



Dom Maklerski BDM S.A.

SELENA FM

RAPORT ANALITYCZNY

Wznowiamy wydawanie rekomendacji dla Seleny od zalecenia KUPUJ z ceną docelową 44,3 PLN/akcję, czyli 58% powyżej obecnej ceny rynkowej. Spółka jest jednym z czterech największych na świecie producentów piany montażowej do budownictwa z ugruntowaną pozycją na perspektywnym rynku polskim i wschodnioeuropejskim (gł. Rosja). Nieoczekiwanie branża materiałów budowlanych okazała się beneficjentem pandemii i koniunktury remontowej w otoczeniu ograniczonej dostępności usług. W przypadku popytu dalej nie widać wyraźnych sygnałów osłabienia, a rekordowa liczba rozpoczętych budów mieszkań dobrze wróży sprzedaży spółki w 2023 roku. Z drugiej strony ceny surowców strategicznych, po silnym wzroście w 1H'21, ustabilizowały się, przez co 2Q'21 może wyznaczyć dołek rentowności.

Selena to producent i dystrybutor chemii budowlanej ze sprzedażą do blisko 100 krajów na świecie i dominującym udziałem rynku polskiego/rosyjskiego (blisko 50% udziału w przychodach). Firma istnieje od 1992 roku, a od 2008 jest notowana na GPW.

Spółka przygotowana na kolejne M&A. W latach 2008-2013 rozwój spółki opierał się na przejęciach, a Selena podwoiła przychody w 3 lata od debiutu przekraczając 1 mld obrotów w 2011 roku. Kolejne lata uwiarydliły problemy przejętych podmiotów i przyniosły porządkowanie GK. Okres 2017-2018 to z kolei wyzwanie wobec drogiej surowców, a 2020-2021 boom mieszkaniowy i osiągnięcie kolejnego kroku milowego 1,5 mld PLN przychodów. Po rekordowych wynikach w 2020 roku, oddłużeniu i wysokiej generacji FCF spółka jest przygotowana na kolejne przejęcia, a potencjalny budżet to aż 100 mln EUR. Obecnie celem mają być firmy posiadające istotne marki i udziały w lokalnym rynku. Wg zarządu do pierwszej transakcji może dojść w 2022 roku.

Rekordowy 2020 trudny do powtórzenia, ale... Na rekordowe wyniki w 2020 roku złożyła się nie tylko świetna koniunktura remontowa po okresie lockdownów w kwietniu-maju'20, ale przede wszystkim tanie ropopochodne surowce (m.in. MDI, poliоле). Dzięki temu spółka wygenerowała blisko 34% marżę brutto, prawie osiągając swój cel strategiczny 35%. W 2021 rok spółka weszła z drastycznymi podwyżkami surowców i okresowymi problemami z ich dostępnością, co wpłynie na wyniki 2Q'21 i kolejnych kwartałów. Stąd oczekujemy spadku marży brutto w okolice 29% czyli do poziomu rentowności, jaki spółka generowała w latach drogiej surowców.

... **pozytywnie zaskakuje sprzedaż, a wysoka generacja FCF daje duży komfort.** W latach 2019-2020 spółka wygenerowała ok. 190 mln PLN wolnych przepływów pieniężnych czyli blisko 30% bieżącej kapitalizacji, co pozwoliło oddłużyć firmę z ok. 1,5x EBITDA do praktycznie gotówki netto na koniec 2020 (po uwzględnieniu pożyczki do Elis).

Mieszkaniówka to obecnie najbardziej rozgrzany segment budownictwa. W 2020 roku w Polsce oddano rekordowe 221 tys. mieszkań, a 2Q'21 przyniósł rekordowy kwartał pod względem rozpoczętych budów (blisko 81 tys. nowych inwestycji). Powinno się to istotnie przełożyć na przychody spółki w perspektywie 1-2 lat.

