



Dom Maklerski BDM S.A.

SELENA FM

RAPORT ANALITYCZNY

Selena FM odnotowała bardzo dobre wyniki w 3Q'22. Spadek presji surowcowej pozwolił na poprawę marży brutto ze sprzedaży. Na poziomie przychodów mocno kontrybuował do wyniku segment Europa Wschodnia i Azja. Na rynku polskim spółka odczuwa presję na wolumeny sprzedaży, jednak podwyżki cen niwelują ten efekt na poziomie przychodów. Ze strony podstawowych ryzyk Selena FM nadal ma znaczącą pozycję sprzedażową na rynku rosyjskim (istotne zredukowanie ekspozycji na ten obszar w przyszłości postrzegamy jako potencjalny upside dla naszej wyceny). Spółka wyceniana jest wg naszych prognoz na EV/EBITDA'22=3,4x (3,1x po skorygowaniu o pożyczki dla głównego akcjonariusza). Są to poziomy już wyraźnie poniżej średniej za ostatnie 5 lat. Lepsze od oczekiwań wyniki 3Q'22 oraz zakładane w modelu niższe poziomy cen surowców wpływają pozytywnie na naszą wycenę spółki. Obecnie cenę docelową wyznaczamy na poziomie 28,8 PLN, co implikuje podniesienie zalecenia do Kupuj.

Wyniki spółki za 3Q'22 były wyraźnie powyżej naszych oczekiwań ze względu na bardzo wysoki rezultat (zarówno przychody jak i EBITDA) w segmencie Europa Wschodnia i Azja. Spółka zwiększyła przede wszystkim przychody ze spółek azjatyckich (+48% r/r), ale Europa Wschodnia także odnotowała wzrost o 28% r/r. Pozytywny trend utrzymywał się w obszarze Ameryki Płn. i Płd. Dobra sprzedaż w 3Q'22 kontynuowana była w pozostałych krajach UE (przy spadku rentowności). Słabo wyglądał rynek polski z jedynie 1% wzrostem sprzedaży, co przy znaczącej inflacji w kategorii chemii budowlanej implikuje wyraźny spadek wolumenów. Dług netto (162 mln PLN, z czego 54 mln PLN finansuje pożyczki do podmiotów powiązanych z głównym akcjonariuszem) wyraźnie spadł dzięki mocnym przepływom operacyjnym.

Spółka nie zorganizowała konferencji wynikowej po 3Q'22. Jedynie w komentarzu prasowym prezes podtrzymał, że spółka obserwuje spadek popytu oraz presję na wolumeny i marże. Spółka chce zwiększać swoją obecność na rynkach zachodnich (m.in. w USA i Europie Zachodniej). Działania te oceniamy jako pochodną konieczności zagospodarowania mocy produkcyjnych (w Polsce czy w Azji) wcześniej przeznaczonych na rynek rosyjski. Nadal spora ekspozycja na rynek rosyjski (spółki zlokalizowane w Europie Wschodniej, czyli w Ukrainie i Rosji w 1-3Q'22 odpowiadały za 15% sprzedaży grupy) rodzi w naszej ocenie trudne do skwantyfikowania ryzyka. Zwracamy uwagę, że w Rosji nadal obecna jest główna europejska konkurencja spółki (przy czym np. Henkel zapowiedział dezinvestycje). Spółka podtrzymuje także zainteresowanie akwizycjami (podmioty z rozpoznawalną marką i dostępem do rynku). Zarząd podkreślił także dużą wagę działań zmierzających do ograniczania kapitału obrotowego.

Bieżąca kapitalizacja Seleny FM to 505 mln PLN (478 mln PLN po odjęciu akcji własnych). Zadłużenie netto na koniec 3Q'22 wynosiło 162 mln PLN (108 mln PLN po skorygowaniu o pożyczki). EBITDA za ostatnie cztery kwartały wyniosła ok. 174 mln PLN. Spółka wyceniana jest więc na bieżącym wskaźniku skoryg. EV/EBITDA=3,4x. Poziom jest relatywnie niski, a dyskonto do średniej za ostatnie 5 lat (4,5x dla uśrednionego rocznie długu netto skorygowanego o pożyczki) zrobiło się wyraźnie większe niż kwartał temu.

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	1 326,5	1 384,7	1 728,4	1 971,4	1 925,4	1 963,2
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	397,5	468,1	479,7	603,2	585,2	599,6
Koszty SG&A [mln PLN]	324,9	342,8	396,3	456,6	459,5	469,0
Wynik na sprzedaży [mln PLN]	72,7	125,3	83,4	146,6	125,7	130,6
Saldo PPO/PKO [mln PLN]	-9,1	1,9	9,3	-10,0	-7,5	-7,5
EBITDA [mln PLN]	101,8	165,7	136,8	182,9	165,2	169,6
EBIT [mln PLN]	63,6	127,2	92,7	136,6	118,2	123,1
Wynik brutto [mln PLN]	56,9	95,3	88,4	132,0	107,4	110,5
Wynik netto [mln PLN]	39,5	76,2	102,7	104,6	85,6	88,1
P/BV*	1,1	1,0	0,8	0,7	0,6	0,6
P/E*	12,8	6,6	4,7	4,6	5,6	5,4
EV/EBITDA*	5,7	3,2	4,5	3,4	3,4	3,0
EV/EBIT*	9,1	4,2	6,7	4,5	4,8	4,2

*liczba akcji skorygowana o akcje własne

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

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

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

KUPUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 28,8 PLN

25 LISTOPAD 2022, 12:15 CEST

Wycena DCF [PLN]	25,6
Wycena porównawcza [PLN]	41,6
Wycena końcowa [PLN]	28,8
Potencjał do wzrostu / spadku	30,2%
Koszt kapitału	16,8%
Cena rynkowa [PLN]	22,10
Kapitalizacja [mln PLN]	504,6
Ilość akcji [mln. szt.]	22,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	23,2
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	18,4
Stopa zwrotu za 3 mc	7,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	4,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	1,4%
Struktura akcjonariatu:	
Domarecki Krzysztof	78,0%
Akcje własne	5,2%
Pozostali	16,8%

Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
WYNIKI ZA OSTATNIE OKRESY	7
PROGNOZY NA 4Q'22 I KOLEJNE OKRESY	9
DANE FINANSOWE	13

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
P/E	12,8	6,6	4,7	4,6	5,6	5,4	5,6
P/BV	1,1	1,0	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	5,7	3,2	4,5	3,4	3,4	3,0	2,5
EV/EBIT	9,1	4,2	6,7	4,5	4,8	4,2	3,5
EV/S	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2
BVPS	20,1	22,9	27,8	32,6	35,4	38,4	41,4
EPS	1,7	3,3	4,7	4,8	4,0	4,1	4,0
DPS (w danym roku)	0,3	0,0	0,0	0,0	1,2	1,0	1,0
Payout ratio	26%	0%	0%	0%	25%	25%	25%

Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 326	1 385	1 728	1 971	1 925	1 963	1 989
Polska	468	499	605	636	614	627	633
UE pozostałe	370	386	499	570	564	582	590
Europa Wsch. i Azja	412	415	499	587	530	508	507
Ameryka Pn i Pld	76	85	126	178	218	247	259
Zysk brutto ze sprzedaży	398	468	480	603	585	600	601
SG&A	325	343	396	457	460	469	476
PPO/PKO	-9	2	9	-10	-8	-8	-8
EBITDA	102	166	137	183	165	170	164
UE razem	175	248	214	189	187	192	184
Europa Wsch. i Azja	43	45	58	105	87	85	83
Ameryka Pn i Pld	7	6	7	24	27	31	32
Nieprzypisane	-123	-134	-142	-134	-135	-138	-134
EBIT	64	127	93	137	118	123	118
Zysk brutto	57	95	88	132	107	110	108
Zysk netto	39	76	103	105	86	88	86
Dług netto	73	32	139	141	90	39	-71

Wskaźniki	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	8%	4%	25%	14%	-2%	2%	1%
EBITDA zmiana r/r	27%	63%	-17%	34%	-10%	3%	-3%
Zysk netto zmiana r/r	48%	93%	35%	2%	-18%	3%	-3%
Marża brutto na sprzedaży	30,0%	33,8%	27,8%	30,6%	30,4%	30,5%	30,2%
Marża EBITDA	7,7%	12,0%	7,9%	9,3%	8,6%	8,6%	8,3%
Marża netto	3,0%	5,5%	5,9%	5,3%	4,4%	4,5%	4,3%
ROE	8,6%	14,6%	17,1%	14,8%	11,2%	10,6%	9,6%
ROA	4,7%	8,2%	9,3%	8,4%	6,9%	6,9%	6,5%

