/PLN	4,30	4,28	4,32	4,28	4,32	4,51	4,44	4,50	4,55	4,53	4,57	4,62	4,62	4,64	4,79	4,88
Kurs USD/PLN	3,79	3,81	3,89	3,87	3,92	4,09	3,80	3,78	3,77	3,76	3,88	4,04	4,11	4,36	4,52	4,59
MDI [EUR/t]	1943	1943	1943	1943	1842	1638	1561	1878	2128	2428	2628	2928	2928	3178	3150	3157
Poliole [EUR/t]	1706	1663	1646	1566	1586	1460	1538	1975	2417	2817	2567	2453	2530	2618	2400	2200

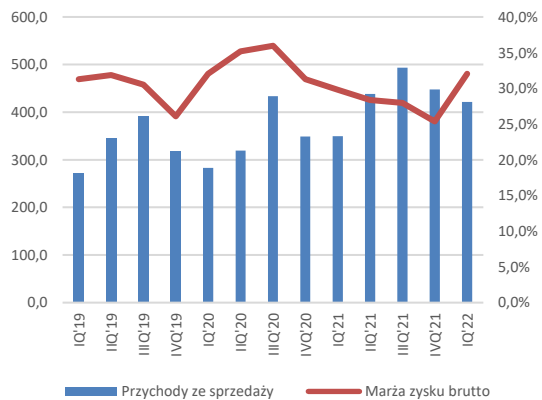
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, szacunki własne. \* - Spółka raportuje segmenty geograficzne według lokalizacji sprzedawcy (ujęcie sprzedaży produktów private label do m.in. Europy Wschodniej w segmencie Polska/UE).

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 23.08.2021 [mln PLN]

	2021			2022P			2023P		
	poprzednia	faktyczne	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	1 637,3	1 728,4	6%	1 530,6	1 830,9	20%	1 612,7	1 645,8	2%
Wynik brutto ze sprzedaży	474,4	479,7	1%	452,3	551,3	22%	482,8	493,0	2%
EBITDA	139,2	136,2	-2%	114,5	133,3	16%	142,4	113,0	-21%
<b>EBITDA adj.</b>	<b>137,1</b>	<b>126,6</b>	<b>-8%</b>	<b>114,5</b>	<b>139,6</b>	<b>22%</b>	<b>142,4</b>	<b>113,0</b>	<b>-21%</b>
EBIT	98,0	92,7	-5%	71,6	88,6	24%	94,5	63,1	-33%
Wynik brutto	90,3	88,4	-2%	65,6	76,3	16%	95,6	58,3	-39%
Wynik netto	67,0	102,7	53%	47,2	59,2	25%	68,8	42,0	-39%
Marża brutto	29,0%	27,8%		29,6%	30,1%		29,9%	30,0%	
Marża EBITDA	8,5%	7,9%		7,5%	7,3%		8,8%	6,9%	
Marża EBIT	6,0%	5,4%		4,7%	4,8%		5,9%	3,8%	
Marża netto	4,1%	5,9%		3,1%	3,2%		4,3%	2,6%	
Zadłużenie netto	-17,8	138,3		-73,5	80,7		-96,9	-20,1	
/EBITDA	-0,1	1,0		-0,6	0,6		-0,7	-0,2	

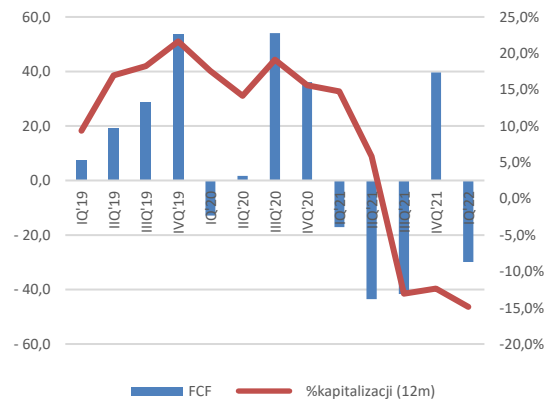
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., szacunki własne

Przychody ze sprzedaży (LS, mln PLN) i marża brutto (PS, %)