Wśród potencjalnych zagrożeń... wskazujemy na wysokie ceny surowców strategicznych i okresowe problemy z ich dostępnością, osłabienie koniunktury w budownictwie po pandemii, silną międzynarodową konkurencją czy transakcje M&A, do których inwestorzy zawsze podchodzą z dużą rezerwą.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody [mln PLN] | 1 228,0 | 1 326,5 | 1 384,7 | 1 637,3 | 1 530,6 | 1 612,7 |
| EBITDA adj. [mln PLN] | 95,5 | 106,7 | 160,9 | 137,1 | 114,5 | 142,4 |
| EBITDA [mln PLN] | 80,3 | 101,8 | 165,7 | 139,2 | 114,5 | 142,4 |
| EBIT [mln PLN] | 52,3 | 63,6 | 127,2 | 98,0 | 71,6 | 94,5 |
| Wynik netto [mln PLN] | 26,6 | 39,5 | 76,2 | 67,0 | 47,2 | 68,8 |
| P/BV | 1,5 | 1,4 | 1,2 | 1,1 | 1,0 | 0,9 |
| P/E | 24,0 | 16,2 | 8,4 | 9,5 | 13,5 | 9,3 |
| EV/EBITDA | 9,5 | 7,0 | 4,1 | 4,5 | 4,9 | 3,8 |
| EV/EBIT | 14,5 | 11,2 | 5,3 | 6,3 | 7,9 | 5,7 |
| DPS w okresie | 0,3 | 0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,6 | 0,8 |
| DY | 1,1% | 1,1% | 0,0% | 0,0% | 2,1% | 3,0% |

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

KUPUJ

(WZNOWIENIE REKOMENDACJI)

WYCENA 44,3 PLN

7 WRZEŚNIA 2021, 17:30 CEST

| | |
|-------------------------------|-------|
| Wycena końcowa [PLN] | 44,3 |
| Potencjał do wzrostu / spadku | 58,2% |
| Koszt kapitału | 8,00% |
| Cena rynkowa [PLN] | 28,00 |
| Kapitalizacja [mln PLN] | 639,4 |
| Ilość akcji [mln. szt.] | 22,8 |
| Cena maksymalna za 6 mc [PLN] | 28,4 |
| Cena minimalna za 6 mc [PLN] | 20,5 |
| Stopa zwrotu za 3 mc | 20,2% |
| Stopa zwrotu za 6 mc | 52,6% |
| Stopa zwrotu za 9 mc | 66,7% |
| Akcjonariat (% głosów): | |
| Syrius Investments S.a.r.l | 81,3% |
| TFI Quercus | 5,0% |
| Pozostali | 13,7% |

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.

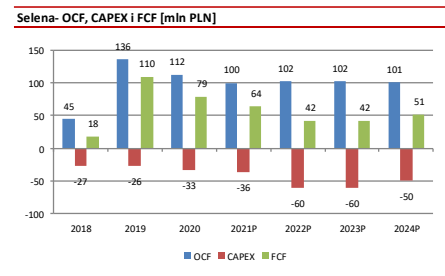
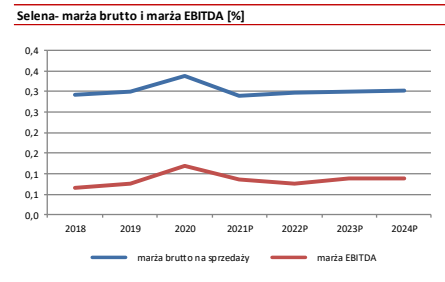
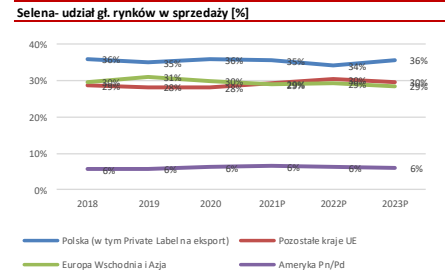
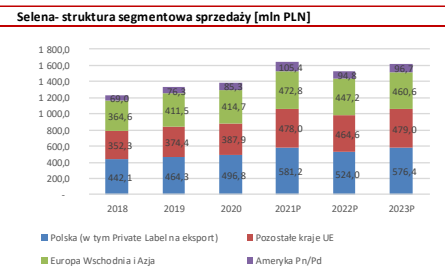
Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM. Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