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	324	373	368	364	364	366	369
WNIp	52	49	39	37	35	34	33
Rzeczowe aktywa trwałe	236	243	261	256	255	256	256
Pozostałe aktywa trwałe	35	81	68	71	74	76	79
Aktywa obrotowe	525	553	740	875	884	918	954
Zapasy	150	193	280	335	313	311	308
Należności krótkoterminowe	281	293	364	423	427	435	441
Środki pieniężne	86	55	39	49	76	103	190
Pozostałe aktywa obrotowe	8	13	57	68	68	68	14
Aktywa razem	849	926	1 109	1 239	1 248	1 284	1 322

Kapitał własny	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Udziały mniejszości	1	1	1	1	2	2	2
Zobowiązania i rezerwy	390	402	507	532	482	450	425
Rezerwy na zobowiązania	14	36	30	30	30	30	30
Oprocentowane zobowiązania	159	87	178	189	166	142	120
Zobowiązania pozostałe	217	279	299	313	286	278	275
Pasywa razem	849	926	1 109	1 239	1 248	1 284	1 322

Dług netto	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Dług netto / Kapitał własny	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,1
Dług netto / EBITDA	0,7	0,2	1,0	0,8	0,5	0,2	-0,4

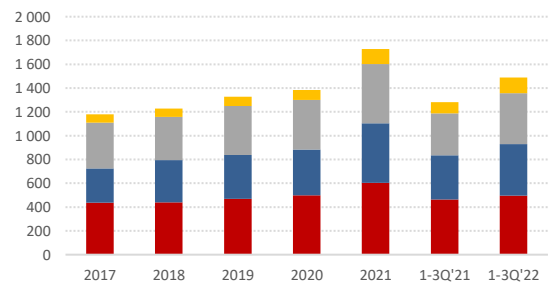
Rachunek przepływu [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
CFO	136	112	-30	59	134	128	132
CFI	-28	-73	-36	-46	-44	-45	9
CFF	-68	-70	49	-3	-62	-56	-54
- w tym dywidenda	7	0	0	0	26	21	22
Przepływy pieniężne netto	40	-31	-17	10	28	27	87
CAPEX / Amortyzacja	69%	86%	74%	84%	95%	98%	99%

SELENA FM

Rekomendacja	Kupuj	www:	www.selena.com/pl/
Wycena końcowa [PLN]	28,8		
Potencjał	30,2%	daty najbliższych raportów:	
Cena rynkowa [PLN]	22,1	4Q'22:	b.d.
Ilość akcji [mln. szt.]	22,8		
Kapitalizacja [mln PLN]	505		

Wyniki Q [mln PLN]	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22
Przychody	438	493	448	422	499	569
Polska	161	182	140	148	167	183
UE pozostałe	126	128	127	140	148	143
Europa Wsch. i Azja	123	146	147	93	138	197
Ameryka Pn i Pld	29	37	33	40	46	47
Zysk brutto ze sprzedaży	124	138	114	135	141	185
SG&A	99	104	107	103	115	118
PPO/PKO	3	3	2	-6	0	1
EBITDA	40	48	19	37	39	79
UE razem	58	61	47	59	39	50
Europa Wsch. i Azja	18	15	17	8	30	46
Ameryka Pn i Pld	3	3	-1	5	7	4
Nieprzypisane	-40	-31	-43	-36	-38	-20
EBIT	28	37	8	26	27	68
Zysk brutto	28	38	1	29	31	60
Zysk netto	22	31	32	25	23	46
Dług netto	97	145	139	176	257	162

Wskaźniki	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22
Przychody zmiana r/r	37,2%	13,8%	28,2%	20,6%	13,9%	15,4%
EBITDA zmiana r/r	-9,9%	-37,1%	-29,2%	21,6%	-1,7%	66,1%
Zysk netto zmiana r/r	-14,5%	-29,7%	4390,9	43,1%	4,9%	49,1%
Marża brutto na sprzedaży	28,4%	28,0%	25,4%	32,1%	28,3%	32,5%
Marża EBITDA	9,0%	9,7%	4,3%	8,7%	7,8%	14,0%
Marża netto	5,1%	6,3%	7,1%	5,9%	4,7%	8,2%

Przychody wg segmentów [mln PLN]

Czynniki ryzyka:

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

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Selena FM opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2022 – 2024 dała wartość 1 akcji na poziomie 41,6 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2022-2031 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 25,6 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 80% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 20% dla wyceny porównawczej (brak spółki bliskiej w 100% porównywalności do Seleny FM). Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników krajowych producentów materiałów budowlanych (waga 100% w wycenie porównawczej). Prezentujemy także wycenę według wskaźników zagranicznych producentów chemii budowlanej (ale jej waga w końcowej wycenie to obecnie 0%, m.in. ze względu na wyraźnie niższe poziomy rentowności EBITDA czy ROE dla Seleny FM vs podmioty zagraniczne). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 28,8 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	25,6
Wycena metodą porównawczą, w tym:	20%	41,6
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	100%	41,6
- wycena do zagranicznych producentów chemii budowlanej	0%	61,0
Wycena 1 akcji Selena FM [PLN]		28,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (7,0%), premii za ryzyko rynkowe (6,5%) oraz współczynnika beta = 1,5.

Główne założenia modelu:

- W 2022 roku spodziewamy się skonsolidowanych przychodów grupy na poziomie 1,97 mld PLN. W średnim terminie zakładamy wzrost do >2,0 mld PLN. W modelu zakładamy zmniejszenie ekspozycji na Rosję, ale nie całkowite i nagłe wycofanie się z tego rynku (przyjmujemy spadek sprzedaży w obszarze „Europa Wschodnia i Azja”) o ok 70-80 mln PLN w latach 2022-24. Nie uwzględniamy ewentualnych zmian w zakresie produkcji w Chinach (możliwa relokacja zakładu lub w ekstremalnym scenariuszu jego zamknięcie) czy potencjalnych transakcji M&A.
- Koszty zużycia materiałów i energii stanowią około 2/3 kosztów rodzajowych. Z tego szacujemy, że większość stanowią „zmiennie” koszty surowców, oparte w mniejszym lub większym stopniu o ceny ropy (m.in. pochodne benzenu i propylenu). Marże spółka na przestrzeni lat były bardzo zmienne – najwyższe rentowności notowano w latach 2009, 2015-16 i 2020 (32-34%), kiedy ceny ropy ulegały dużym spadkom. Najniższe poziomy (27-28%) notowano natomiast w sytuacjach ich skokowego odbicia (2011-12, 2021).
- Nasze dalsze założenia w modelu są w tym zakresie raczej konserwatywne. Zakładamy, że rentowność brutto ze sprzedaży w kolejnych kwartałach będzie na poziomie ok 30% (spodziewamy się mniejszej presji ze strony surowców, jednocześnie spadające wolumeny i konieczność zagospodarowania sprzedaży wcześniej kierowanej do Rosji mogą negatywnie wpływać na możliwość korzystania z tego czynnika). Bazę dla cen surowców w długim terminie stanowi w naszym modelu krzywa terminowa cen ropy Brent.
- Estymujemy, że rentowność EBITDA wyniesie 9,3% w 2022 roku a w kolejnych latach będzie utrzymywać się w okolicy poziomu 8-9% (zakładamy przy tym z ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej na poziomie ok. -7,5 mln PLN w długim terminie). Przestrzeń do organicznej poprawy marży brutto ze sprzedaży istnieje m.in. dzięki lepszym recepturom produktów, wyższej efektywności procesów produkcyjnych czy poprawie wyników w zakładach produkcyjnych o niepełnym wykorzystaniu mocy
- Przyjmujemy CAPEX w horyzoncie szczegółowej prognozy na poziomie zbliżonym do amortyzacji (spółka ma obecnie nadal wolne moce produkcyjne, głównie w Europie). W modelu nie uwzględniamy ewentualnej budowy istotnej skali obszaru związanego inwestycjami w OZE (spółka zarysowała dotychczas jedynie ogólny plan w tym obszarze, w 2022 dokonano zakupu pierwszego projektu farmy PV oraz 50% udziałów w spółce Biogazownia Przybroda za 5 mln PLN)
- Efektywną stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 20,0%.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1,0%.
- Dług netto przyjęto na poziomie z końca 2021 roku. W modelu uwzględniamy w 2023 roku rolowanie pożyczek udzielonych głównemu akcjonariuszowi (54 mln PLN wg stanu na 3Q'22) na kolejne 2 lata (przyjmujemy spłatę w 2025, obecnie spółka nie ma większych potrzeb kapitałowych, zakładamy, że pożyczka nie byłaby rolowana w sytuacji, gdyby spółka finalizowała jakieś większe transakcje M&A).
- Do obliczeń przyjęliśmy liczbę akcji skorygowaną o akcje własne (22,8 mln – 1,2 mln), a końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 25 listopada 2022 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 553,4 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 25,6 PLN.