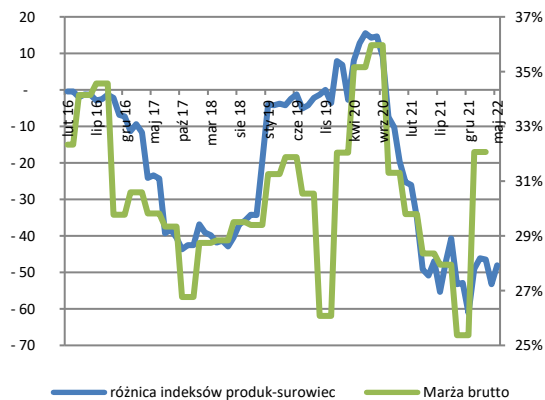
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, szacunki własne

Wolne przepływy pieniężne (LS, mln PLN) i % kapitalizacji (PS, %)



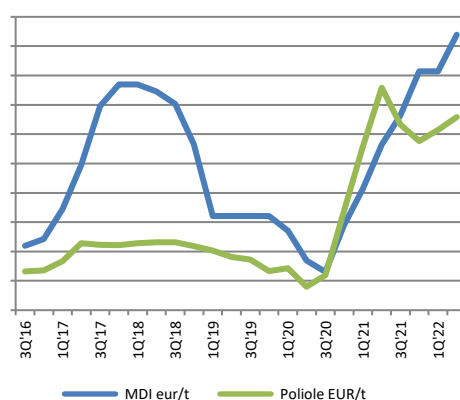
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, szacunki własne

Różnica między indeksem PSB a indeksem MDI/polioli vs marża brutto



Źródło: DM BDM, spółka, PSB, Bloomberg. LS- indeks, PS- marża brutto

Notowania surowców strategicznych [EUR/t]