SPIS TREŚCI:

| | |
|---|----|
| WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE | 3 |
| WYCENA I PODSUMOWANIE | 4 |
| KONIUNKTURA REMONTOWA TRWA: DUŻE WZROSTY SPRZEDAŻY PRODUCENTÓW MAT. BUDOWLANYCH | 4 |
| SUROWCE DROŻEJĄ OD 4Q'20, ALE W 3Q'21 STABILIZACJA I LEKKIE SPADKI POLIOLI | 4 |
| WYCENA DCF | 5 |
| WYCENA PORÓWNAWCZA | 8 |
| MODEL BIZNESOWY | 9 |
| PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE | 9 |
| PRZYCHODY/PRODUKTY | 9 |
| SEZONOWOŚĆ SPRZEDAŻY | 10 |
| KOSZTY/SUROWCE | 10 |
| KONKURENCJA | 11 |
| BUDOWA GRUPY KAPITAŁOWEJ/PRZEJĘCIA | 12 |
| CELE STRATEGICZNE | 12 |
| OTOCZENIE RYNKOWE | 13 |
| OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE NA GŁ. RYNKACH | 13 |
| RYNEK BUDOWLANY W POLSCE I ROSJI | 14 |
| BUDOWNICTWO MIESZKANIOWE W POLSCE I ROSJI | 14 |
| ESTYMATORY SPRZEDAŻY | 16 |
| SUROWCE | 16 |
| PROGNOZA WYNIKÓW NA 2Q'21 | 18 |
| PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY | 19 |