Model DCF

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 971,4	1 925,4	1 963,2	1 988,8	2 013,2	2 030,6	2 048,5	2 066,8	2 084,6	2 104,3
EBIT [mln PLN]	136,6	118,2	123,1	118,1	116,9	118,1	126,2	126,7	122,1	118,7
Stopa podatkowa	20,5%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	28,0	23,6	24,6	23,6	23,4	23,6	25,2	25,3	24,4	23,7
NOPLAT [mln PLN]	108,6	94,5	98,5	94,5	93,5	94,5	101,0	101,4	97,7	95,0
Amortyzacja [mln PLN]	46,3	47,0	46,5	46,4	46,3	46,4	46,5	46,6	46,7	46,9
CAPEX [mln PLN]	-39,1	-44,6	-45,7	-45,9	-46,2	-46,4	-46,7	-46,9	-47,2	-47,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]*	-95,7	-5,3	-16,0	-7,2	-6,7	-4,9	-4,9	-5,1	-5,1	-5,0
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-11,2	0,0	0,0	54,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	89,5
FCF [mln PLN]	9,1	91,6	83,4	141,7	87,0	89,6	95,9	96,0	92,3	26,5
DFCF [mln PLN]	10,2	90,0	71,0	104,2	55,2	48,9	45,0	38,7	31,9	26,5
Suma DFCF [mln PLN]	521,5									
Wartość rezydualna [mln PLN]	577,3									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	170,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	692,3									
Dług netto 2021 [mln PLN]	138,9									
Udział mniejszości [mln PLN]	1,0									
Wartość kapitału [mln PLN]	553,4									
Ilość akcji [mln szt.]	21,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	25,6									

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

Przychody zmiana r/r	14,1%	-2,3%	2,0%	1,3%	1,2%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
EBIT zmiana r/r	47,3%	-13,5%	4,2%	-4,1%	-1,0%	1,0%	6,9%	0,4%	-3,6%	-2,8%
FCF zmiana r/r	-	912,6%	-9,0%	69,9%	-38,6%	3,0%	7,1%	0,1%	-3,9%	-2,9%
Marża EBITDA	9,3%	8,6%	8,6%	8,3%	8,1%	8,1%	8,4%	8,4%	8,1%	7,9%
Marża EBIT	6,9%	6,1%	6,3%	5,9%	5,8%	5,8%	6,2%	6,1%	5,9%	5,6%
Marża NOPLAT	5,5%	4,9%	5,0%	4,7%	4,6%	4,7%	4,9%	4,9%	4,7%	4,5%
CAPEX / Przychody	2,0%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
CAPEX / Amortyzacja	84,3%	94,9%	98,2%	99,0%	99,6%	100,0%	100,3%	100,6%	100,9%	101,0%
Zmiana KO / Przychody	4,9%	0,3%	0,8%	0,4%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	39,4%	-11,5%	42,2%	28,0%	27,5%	28,0%	27,3%	28,0%	28,4%	25,2%

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

Kalkulacja WACC

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Premia za ryzyko	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Beta	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%
Udział kapitału własnego	77,7%	82,1%	87,2%	90,3%	92,1%	93,8%	95,5%	97,1%	98,6%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
Udział kapitału obcego	22,3%	17,9%	12,8%	9,7%	7,9%	6,2%	4,5%	2,9%	1,4%	0,0%
WACC	14,5%	15,0%	15,5%	15,8%	16,0%	16,1%	16,3%	16,5%	16,6%	16,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				Beta					
	0,00%	1,00%	2,00%		0,00%	1,00%	2,00%		1,4	1,5	1,6			
beta	1,2	28,3	29,1	30,0	Premia za ryzyko	5,5%	27,5	28,2	29,1	Premia za ryzyko	5,5%	29,3	28,2	27,2
	1,3	27,1	27,8	28,6		6,0%	26,2	26,8	27,5		6,0%	27,9	26,8	25,8
	1,4	26,0	26,7	27,4		6,5%	25,0	25,6	26,2		6,5%	26,7	25,6	24,6
	1,5	25,0	25,6	26,2		7,0%	23,9	24,4	25,0		7,0%	25,5	24,4	23,4
	1,6	24,1	24,6	25,1		7,5%	23,0	23,4	23,8		7,5%	24,4	23,4	22,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników krajowych producentów materiałów budowlanych (waga 100% w wycenie porównawczej). Dla celów porównawczych prezentujemy także hipotetyczną wycenę dla wskaźniki zagranicznych producentów chemii budowlanej (waga 0% w końcowej wycenie, m.in. ze względu na wyraźnie niższe poziomy rentowności EBITDA czy ROE dla Seleny FM vs podmioty zagraniczne). Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (20% wagi dla roku 2022 i po 40% dla kolejnych lat). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie czyli 41,6 PLN/akcję.

Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym:		41,6
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	100%	41,6
- wycena do zagranicznych producentów chemii budowlanej	0%	61,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wycena porównawcza do krajowych producentów materiałów budowlanych

	P/E			EV/EBITDA		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Ferro	8,8	10,2	8,8	6,8	6,4	5,4
Decora	7,6	8,1	7,2	5,7	5,5	5,0
Śnieżka	20,5	16,1	12,7	9,9	8,9	7,8
Mediana	8,8	10,2	8,8	6,8	6,4	5,4
Selena FM	4,6	5,6	5,4	3,4	3,4	3,0
Premia/dyskonto dla Seleny FM	-48,0%	-45,1%	-38,0%	-50,3%	-46,1%	-43,9%
Wycena wg wskaźnika	42,5	40,2	35,6	51,0	44,6	40,8
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		38,8			44,3	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		41,6				

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

Wycena porównawcza do zagranicznych producentów chemii budowlanej

	P/E			EV/EBITDA		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
H.B. Fuller	18,3	16,7	15,0	10,9	9,9	9,1
Henkel	18,2	16,9	14,5	9,8	9,2	8,3
Saint Gobain	7,3	8,1	7,4	4,4	4,5	4,0
Sika	31,8	29,2	24,3	19,8	19,1	15,8
Sto	13,7	12,3	11,2	5,5	5,2	4,5
Uzin Utz	11,1	17,1	12,5	6,3	7,4	6,2
Mediana	16,0	16,8	13,5	8,1	8,3	7,2
Selena FM	4,6	5,6	5,4	3,4	3,4	3,0
Premia/dyskonto dla Seleny FM	-71,3%	-66,7%	-59,7%	-58,0%	-58,6%	-57,9%
Wycena wg wskaźnika	77,1	66,3	54,9	61,6	59,2	55,0
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		63,9			58,0	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		61,0				

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI ZA OSTATNIE OKRESY

Wyniki za 3Q'2022 [mln PLN]

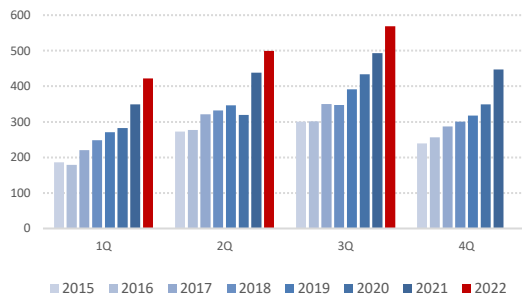
	3Q'21	3Q'22	zmiana r/r	3Q'22P BDM	odchyl.	1-3Q'21	1-3Q'22	zmiana r/r
Przychody	493,1	569,0	15,4%	531,7	7,0%	1 280,8	1 489,8	16,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	137,8	185,1	34,3%	159,3	16,2%	366,2	461,7	26,1%
Zysk na sprzedaży	33,7	66,9	98,6%	38,4	74,2%	77,3	125,5	62,5%
PPO/PKO	2,8	0,7	-75,5%	-1,0	---	7,5	-5,0	---
EBITDA	47,8	79,4	66,1%	49,0	62,0%	117,6	155,0	31,9%
EBIT	36,5	67,6	85,1%	37,4	80,8%	84,7	120,6	42,3%
Zysk brutto	37,8	60,3	59,6%	35,2	71,2%	87,1	119,9	37,6%
Zysk netto	31,1	46,4	49,1%	28,0	65,8%	70,9	94,8	33,7%
Marża brutto ze sprzedaży	28,0%	32,5%		30,0%		28,6%	31,0%	
Marża EBITDA	9,7%	14,0%		9,2%		9,2%	10,4%	
Marża EBIT	7,4%	11,9%		7,0%		6,6%	8,1%	
Marża zysku netto	6,3%	8,2%		5,3%		5,5%	6,4%	