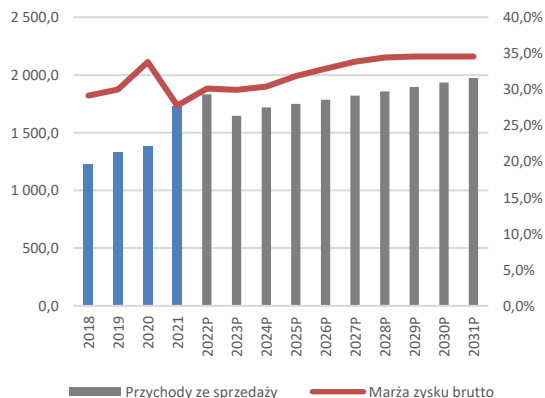
Źródło: BDM, Bloomberg

**Perspektywa ogólna na lata 2022-2031P [mln PLN]**

	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży	1 326,5	1 384,7	1 728,4	1 830,9	1 645,8	1 717,2	1 749,1	1 784,4	1 820,6	1 857,7	1 895,6	1 934,5	1 974,3
UE	838,7	884,7	1 103,5	1 149,2	1 016,1	1 077,4	1 092,8	1 108,4	1 124,3	1 140,5	1 156,9	1 173,6	1 190,6
w tym Polska*	464,3	496,8	601,1	611,6	489,3	513,8	524,0	534,5	545,2	556,1	567,2	578,6	590,1
Europa Wschodnia i Azja	411,5	414,7	498,8	513,7	478,5	473,4	481,6	496,1	510,9	526,3	542,1	558,3	575,1
Ameryka Pn. i Pd.	76,3	85,3	126,0	168,1	151,3	166,4	174,7	180,0	185,4	190,9	196,7	202,6	208,6
Zysk brutto ze sprzedaży	397,5	468,1	479,7	551,3	493,0	522,0	557,2	586,7	616,2	639,0	655,0	668,5	682,2
koszty sprzedaży	216,9	228,8	270,2	309,2	278,0	290,0	295,4	301,4	307,5	313,7	320,1	326,7	333,4
koszty zarządu	108,0	114,1	126,1	147,6	152,0	156,6	161,2	166,1	171,1	176,2	181,5	186,9	192,5
pozostałe przychody operacyjne	6,3	13,9	16,0	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
pozostałe koszty operacyjne	8,1	8,9	3,1	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
utrata wartości aktywów	7,2	3,1	3,6	6,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	101,8	165,7	136,2	133,3	113,0	126,3	151,3	170,7	189,7	201,7	206,7	208,2	209,6
EBITDA adj.	106,7	160,9	126,6	139,6	113,0	126,3	151,3	170,7	189,7	201,7	206,7	208,2	209,6
EBIT	63,6	127,2	92,7	88,6	63,1	75,4	100,6	119,3	137,6	149,1	153,4	154,8	156,3
przychody finansowe	5,6	7,4	10,1	9,4	0,7	0,8	0,4	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
koszty finansowe	12,7	40,8	16,9	22,4	5,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	56,9	95,3	88,4	76,3	58,3	76,2	101,0	120,0	138,3	149,9	154,1	155,5	156,8
podatek	17,2	18,9	-14,3	17,0	16,3	21,3	28,3	33,6	38,7	42,0	43,1	43,5	43,9
udziały mniejszości	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto j. dom.	39,5	76,2	102,7	59,2	42,0	54,9	72,7	86,4	99,6	107,9	111,0	111,9	112,9
<b>Dynamika przychodów</b>	<b>8,0%</b>	<b>4,4%</b>	<b>24,8%</b>	<b>5,9%</b>	<b>-10,1%</b>	<b>4,3%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,1%</b>
UE	5,6%	5,5%	24,7%	4,1%	-11,6%	6,0%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
w tym Polska*	5,0%	7,0%	21,0%	1,8%	-20,0%	5,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Europa Wschodnia i Azja	12,9%	0,8%	20,3%	3,0%	-6,9%	-1,1%	1,7%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Ameryka Pn. i Pd.	10,6%	11,9%	47,7%	33,3%	-10,0%	10,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Dynamika EBITDA adj.	11,7%	50,8%	-21,3%	10,3%	-19,0%	11,7%	19,8%	12,9%	11,1%	6,3%	2,5%	0,7%	0,7%
<b>Marża zysku brutto</b>	<b>30,0%</b>	<b>33,8%</b>	<b>27,8%</b>	<b>30,1%</b>	<b>30,0%</b>	<b>30,4%</b>	<b>31,9%</b>	<b>32,9%</b>	<b>33,8%</b>	<b>34,4%</b>	<b>34,6%</b>	<b>34,6%</b>	<b>34,6%</b>
Marża EBITDA	7,7%	12,0%	7,9%	7,3%	6,9%	7,4%	8,6%	9,6%	10,4%	10,9%	10,9%	10,8%	10,6%
Marża EBITDA adj.	8,0%	11,6%	7,3%	7,6%	6,9%	7,4%	8,6%	9,6%	10,4%	10,9%	10,9%	10,8%	10,6%
Marża EBIT	4,8%	9,2%	5,4%	4,8%	3,8%	4,4%	5,7%	6,7%	7,6%	8,0%	8,1%	8,0%	7,9%
Marża netto	3,0%	5,5%	5,9%	3,2%	2,6%	3,2%	4,2%	4,8%	5,5%	5,8%	5,9%	5,8%	5,7%
OCF	135,9	112,3	-30,2	121,1	134,5	99,1	117,2	130,9	144,6	153,2	156,9	157,7	158,5
w tym zmiany KON	43,5	-20,5	-127,1	4,1	37,0	-6,6	-6,2	-6,9	-7,1	-7,2	-7,4	-7,6	-7,8
CAPEX	-26,3	-33,2	-32,6	-38,4	-60,0	-50,0	-50,0	-60,0	-60,0	-60,0	-53,5	-53,5	-53,5
FCF	109,7	79,1	-62,7	82,7	74,5	49,1	67,2	70,9	94,6	93,2	103,4	104,2	105,0
%kapitalizacji (12m)	21,6%	15,6%	-12,4%	16,3%	14,7%	9,7%	13,3%	14,0%	18,7%	18,4%	20,4%	20,6%	20,7%
Dywidenda	-6,9	0,0	-0,0	0,0	-23,7	-25,2	-43,9	-72,7	-86,4	-99,6	-107,9	-111,0	-111,9
DPS	0,30	-	0,00	-	1,04	1,10	1,92	3,18	3,78	4,36	4,73	4,86	4,90
DY	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	4,7%	5,0%	8,7%	14,3%	17,0%	19,6%	21,3%	21,9%	22,1%
Zadłużenie netto /EBITDA	72,8 / 0,7	32,2 / 0,2	138,3 / 1,0	80,7 / 0,6	-20,1 / -0,2	-44,0 / -0,3	-67,3 / -0,4	-65,5 / -0,4	-73,7 / -0,4	-67,4 / -0,3	-62,8 / -0,3	-56,1 / -0,3	-49,1 / -0,2
Kurs EUR/PLN	4,30	4,44	4,56	4,73	5,10	5,33	5,33	5,33	5,33	5,33	5,33	5,33	5,33
Kurs USD/PLN	3,84	3,90	3,86	4,40	4,70	4,85	4,78	4,74	4,74	4,74	4,74	4,74	4,74
MDI [EUR/t]	1 943	1 730	2 528	3 068	2 853	2 680	2 559	2 478	2 405	2 363	2 352	2 352	2 352
Poliolole [EUR/t]	1 645	1 640	2 563	2 437	2 000	1 907	1 842	1 797	1 757	1 734	1 727	1 727	1 727