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

| Rachunek wyników [mln PLN] | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Przychody ze sprzedaży | 1 228,0 | 1 326,5 | 1 384,7 | 1 637,3 | 1 530,6 | 1 612,7 | 1 663,0 |
| UE | 794,4 | 838,7 | 884,7 | 1 059,1 | 988,6 | 1 055,4 | 1 090,0 |
| w tym Polska* | 442,1 | 464,3 | 496,8 | 581,2 | 524,0 | 576,4 | 605,2 |
| Europa Wschodnia i Azja | 364,6 | 411,5 | 414,7 | 472,8 | 447,2 | 460,6 | 474,4 |
| Ameryka Pn. i Pd. | 69,0 | 76,3 | 85,3 | 105,4 | 94,8 | 96,7 | 98,7 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 357,9 | 397,5 | 468,1 | 474,4 | 452,3 | 482,8 | 501,9 |
| marża brutto na sprzedaży | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| koszty SG&A | 293,0 | 324,9 | 342,8 | 378,6 | 380,8 | 388,3 | 403,2 |
| % sprzedaży | 23,9% | 24,5% | 24,8% | 23,1% | 24,9% | 24,1% | 24,2% |
| PDO i utrata wartości | -12,6 | -9,1 | 1,9 | 2,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBITDA | 80,3 | 101,8 | 165,7 | 139,2 | 114,5 | 142,4 | 147,8 |
| marża EBITDA | 6,5% | 7,7% | 12,0% | 8,5% | 7,5% | 8,8% | 8,9% |
| EBITDA adj. | 95,5 | 106,7 | 160,9 | 137,1 | 114,5 | 142,4 | 147,8 |
| marża EBITDA adj. | 7,8% | 8,0% | 11,6% | 8,4% | 7,5% | 8,8% | 8,9% |
| EBIT | 52,3 | 63,6 | 127,2 | 98,0 | 71,6 | 94,5 | 98,7 |
| przychody finansowe | 5,8 | 5,6 | 7,4 | 7,2 | 6,9 | 1,0 | 1,0 |
| koszty finansowe | 21,3 | 12,7 | 40,8 | 14,3 | 12,9 | 0,0 | 0,0 |
| Zysk brutto | 37,3 | 56,9 | 95,3 | 90,3 | 65,6 | 95,6 | 99,7 |
| podatek | 10,6 | 17,2 | 18,9 | 23,4 | 18,4 | 26,8 | 27,9 |
| Zysk netto j. dom. | 26,6 | 39,5 | 76,2 | 67,0 | 47,2 | 68,8 | 71,8 |
| marża zysku netto | 2,2% | 3,0% | 5,5% | 4,1% | 3,1% | 4,3% | 4,3% |
| Bilans [mln PLN] | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P |
| Aktywa trwałe | 302,7 | 323,6 | 372,8 | 331,7 | 348,8 | 360,9 | 361,8 |
| RAT | 211,6 | 235,6 | 243,3 | 241,3 | 258,4 | 270,5 | 271,4 |
| WNIP i wartość firmy | 55,5 | 52,5 | 48,9 | 48,1 | 48,1 | 48,1 | 48,1 |
| Aktywa finansowe/inne | 35,6 | 35,5 | 80,6 | 42,3 | 42,3 | 42,3 | 42,3 |
| Aktywa obrotowe | 492,5 | 525,1 | 553,2 | 685,6 | 625,8 | 645,8 | 683,2 |
| Zapasy | 180,9 | 150,2 | 192,7 | 203,2 | 203,7 | 214,7 | 232,4 |
| Należności | 217,9 | 237,9 | 251,9 | 263,9 | 264,6 | 278,7 | 287,4 |
| Środki pieniężne i ekwiwalenty | 45,5 | 85,7 | 55,0 | 125,1 | 104,0 | 96,9 | 106,6 |
| Pozostałe | 48,2 | 51,4 | 53,6 | 93,4 | 53,5 | 55,5 | 56,8 |
| Aktywa razem | 795,3 | 848,7 | 926,0 | 1 017,3 | 974,5 | 1 006,7 | 1 045,0 |
| Kapitał własny j. dom. | 425,3 | 458,3 | 522,8 | 592,7 | 626,2 | 676,1 | 706,6 |
| Zobowiązania długoterminowe | 132,7 | 103,2 | 46,9 | 40,4 | 31,1 | 14,2 | 14,2 |
| Oprocentowane | 121,8 | 93,1 | 33,3 | 26,2 | 16,9 | 0,0 | 0,0 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 236,7 | 286,4 | 355,4 | 383,4 | 316,3 | 315,5 | 323,3 |
| Oprocentowane | 43,1 | 65,4 | 53,9 | 81,1 | 13,5 | 0,0 | 0,0 |
| Zobowiązania handlowe | 132,1 | 144,0 | 187,3 | 182,9 | 183,4 | 193,2 | 199,2 |
| Pozostałe zobowiązania i rezerwy | 61,5 | 77,0 | 114,2 | 119,3 | 119,5 | 122,3 | 124,1 |
| Pasywa razem | 106,2 | 107,1 | 107,9 | 117,4 | 127,9 | 136,0 | 142,0 |
| Cash Flow [mln PLN] | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P |
| Przepływy z dział. operacyjnej | 44,5 | 135,9 | 112,3 | 99,9 | 102,4 | 102,2 | 101,0 |
| Amortyzacja | 28,0 | 38,3 | 38,5 | 41,7 | 42,9 | 47,9 | 49,1 |
| Kapitał obrotowy | -28,8 | 43,5 | -20,5 | -28,7 | -0,7 | -14,5 | -19,9 |
| Przepływy z dział. inwestycyjnej | -24,9 | -28,0 | -72,9 | -36,3 | -20,0 | -60,0 | -50,0 |
| CAPEX | -26,6 | -26,3 | -33,2 | -35,8 | -60,0 | -60,0 | -50,0 |
| Przepływy z dział. finansowej | -27,2 | -67,8 | -70,4 | 6,5 | -103,5 | -49,3 | -41,3 |
| Zmiana zadłużenia | -9,1 | -42,0 | -53,5 | 22,6 | -76,9 | -30,4 | 0,0 |
| Dywidenda | -6,9 | -6,9 | 0,0 | 0,0 | -13,7 | -18,9 | -41,3 |
| Odsetki/leasing | -12,0 | -19,1 | -17,3 | -16,1 | -12,9 | 0,0 | 0,0 |
| Zmiana środków pieniężnych | -7,5 | 40,1 | -31,0 | 70,1 | -21,1 | -7,1 | 9,7 |
| Środki pieniężne | 45,5 | 85,7 | 55,0 | 125,1 | 104,0 | 96,9 | 106,6 |
| Dynamiki (%) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P |
| Przychody | 4,2% | 8,0% | 4,4% | 18,2% | -6,5% | 5,4% | 3,1% |
| EBITDA | 16,0% | 26,9% | 62,7% | -16,0% | -17,8% | 24,4% | 3,8% |
| EBITDA adj. | 38,0% | 11,7% | 50,8% | -14,8% | -16,5% | 24,4% | 3,8% |
| Zysk netto | 290,0% | 48,5% | 93,0% | -12,2% | -29,5% | 45,7% | 4,3% |
| Wybrane dane i wskaźniki** | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P |
| Liczba akcji (mln) | 22,8 | 22,8 | 22,8 | 22,8 | 22,8 | 22,8 | 22,8 |
| ROE | 6,3% | 8,6% | 14,6% | 11,3% | 7,5% | 10,2% | 10,2% |
| ROA | 3,3% | 4,7% | 8,2% | 6,6% | 4,8% | 6,8% | 6,9% |
| Dług netto [mln PLN] | 119,4 | 72,8 | 32,2 | -17,8 | -73,5 | -96,9 | -106,6 |
| /EBITDA 12m | 1,5 | 0,7 | 0,2 | -0,1 | -0,6 | -0,7 | -0,7 |
| Wskaźnik wypłaty dywidendy | 100,4% | 25,8% | 0,0% | 0,0% | 20,5% | 40,0% | 60,0% |
| DPS w okresie (PLN) | 0,30 | 0,30 | 0,00 | 0,00 | 0,60 | 0,83 | 1,81 |
| Stopa dywidendy | 1,1% | 1,1% | 0,0% | 0,0% | 2,1% | 3,0% | 6,5% |
| P/E (x) | 24,0 | 16,2 | 8,4 | 9,5 | 13,5 | 9,3 | 8,9 |
| P/BV (x) | 1,5 | 1,4 | 1,2 | 1,1 | 1,0 | 0,9 | 0,9 |
| EV/EBITDA (x) | 9,5 | 7,0 | 4,1 | 4,5 | 4,9 | 3,8 | 3,6 |
| EV/EBIT (x) | 14,5 | 11,2 | 5,3 | 6,3 | 7,9 | 5,7 | 5,4 |



Czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji

- 1) Wysokie ceny surowców strategicznych: MDI i polioli oraz problemy z ich dostępnością (przez surowce spodziewamy się obniżenia marży brutto na sprzedaży o ok. 4 p.p. do poziomu 29% czyli wartości z okresów wysokich cen 2017-2018);
- 2) Ryzyko związane z sytuacją makroekonomiczną, koniunkturą w budownictwie i sezonowością przychodów (osłabienie popytu wskutek wysokich cen materiałów budowlanych);
- 3) Silna konkurencja (na rynkach, którym działa spółka istnieje silna konkurencja w postaci dużych, międzynarodowych firm oferujących szeroką gamę produktów);
- 4) Niestabilność rynków Europy Wschodniej i azjatyckich (znaczną część sprzedaży na rynkach Wschodniej Europy, które są niestabilne i mało przejrzyste);
- 5) Ryzyko związane z transakcjami M&A (spółka w minionych latach służyła z transakcji przejęć, które chłodno były odbierane przez inwestorów, a zarząd zapowiedział kolejne transakcje);
- 6) Ryzyko kursowe (w związku z działalnością na wielu różnicowanych geograficznie rynkach dochodzi ryzyko 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 - spłacone, a w 2020 roku 40 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 28,0 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 2021-2030 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 42,9 PLN. Natomiast wycena porównawcza do krajowych producentów materiałów budowlanych oraz zagranicznych podmiotów z obszaru chemii budowlanej, oparta na prognozach wyników na lata 2021 – 2023 dała wartość 1 akcji na poziomie 45,7 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 44,3 PLN, czyli 58% powyżej obecnej ceny rynkowej.**

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

| | | mIn PLN | PLN/akcję | Potencjał |
|----------------------------|-----------------------|----------------|-------------|--------------|
| A | Wycena DCF | 978,8 | 42,9 | 53,1% |
| B | Wycena porównawcza | 1 044,3 | 45,7 | 63,3% |
| C = (50%*A + 50%*B) | Wycena końcowa | 1 011,6 | 44,3 | 58,2% |