Źródło: BDM S.A., spółka

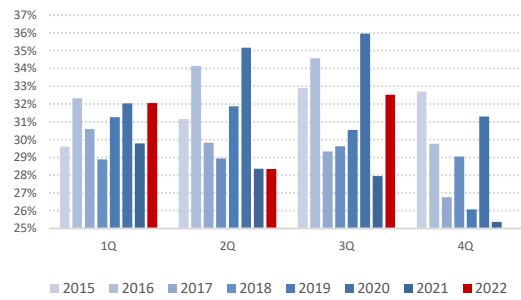
- Przychody w 3Q'22 wyniosły 569,0 mln PLN (+15% r/r), 7% powyżej naszych oczekiwań. Był to rekordowy kwartał w historii spółki.
- Słaby wzrost przychodów w Polsce (+1%), nadal dobry na pozostałych rynkach UE (+11% r/r). W Ameryce Płn i Płd dynamika spowolniła, ale nadal jest wysoka (+27% r/r). Największym zaskoczeniem wzrost sprzedaży w segmencie Europa Wschodnia i Azja (+35%), pomimo dużej ekspozycji na Rosję.
- Spółki zależne z siedzibą w krajach Europy Wschodniej (Ukraina i Wostok Moskwa) w 3Q'22 zrealizowały 111,2 mln PLN przychodów (+26% r/r), a w Azji (spółki z siedzibą w Kazachstanie, Turcji i Chinach) 83,5 mln PLN (+48% r/r).
- Na dzień bilansowy wartość zapasów zlokalizowanych w Europie Wschodniej wynosiła 35 mln PLN (49 mln PLN po 2Q'22), a stan należności od klientów z niepowiązanych spółek z tego regionu wynosił 30 mln PLN (37 mln PLN po 2Q'22).
- Rentowność brutto ze sprzedaży (32,5%) na wyraźnie lepszym poziomie q/q i r/r. Po słabym 2Q'22 zakładaliśmy poprawę do 30%. Stosunek kosztów SG&A do przychodów spadł r/r i q/q.
- Wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej bez większego znaczenia w 3Q'22 (+0,7 mln PLN).
- EBITDA w 3Q'22 wyniosła 79,4 mln PLN (vs 47,8 mln PLN rok temu). Wynik wyraźnie lepszy od naszych założeń (spodziewaliśmy się 49,0 mln PLN). Powodem zaskoczenia przede wszystkim segment Europa Wschodnia i Azja, który miał aż 46 mln PLN EBITDA (czyli porównywalnie do segmentu UE) oraz niski poziom wyniku nieprzypisanego.
- EBITDA w podziale na segmenty: UE (49,8 mln PLN vs 61,4 mln PLN rok temu), Europa Wschodnia i Azja (46,0 mln PLN vs 14,9 mln PLN), Ameryka Płn i Płd (4,0 mln PLN vs 2,7 mln PLN). Wynik nieprzypisany - 20,4 mln PLN (-31,2 mln PLN w 3Q'21).
- EBITDA po 1-3Q'22 wynosi już 155 mln PLN (w całym rekordowym 2020 Selena FM miała 166 mln PLN EBITDA). Sezonowo 4Q jest zwykle słabszy (w ostatnich 3 latach spółka miała w nim średnio 18 mln PLN).
- Saldo finansowe z ujemnym wpływem na poziomie -8,0 mln PLN (wpływ odsetek oraz pozostałych kosztów, neutralny wpływ różnic kursowych).
- Zysk netto w 3Q'22 na poziomie 46,4 mln PLN (lepiej r/r i powyżej naszych założeń).
- Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły +100,4 mln PLN w 3Q'22. Na koniec okresu spółka miała 162 mln PLN długu netto (108 mln PLN po skorygowaniu o udzielone pożyczki do podmiotów powiązanych).
- CAPEX po 1-3Q'22 wyniósł 26 mln PLN.
- Rozwój projektów OZE. Na początku 4Q'22 doszło do podwyższenia kapitału w Selena Green Investments ASI (platforma spółki do inwestycji w OZE, w której posiada obecnie 95% udziałów, a pozostałe 5% należy do K. Domareckiego), na co jednostka dominująca przeznaczyła 26 mln PLN. Jeszcze w 3Q'22 Selena GI ASI nabyła 50% udziałów w spółce Biogazownia Przybroda za 5 mln PLN. Z informacji prasowych wynika, że wcześniej podpisano także umowy na nabycie praw do projektu farmy PV oraz projektu biogazowni.

Podsumowując wyniki spółki za 3Q'22 były wyraźnie powyżej naszych oczekiwań ze względu na bardzo wysoki rezultat (zarówno przychody jak i EBITDA) w segmencie Europa Wschodnia i Azja. Spółka zwiększyła przede wszystkim przychody ze spółek azjatyckich (+48% r/r), ale Europa Wschodnia także odnotowała wzrost o 28% r/r. Pozytywny trend utrzymuje obszar Ameryki Płn. i Płd. Dobra sprzedaż w 3Q'22 kontynuowana była w pozostałych krajach UE. Natomiast słabo wygląda rynek polski z jedynie 1% wzrostem sprzedaży, co przy znaczącej inflacji w kategorii chemii budowlanej implikuje wyraźny spadek wolumenów. Zwraca także uwagę spadek rentowności EBITDA r/r w segmencie UE. Dług netto (162 mln PLN, z czego 54 mln PLN finansuje pożyczki do podmiotów powiązanych z głównym akcjonariuszem) wyraźnie spadł dzięki mocnym przepływom operacyjnym.

Przychody [mln PLN]

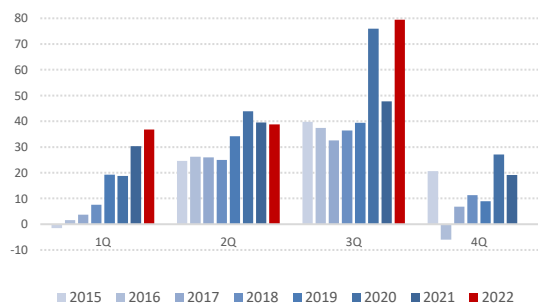


Marża brutto ze sprzedaży



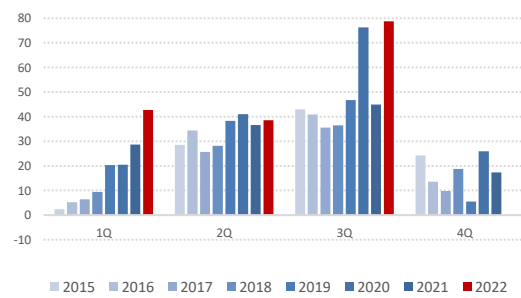
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA [mln PLN]



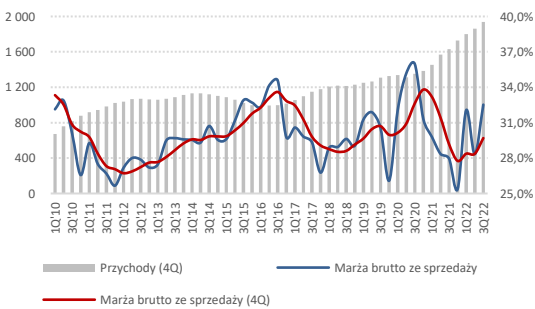
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA skoryg. [mln PLN]



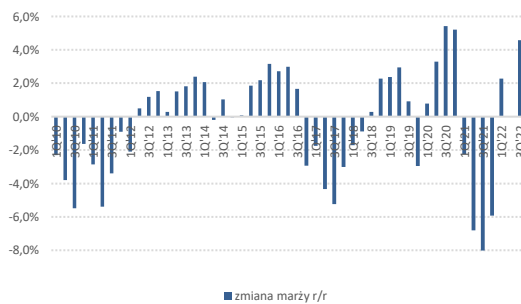
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody oraz marża brutto ze sprzedaży (narastająco 4Q)



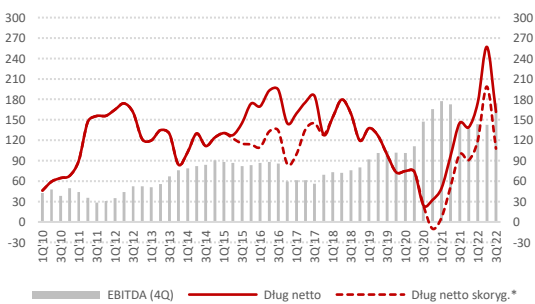
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zmiana marży brutto ze sprzedaży r/r



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dług netto [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZY NA 4Q'22 I KOLEJNE OKRESY