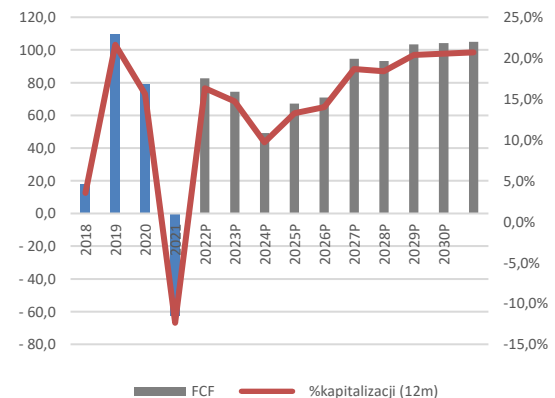
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, szacunki własne. \* - Spółka raportuje segmenty geograficzne według lokalizacji sprzedawcy (ujęcie sprzedaży produktów private label do m.in. Europy Wschodniej w segmencie Polska/UE).

**Przychody ze sprzedaży (LS, mln PLN) i marża brutto (PS, %)**



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

**Wolne przepływy pieniężne (LS, mln PLN) i % kapitalizacji (PS, %)**



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

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**

**Krzysztof Tkocz**

Dyrektor Wydziału  
tel. (+48) 501 238 443  
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl  
[strategia, chemia, przemysł, energetyka](#)

**Krzysztof Tkocz**

Analityk rynku akcji  
tel. (+48) 516 086 705  
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl  
[gry komputerowe](#)

**Anna Madziar**

Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (+48) 666 073 972  
e-mail: anna.madziar@bdm.pl

**Kajetan Sroczyński**

Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (+48) 668 516 977  
e-mail: kajetan.sroczyński@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

**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

**Historia rekomendacji na temat spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
<b>Kupuj</b>	<b>30,0</b>	<b>kupuj</b>	<b>44,3</b>	<b>27.06.2022*</b>	<b>07:00 CEST</b>	<b>22,20</b>	<b>53 014</b>
Kupuj	44,3	---	---	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	06.07.2015		20,3	52 467
Kupuj**	26,4	zawieszona	-	16.02.2015		18,3	52 561
Zawieszona**	-	akumuluj	19,3	09.08.2012		5,83	41 254
Akumuluj**	19,3	trzymaj	20,5	13.06.2011		16,51	49 121
Trzymaj**	20,5	redukuj	17,0	06.04.2011		19,64	50 248
Redukuj**	17,0	akumuluj	17,0	10.12.2010		18,45	47 398
Akumuluj**	17,0	kupuj	14,3	07.04.2010		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 latach 2008-2019 był 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 realizowania 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'22*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	6	75%	2	100%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	2	25%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

\* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie emitentów dla których BDM świadczył usługi firm inwestycyjnych określone w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie [www.bdm.pl](http://www.bdm.pl).

**Nota prawna:**

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

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

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

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

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

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

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiejkolwiek 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 odpowiednio dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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

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

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa dnia 27.06.2022 roku (07:00 CEST). Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 24.06.2022 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiejkolwiek 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 1 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 jakiejkolwiek 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.