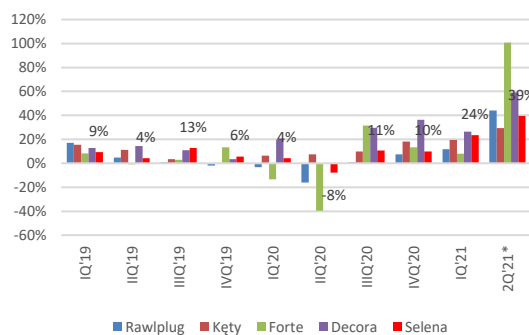
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Selena jest producentem i dystrybutorem chemii budowlanej ze sprzedażą do blisko 100 krajów na świecie i dominującym udziałem rynku polskiego/rosyjskiego (blisko 50% udziału w przychodach). Firma istnieje od 1992 roku, a od 2008 jest notowana na GPW z maksymalną kapitalizacją ok. 640 mln PLN (wrzesień'21).

Koniunktura remontowa trwa: duże wzrosty sprzedaży producentów mat. budowlanych

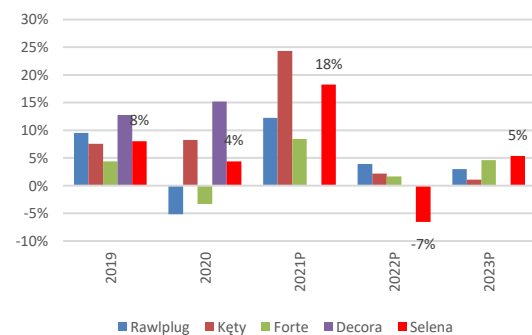
Spółka nieoczekiwanie stała się beneficjentem pandemii i koniunktury remontowej w otoczeniu ograniczonej dostępności usług po lockdownach. W 2Q'21 spółki z branży mat. budowlanych prezentowały wysokie dynamiki wzrostu przychodów z medianą powyżej +40% r/r, a dwucyfrowy wzrost utrzymuje się już od trzech kwartałów.

Dynamika wzrostu przychodów (mat. budowlane PL)- kwartalna [% r/r]*



Źródło: DM BDM, spółki. *- dla Seleny prognoza własna 2Q'21

Dynamika wzrostu przychodów (mat. budowlane PL)- roczna [% r/r]*

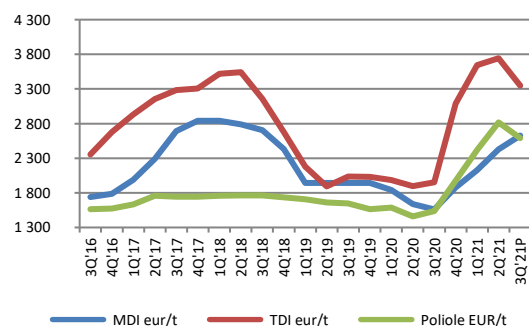


Źródło: DM BDM, spółki. Bloomberg *- dla Seleny prognoza własna.

Surowce drożeją od 4Q'20, ale w 3Q'21 stabilizacja i lekkie spadki polioli

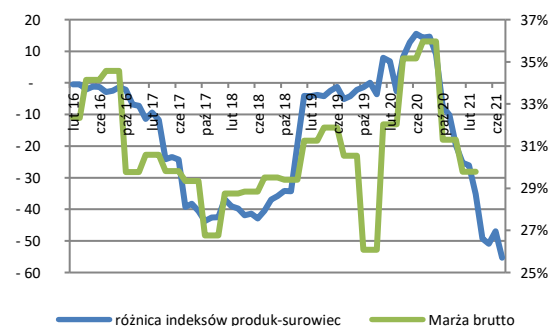
Od końca 2020 roku obserwowany jest dynamiczny wzrost kosztów surowców strategicznych w tym MDI, polioli czy silikonów g. w związku z ograniczoną dostępnością (force majeure dostawców). W 3Q'21 widać stabilizację i lepszą dostępność, co powinno pozytywnie wpływać na marżę. Tym samym 2Q'21 w naszej opinii może wyznaczyć dółek rentowności i kolejne kwartały powinny być już lepsze pod tym względem.