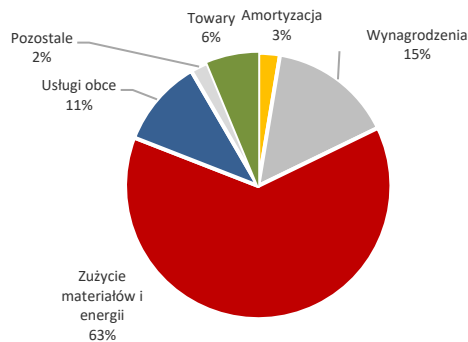
Aktualna sytuacja na rynku surowców

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

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

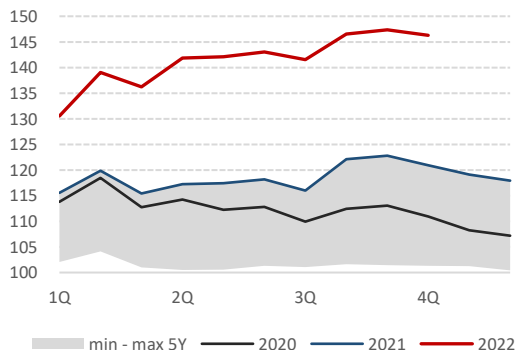
Wzrost cen surowców przełożył się na wyraźny spadek marży brutto ze sprzedaży z 35-36% w połowie 2020 roku do <28% średnio w 2021 roku. W 1H'22 marża wróciła na poziom 30%, przy czym 2Q'22 był słabszy niż 1Q'22. W 3Q'22 marża wróciła do relatywnie dobrych poziomów z 1Q'22. Poprawę marż w 2022 można wiązać z wprowadzonymi podwyżkami cen przez producentów chemii budowlanej. Indeks cen publikowany przez PSB wskazuje na 24% wzrost cen pomiędzy grudniem 2021 a październikiem 2022. Obecnie zwracamy uwagę, że wyraźnie od szczytu z 1Q'22 spadły już cen ropy (benzyny surowej), czyli bazy do produktów petrochemicznych (ceny benzenu czy propylenu w EUR są obecnie niższe niż rok temu w tym samym momencie). Powinno to przełożyć się na spadek presji kosztowej, ale w sytuacji spadającego popytu rosnąć będzie presja na walkę o udziały rynkowe.

Struktura kosztów (ostatni pełny rok obrotowy)



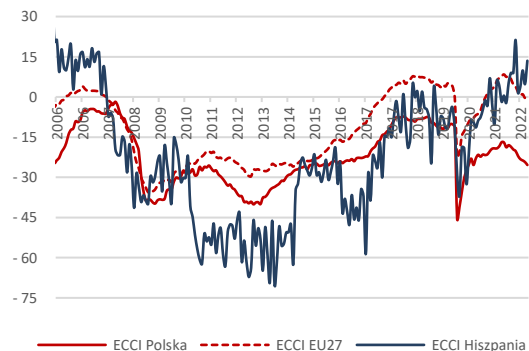
Źródło: BDM S.A., spółka, zużycie energii elektrycznej i ciepłej w 2021 roku wyniosło 27,0 tys MWh

Indeks cen chemii budowlanej w Polsce



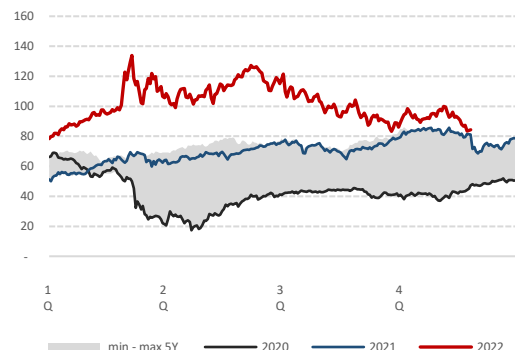
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., 100 = grudzień 2010

Wskaźnik zaufania w budownictwie



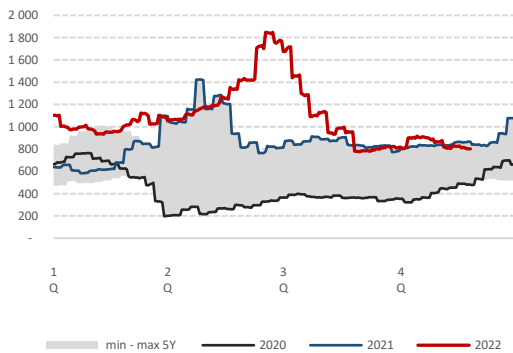
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Komisja Europejska

Cena ropy Brent [USD/bbl]

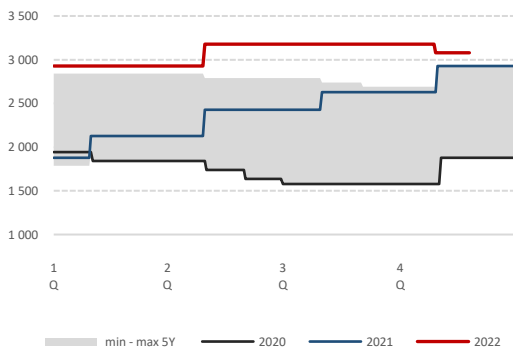


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

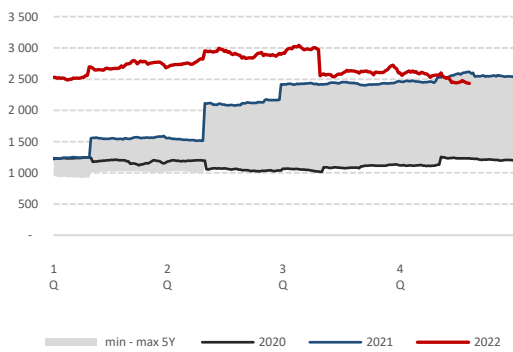
Cena benzenu [EUR/t]



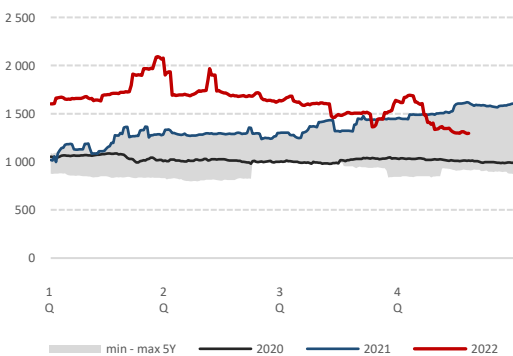
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, benzen jest jednym z głównych składników
Cena MDI Europa [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Octan winylu Europa [EUR/t]

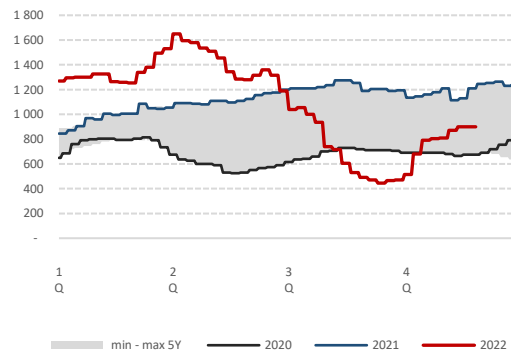


Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Emulsja silikonowa Indie [EUR/t]

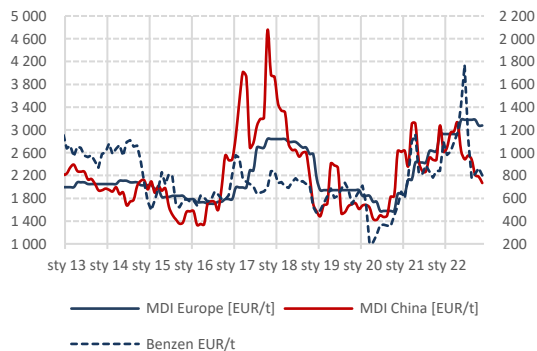


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

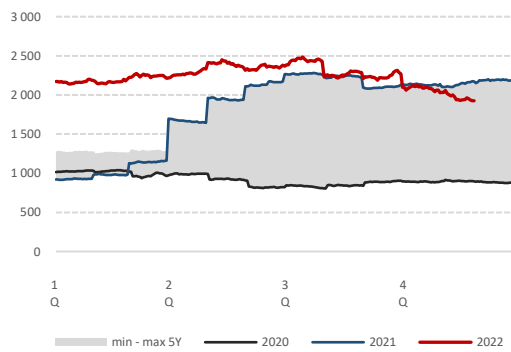
Cena propylenu [EUR/t]



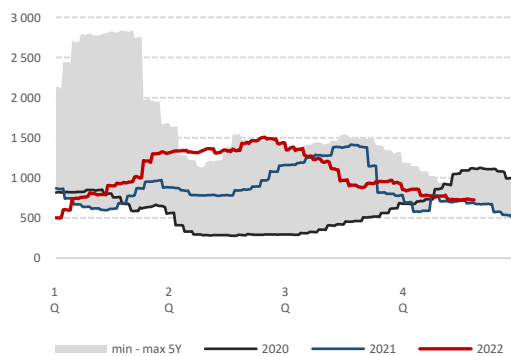
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, propylen jest jednym z głównych
Cena MDI vs cena benzenu [EUR/t]



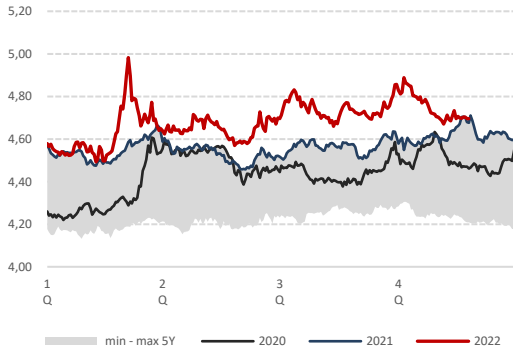
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Kwas akrylowy Europa [EUR/t]



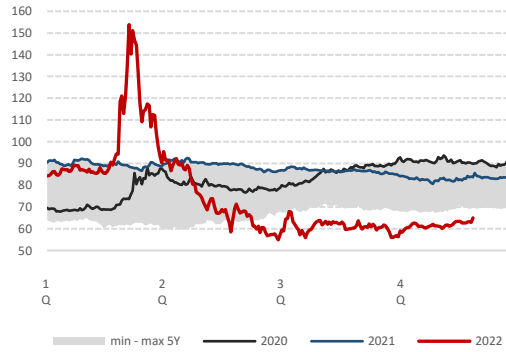
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Butadien Korea [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EUR/PLN


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EUR/RUB


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Prognozy wyników kwartalnych [mln PLN]

	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22P	1Q'23P	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P
Przychody ze sprzedaży	282,7	319,5	433,3	349,2	349,5	438,2	493,1	447,6	421,6	499,2	569,0	481,6	408,8	489,1	552,9	474,7
UE	188,9	205,0	275,6	215,2	239,4	286,4	310,4	267,3	287,7	314,8	325,6	278,3	276,8	308,3	318,1	274,9
-Polska	104,6	121,5	167,4	105,0	122,3	160,6	181,9	140,1	147,6	166,8	182,5	139,4	139,4	161,3	176,7	136,2
-pozostałe kraje UE	84,3	83,6	108,2	110,2	117,1	125,8	128,5	127,2	140,2	148,0	143,1	138,8	137,3	147,0	141,3	138,7
Europa Wschodnia i Azja	73,0	99,1	133,8	108,9	82,5	123,2	145,9	147,2	93,4	138,1	196,5	159,1	81,9	122,7	178,8	146,4
Ameryka Pn i Płd	20,8	15,3	24,0	25,2	27,5	28,7	36,8	33,0	40,5	46,3	46,9	44,2	50,1	58,0	56,0	53,4
Zysk brutto ze sprzedaży	90,6	112,3	155,9	109,3	104,1	124,3	137,8	113,6	135,2	141,5	185,1	141,5	125,5	149,0	166,8	144,0
SG&A	79,7	80,3	89,3	93,4	86,0	98,8	104,2	107,4	103,5	114,5	118,2	120,5	104,2	115,2	118,9	121,2
Saldo PPO/PKO	-1,7	2,9	-0,3	1,1	1,7	3,0	2,8	1,9	-5,9	0,2	0,7	-5,0	-1,0	-1,0	-1,0	-4,5
EBITDA	18,8	43,8	76,0	27,1	30,3	39,5	47,8	19,2	36,8	38,8	79,4	27,9	32,0	44,5	58,6	30,0
UE	46,2	61,9	95,4	44,6	47,7	58,1	61,4	46,7	58,9	39,4	49,8	40,3	47,1	49,3	47,7	42,5
Europa Wschodnia i Azja	5,8	12,2	17,6	9,3	8,2	18,0	14,9	16,8	8,5	30,2	46,0	20,2	11,9	25,0	30,0	19,7
Ameryka Pn i Płd	1,8	2,1	0,3	2,2	2,4	3,4	2,7	-1,2	5,2	7,5	4,0	7,3	4,7	10,5	3,3	8,1
Nieprzypisane	-35,0	-32,4	-37,2	-29,1	-28,1	-40,0	-31,2	-43,1	-35,8	-38,3	-20,4	-40,0	-31,6	-40,3	-22,5	-40,3
EBIT	9,1	34,9	66,2	16,9	19,8	28,4	36,5	8,0	25,8	27,2	67,6	16,0	20,3	32,7	46,9	18,3
Saldo finansowe	-3,7	-3,9	-7,1	-18,6	1,8	-1,8	-0,9	-5,9	2,3	3,1	-8,0	-4,9	-3,8	-3,2	-3,6	-3,1
Zysk brutto	5,4	31,5	59,1	-0,7	21,6	27,8	37,8	1,3	28,8	30,9	60,3	12,0	16,7	30,6	44,3	15,8
Zysk netto	5,2	26,1	44,3	0,7	17,5	22,3	31,1	31,8	25,0	23,4	46,4	9,8	13,3	24,3	35,2	12,8
CFO	-5,5	8,6	60,9	48,2	-9,5	-35,6	-33,9	48,8	-23,1	-31,9	103,7	10,0	-20,0	-20,0	50,0	124,1
Dług netto	74,6	73,8	24,5	32,2	49,6	97,1	145,4	138,9	175,6	257,0	161,6	140,6	160,6	180,6	130,6	89,5
Dług netto skorg.	74,6	73,8	24,5	-9,9	6,4	52,0	99,3	90,7	119,6	198,7	107,6	82,3	160,6	180,6	130,6	89,5
Przychody zmiana r/r	4,3%	-7,7%	10,6%	10,0%	23,6%	37,2%	13,8%	28,2%	20,6%	13,9%	15,4%	7,6%	-3,0%	-2,0%	-2,8%	-1,4%
UE	-0,1%	-6,6%	14,8%	13,3%	26,7%	39,7%	12,6%	24,2%	20,2%	9,9%	4,9%	4,1%	-3,8%	-2,1%	-2,3%	-1,2%
-Polska	6,8%	-4,9%	19,6%	2,3%	16,9%	32,2%	8,6%	33,4%	20,6%	3,9%	0,3%	-0,5%	-5,5%	-3,3%	-3,2%	-2,3%
-pozostałe kraje UE	-7,5%	-9,0%	8,2%	26,3%	38,8%	50,5%	18,8%	15,5%	19,7%	17,7%	11,4%	9,1%	-2,0%	-0,7%	-1,2%	-0,1%
Europa Wschodnia i Azja	17,9%	-10,7%	2,7%	0,4%	13,1%	24,3%	9,1%	35,2%	13,2%	12,1%	34,7%	8,1%	-12,3%	-11,1%	-9,0%	-8,0%
Ameryka Pn i Płd	4,1%	-0,9%	11,3%	30,8%	32,3%	87,2%	53,5%	31,0%	46,9%	61,3%	27,2%	33,8%	23,8%	25,5%	19,6%	20,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	32,0%	35,2%	36,0%	31,3%	29,8%	28,4%	28,0%	25,4%	32,1%	28,3%	32,5%	29,4%	30,7%	30,5%	30,2%	30,3%
S&GA/przychody	28,2%	25,1%	20,6%	26,8%	24,6%	22,5%	21,1%	24,0%	24,5%	22,9%	20,8%	25,0%	25,5%	23,6%	21,5%	25,5%
Marża EBITDA	6,6%	13,7%	17,5%	7,7%	8,7%	9,0%	9,7%	4,3%	8,7%	7,8%	14,0%	5,8%	7,8%	9,1%	10,6%	6,3%
UE	24,5%	30,2%	34,6%	20,7%	19,9%	20,3%	19,8%	17,5%	20,5%	12,5%	15,3%	14,5%	17,0%	16,0%	15,0%	15,4%
Europa Wschodnia i Azja	8,0%	12,3%	13,1%	8,5%	9,9%	14,6%	10,2%	11,4%	9,1%	21,9%	23,4%	12,7%	14,5%	20,4%	16,8%	13,5%
Ameryka Pn i Płd	8,4%	14,0%	1,3%	8,7%	8,8%	12,0%	7,4%	-3,6%	12,8%	16,2%	8,5%	16,5%	9,4%	18,0%	5,9%	15,2%
Nieprzypisane	-12,4%	-10,2%	-8,6%	-8,3%	-8,0%	-9,1%	-6,3%	-9,6%	-8,5%	-7,7%	-3,6%	-8,3%	-7,7%	-8,2%	-4,1%	-8,5%
Marża EBIT	3,2%	10,9%	15,3%	4,8%	5,7%	6,5%	7,4%	1,8%	6,1%	5,4%	11,9%	3,3%	5,0%	6,7%	8,5%	3,8%
Marża zysku netto	1,8%	8,2%	10,2%	0,2%	5,0%	5,1%	6,3%	7,1%	5,9%	4,7%	8,2%	2,0%	3,3%	5,0%	6,4%	2,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2022P			2023P			2024P		
	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	1 917,9	1 971,4	2,8%	1 918,0	1 925,4	0,4%	1 964,8	1 963,2	-0,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	568,0	603,2	6,2%	563,4	585,2	3,9%	580,5	599,6	3,3%
EBITDA	140,4	182,9	30,3%	135,6	165,2	21,8%	141,0	169,6	20,3%
EBIT	94,5	136,6	44,5%	89,5	118,2	32,0%	95,3	123,1	29,2%
Zysk (strata) netto	77,2	104,6	35,5%	63,1	85,6	35,7%	65,5	88,1	34,5%
Dług (gotówka) netto	184,1	140,6	-23,6%	96,3	89,5	-7,0%	59,8	39,0	-34,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	29,6%	30,6%		29,4%	30,4%		29,5%	30,5%	
Marża EBITDA	7,3%	9,3%		7,1%	8,6%		7,2%	8,6%	
Marża EBIT	4,9%	6,9%		4,7%	6,1%		4,9%	6,3%	
Marża zysku netto	4,0%	5,3%		3,3%	4,4%		3,3%	4,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja z 5.10.2022

Po wynikach 2Q'22 (w drugiej połowie września) zarząd spółki wskazywał, że pomimo presji rynkowej na wolumeny i marże, nie spodziewa się w 2H'22 słabszych wyników r/r (w 3Q'22 wyniki były istotnie wyższe r/r, natomiast 4Q'21 spółka miała około 19 mln PLN). Spółka nie zorganizowała konferencji wynikowej po 3Q'22. W komentarzu prasowym prezes zwrócił m.in. uwagę na nadal spadający popyt, co będzie powodować presje marżową i wolumenową. Jednocześnie spółka chce swoją uwagę koncentrować na rynkach zachodnich (Europa Zachodnia i USA) oraz podtrzymać poprawę kapitału pracującego. Spółka nadal aktywnie szuka celów akwizycyjnych (z rozpoznawalną marką i dostępem do rynku) oraz podkreśla znaczenie „megatrendu” termomodernizacji i renowacji budynków.

Wyniki 3Q'22 były powyżej naszych założeń z października (o ok 30 mln PLN na poziomie EBITDA – zaskoczył głównie rynek Europy Wsch. i Azji). Implikuje to podniesienie przez nas prognoz na 2022 (zrealizowany lepszy wyniki 3Q'22 plus podniesienie nieco założeń na 4Q'22).

Zakładamy, że w 4Q'22 spółka może nadal notować wzrost przychodów na spadającym wolumenowo rynku ze względu na efekt wyższych cen produktów. Spodziewamy się sezonowo niższej marży brutto ze sprzedaży niż w 3Q'22. Ostrożnie przyjmujemy także -5 mln PLN na saldzie pozostałej działalności operacyjnej (utrzymująca się ekspozycja na rynek rosyjski - ryzyko ewentualnych odpisów przy badaniu sprawozdania przez audytora). Mimo to oczekujemy, że EBITDA nie powinna być słabsza r/r.

Nie zmieniamy istotnie naszych prognoz przychodowych na kolejne lata. Podwyższamy nieco estymowany poziom marży brutto ze sprzedaży (niższa krzywa forward ropy Brent) oraz obniżamy w nieznacznym stopniu prognozowany stosunek kosztów SG&A do przychodów (spowolnienie dynamiki płac). Implikuje to podniesienie naszych oczekiwań na lata 2023-24. Podtrzymujemy jednocześnie założenie, że wyniki 2023 mogą być słabsze niż 2022 (główne ryzyko to naszym zdaniem ekspozycja na rynki wschodnie).

W modelu uwzględniamy w 2023 roku rolowanie (poprzednio spłatę) pożyczek udzielonych głównemu akcjonariuszowi (54 mln PLN wg stanu na 3Q'22) na kolejne 2 lata. Przyjmujemy spłatę w 2025, obecnie spółka nie ma większych potrzeb kapitałowych, zakładamy, że pożyczka nie byłaby rolowana w sytuacji, gdyby spółka finalizowała jakieś większe transakcje M&A.

Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży	1 326,5	1 384,7	1 728,4	1 971,4	1 925,4	1 963,2	1 988,8	2 013,2	2 030,6	2 048,5	2 066,8	2 084,6	2 104,3
UE	838,7	884,7	1 103,5	1 206,4	1 178,1	1 208,4	1 222,9	1 234,5	1 246,1	1 257,8	1 269,7	1 281,6	1 293,8
-Polska	468,4	498,5	604,9	636,3	613,7	626,9	632,6	638,3	643,9	649,6	655,4	661,2	667,2
-pozostałe kraje UE	370,3	386,2	498,5	570,1	564,4	581,6	590,3	596,2	602,2	608,2	614,3	620,4	626,6
Europa Wschodnia i Azja	411,5	414,7	498,8	587,2	529,8	508,2	507,0	506,8	507,2	507,9	508,6	508,7	510,3
Ameryka Pn i Pld	76,3	85,3	126,0	177,7	217,5	246,6	258,9	271,9	277,3	282,8	288,5	294,3	300,2
Zysk brutto ze sprzedaży	397,5	468,1	479,7	603,2	585,2	599,6	601,2	606,4	612,4	625,6	631,2	631,6	633,5
SG&A	324,9	342,8	396,3	456,6	459,5	469,0	475,6	482,0	486,8	491,8	496,9	501,9	507,3
Saldo PPO/PKO	-9,1	1,9	9,3	-10,0	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5
EBITDA	101,8	165,7	136,8	182,9	165,2	169,6	164,4	163,3	164,5	172,7	173,4	168,9	165,6
UE	174,7	248,2	213,9	188,5	186,5	191,6	184,4	181,5	182,2	190,5	190,3	184,7	180,1
Europa Wschodnia i Azja	43,4	44,9	57,8	104,9	86,7	85,4	82,6	81,9	82,6	86,9	87,3	85,1	83,7
Ameryka Pn i Pld	7,1	6,4	7,4	23,9	26,6	31,0	31,5	32,9	33,8	36,2	37,1	36,8	36,8
Nieprzypisane	-123,4	-133,8	-142,4	-134,5	-134,7	-138,3	-134,0	-133,1	-134,1	-140,8	-141,3	-137,7	-135,0
EBIT	63,6	127,2	92,7	136,6	118,2	123,1	118,1	116,9	118,1	126,2	126,7	122,1	118,7
Saldo finansowe	-7,1	-33,4	-6,8	-7,5	-13,6	-15,5	-13,3	-11,4	-9,8	-8,2	-7,0	-5,9	-4,1
Zysk brutto	56,9	95,3	88,4	132,0	107,4	110,5	107,7	108,4	111,2	121,0	122,7	119,3	117,7
Zysk netto	39,5	76,2	102,7	104,6	85,6	88,1	85,9	86,5	88,7	96,5	97,9	95,2	93,9
CFO	135,9	112,3	-30,2	58,6	134,1	128,0	132,0	131,1	133,5	139,7	139,8	136,0	133,1
Dług netto	72,9	32,2	138,9	140,6	89,5	39,0	-70,5	-105,8	-144,4	-189,4	-183,4	-173,2	-163,9
Dług netto skoryg.*	72,9	-9,9	90,7	82,3	89,5	39,0	-70,5	-105,8	-144,4	-189,4	-183,4	-173,2	-163,9
Przychody zmiana r/r	8,0%	4,4%	24,8%	14,1%	-2,3%	2,0%	1,3%	1,2%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
UE	5,6%	5,5%	24,7%	9,3%	-2,4%	2,6%	1,2%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	1,0%
-Polska	6,3%	6,4%	21,3%	5,2%	-3,6%	2,1%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
-pozostałe kraje UE	4,6%	4,3%	29,1%	14,4%	-1,0%	3,1%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Europa Wschodnia i Azja	12,9%	0,8%	20,3%	17,7%	-9,8%	-4,1%	-0,2%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,3%
Ameryka Pn i Pld	10,6%	11,9%	47,7%	41,0%	22,4%	13,4%	5,0%	5,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	30,0%	33,8%	27,8%	30,6%	30,4%	30,5%	30,2%	30,1%	30,2%	30,5%	30,5%	30,3%	30,1%
SG&A/przychody	24,5%	24,8%	22,9%	23,2%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	24,0%	24,0%	24,0%	24,1%	24,1%
Marża EBITDA	7,7%	12,0%	7,9%	9,3%	8,6%	8,6%	8,3%	8,1%	8,1%	8,4%	8,4%	8,1%	7,9%
UE	20,8%	28,0%	19,4%	15,6%	15,8%	15,9%	15,1%	14,7%	14,6%	15,1%	15,0%	14,4%	13,9%
Europa Wschodnia i Azja	10,5%	10,8%	11,6%	17,9%	16,4%	16,8%	16,3%	16,2%	16,3%	17,1%	17,2%	16,7%	16,4%
Ameryka Pn i Pld	9,3%	7,5%	5,9%	13,5%	12,2%	12,6%	12,2%	12,1%	12,2%	12,8%	12,8%	12,5%	12,3%
Nieprzypisane	-9,3%	-9,7%	-8,2%	-6,8%	-7,0%	-7,0%	-6,7%	-6,6%	-6,6%	-6,9%	-6,8%	-6,6%	-6,4%
Marża EBIT	4,8%	9,2%	5,4%	6,9%	6,1%	6,3%	5,9%	5,8%	5,8%	6,2%	6,1%	5,9%	5,6%
Marża zysku netto	3,0%	5,5%	5,9%	5,3%	4,4%	4,5%	4,3%	4,3%	4,4%	4,7%	4,7%	4,6%	4,5%

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

DANE FINANSOWE

	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Bilans [mln PLN]												
Aktywa trwałe	373	368	364	364	366	369	371	374	378	381	384	388
Wartości niematerialne i prawne	49	39	37	35	34	33	32	32	31	31	31	31
Rzeczowe aktywa trwałe	243	261	256	255	256	256	257	258	258	259	259	260
Nieruchomości inwestycyjne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa trwałe	81	68	71	74	76	79	82	85	88	91	94	97
Aktywa obrotowe	553	740	875	884	918	954	975	1 001	1 042	1 023	995	969
Zapasy	193	280	335	313	311	308	310	314	325	328	326	325
Należności krótkoterminowe	293	364	423	427	435	441	446	450	454	458	462	466
Inwestycje krótkoterminowe	68	96	117	145	172	205	219	238	263	237	207	178
- w tym środki pieniężne	55	39	49	76	103	190	205	223	248	222	192	164
Pozostałe aktywa obrotowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktywa razem	926	1 109	1 239	1 248	1 284	1 322	1 346	1 376	1 419	1 404	1 379	1 357
Kapitał (fundusz) własny	523	601	706	765	832	896	939	985	1 037	1 038	1 035	1 034
Kapitał mniejszości	1	1	1	2	2	2	2	3	3	3	4	4
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	402	507	532	482	450	425	405	388	380	363	340	319
Rezerwy na zobowiązania	36	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
Zobowiązania długoterminowe	35	70	85	65	45	25	4	4	4	4	4	4
- w tym zobowiązania oprocentowane	33	66	81	61	41	21	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	332	406	417	386	375	369	370	354	345	328	305	285
- w tym zobowiązania oprocentowane	54	112	109	105	102	99	99	79	59	39	19	0
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasywa razem	926	1 109	1 239	1 248	1 284	1 322	1 346	1 376	1 419	1 404	1 379	1 357
Rachunek zysków i strat [mln PLN]												
Przychody netto ze sprzedaży	1 385	1 728	1 971	1 925	1 963	1 989	2 013	2 031	2 049	2 067	2 085	2 104
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	468	480	603	585	600	601	606	612	626	631	632	634
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	343	396	457	460	469	476	482	487	492	497	502	507
Zysk (strata) na sprzedaży	125	83	147	126	131	126	124	126	134	134	130	126
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	2	9	-10	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8
EBITDA	166	137	183	165	170	164	163	164	173	173	169	166
EBIT	127	93	137	118	123	118	117	118	126	127	122	119
Saldo działalności finansowej	-33	-7	-7	-14	-15	-13	-11	-10	-8	-7	-6	-4
Zysk (strata) brutto	95	88	132	107	110	108	108	111	121	123	119	118
Zysk (strata) netto mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	76	103	105	86	88	86	86	89	96	98	95	94
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
CF [mln PLN]												
Przepływy z działalności operacyjnej	112	-30	59	134	128	132	131	133	140	140	136	133
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-73	-36	-46	-44	-45	9	-45	-45	-46	-46	-46	-47
Przepływy z działalności finansowej	-70	49	-3	-62	-56	-54	-71	-69	-69	-120	-120	-115
Przepływy pieniężne netto	-31	-17	10	28	27	87	14	19	25	-26	-30	-28
Środki pieniężne na początek okresu	86	55	39	49	76	103	190	205	223	248	222	192
Środki pieniężne na koniec okresu	55	39	49	76	103	190	205	223	248	222	192	164
Wskaźniki												
Przychody zmiana r/r	4%	25%	14%	-2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	63%	-17%	34%	-10%	3%	-3%	-1%	1%	5%	0%	-3%	-2%
Zysk netto zmiana r/r	93%	35%	2%	-18%	3%	-3%	1%	3%	9%	1%	-3%	-1%
Marża brutto na sprzedaży	33,8%	27,8%	30,6%	30,4%	30,5%	30,2%	30,1%	30,2%	30,5%	30,5%	30,3%	30,1%
Marża EBITDA	12,0%	7,9%	9,3%	8,6%	8,6%	8,3%	8,1%	8,1%	8,4%	8,4%	8,1%	7,9%
Marża EBIT	9,2%	5,4%	6,9%	6,1%	6,3%	5,9%	5,8%	5,8%	6,2%	6,1%	5,9%	5,6%
Marża netto	5,5%	5,9%	5,3%	4,4%	4,5%	4,3%	4,3%	4,4%	4,7%	4,7%	4,6%	4,5%
SG&A / przychody	24,8%	22,9%	23,2%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	24,0%	24,0%	24,0%	24,1%	24,1%
ROE	14,6%	17,1%	14,8%	11,2%	10,6%	9,6%	9,2%	9,0%	9,3%	9,4%	9,2%	9,1%
ROA	8,2%	9,3%	8,4%	6,9%	6,9%	6,5%	6,4%	6,4%	6,8%	7,0%	6,9%	6,9%
Dług	87	178	189	166	142	120	99	79	59	39	19	0
D / (D+E)	14,3%	22,8%	21,2%	17,8%	14,6%	11,8%	9,5%	7,4%	5,4%	3,6%	1,8%	0,0%
D / E	16,7%	29,6%	26,8%	21,7%	17,1%	13,4%	10,5%	8,0%	5,7%	3,8%	1,8%	0,0%
Dług / kapitał własny	16,7%	29,6%	26,8%	21,7%	17,1%	13,4%	10,5%	8,0%	5,7%	3,8%	1,8%	0,0%
Dług netto	32	139	141	90	39	-71	-106	-144	-189	-183	-173	-164
Dług netto / kapitał własny	0,04	0,15	0,15	0,10	0,04	-0,08	-0,11	-0,15	-0,20	-0,20	-0,19	-0,18
Dług netto / EBITDA	0,2	1,0	0,8	0,5	0,2	-0,4	-0,6	-0,9	-1,1	-1,1	-1,0	-1,0
EV	537	617	619	568	517	408	372	334	289	295	305	314
Dług / EV	16,2%	28,8%	30,6%	29,2%	27,5%	29,4%	26,6%	23,7%	20,4%	13,2%	6,2%	0,0%
CAPEX / Przychody	2,4%	1,9%	2,0%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
CAPEX / Amortyzacja	86,2%	73,9%	84,3%	94,9%	98,2%	99,0%	99,6%	100,0%	100,3%	100,6%	100,9%	101,0%
Zmiana KO / Przychody	-2,1%	8,8%	5,2%	0,4%	0,8%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-50,5%	44,0%	42,1%	-17,0%	39,2%	25,1%	25,1%	25,1%	25,1%	25,1%	25,1%	25,1%
P/E*	6,6	4,7	4,6	5,6	5,4	5,6	5,5	5,4	5,0	4,9	5,0	5,1
P/BV*	1,0	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA*	3,2	4,5	3,4	3,4	3,0	2,5	2,3	2,0	1,7	1,7	1,8	1,9
EV/EBIT*	4,2	6,7	4,5	4,8	4,2	3,5	3,2	2,8	2,3	2,3	2,5	2,6
EV/S*	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
DPS	0,0	0,0	0,0	1,2	1,0	1,0	2,0	2,0	2,0	4,5	4,5	4,4
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	25,0%	25,0%	50,0%	50,0%	50,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 22,10 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

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

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

Krzysztof Tkocz

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

Anna Tobiasz

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

Kajetan Sroczyński

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 38
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 spółki:

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

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

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

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprecentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'22*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	8	62%	1	100%
Akumuluj	2	15%	0	0%
Trzymaj	2	15%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	1	8%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie 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.

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

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

Data sporządzenia materiału: 2022-11-25

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2022-11-25 (12:15 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2022-11-25 (12:15 CEST).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ 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 2022-11-25:

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

*BDM jest stroną „UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUG PRZYGOTOWANIA RAPORTÓW ANALITYCZNYCH” zawartej z GPW.

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.