Notowania MDI, TDI i polioli [EUR/t]*



Źródło: DM BDM, Bloomberg. *- MDI do budownictwa, TDI do meblarstwa

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



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

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 (3,0%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,0.

Główne założenia w modelu:

Przychody (wolumeny, ceny, waluty)

Oczekujemy wysokiej dynamiki wzrostu przychodów w 1H'21 (powyżej +30% r/r- niska baza przez pandemię) i słabszej w 2H'21 (poniżej +10% r/r). W kolejnych kwartałach sprzedaż uzależniamy od tempa wzrostu nowych inwestycji mieszkaniowych w Polsce i Rosji, co oznacza potencjalny słabszy popyt na produkty spółki w 2022 roku i mocny w 2023 roku. Szacujemy zdolności produkcyjne spółki na poziomie 1,8-2,0 mld PLN i nie zakładamy ich pełnego wykorzystania.

W długim terminie przyjmujemy ok. +2% r/r wzrost sprzedaży na rynku polskim i obu Ameryk, +3% na rynkach Europy Wschodniej i 0,5% r/r w pozostałych krajach UE (średnio ok. +2% r/r).

Benchmarkiem dla cen produktów spółki jest dla nas indeks chemii budowlanej publikowany przez PSB. W lipcu średnie ceny chemii budowlanej wzrosły o 5,5% r/r, a w całym 2021 będzie to wzrost na poziomie ok. 11% r/r, co nie pozwoli utrzymać marż na ubiegłorocznym wysokim poziomie. W 2022 roku oczekujemy lekkich spadków cen w ślad za surowcami (poprawa marży) i stabilnych w kolejnych latach.

Waluty, gł. EUR/PLN przyjmujemy zgodnie z aktualną krzywą futures.

Koszty (surowców, pracy) i marże

Ceny kluczowych surowców (MDI/polioli) od 4Q'21 uzależniamy od notowań ropy naftowej Brent (w EUR) z historycznym wskaźnikiem korelacji (0,74x dla MDI i 0,59x dla polioli), co oznacza lekki spadek kosztów po rekordowym 2021 roku.

Oczekujemy, że rekordowo drogie surowce w 2021 roku, mimo znaczących podwyżek cen produktów, przyczynią się do spadku marży brutto w okolicę poziomów notowanych w analogicznych latach drogie surowców w 2017-2018 roku (ok. 28%-29% marży brutto).

W najbliższych latach oczekujemy ok. 3% r/r wzrostu średnich wynagrodzeń i utrzymanie zatrudnienia z końca 2020 roku (1842 os.).

Koszty SG&A

Przyjmujemy utrzymanie historycznej relacji kosztów sprzedaży/przychodów na poziomie 17%. W przypadku kosztów zarządu oczekujemy ich corocznego wzrostu o ok. 3% r/r.

CAPEX, M&A

W 2021 roku spółka planuje wydać na inwestycje 35,8 mln PKN czyli poniżej amortyzacji. W latach 2011-2020 skumulowany CAPEX wyniósł nieco mniej od amortyzacji, a blisko połowa nakładów to R&D. W latach 2006-2020 było to ok. 115% amortyzacji. W 2021-2030 oczekujemy, że będzie to średni poziom ok. 108% amortyzacji, a większy CAPEX będzie się pojawiał co 2-3 lata.

W rekomendacji nie zakładamy żadnych transakcji M&A i zmian w grupie kapitałowej, choć zarząd informował, że na przejęcie zamierza przeznaczyć nawet ok. 100 mln EUR.

Kapitał obrotowy, pożyczki

Konserwatywnie zakładamy, iż po dobrym 2021 roku cykl operacyjny w spółce wróci do średnich poziomów ok. 70 dni (z 63 dni po 2021 roku), co przy wzroście sprzedaży będzie generować zapotrzebowanie na środki obrotowe.

Oczekujemy zwrotu pożyczki 40 mln PLN od Elis Consulting (spółki powiązanej z gł. akcjonariuszem) w umówionym terminie w styczniu '22 (uwzględnione w przepływach, ale nie w wycenie DCF).

Dywidenda, skup akcji

Zarząd spółki nie zdecydował się na wypłatę dywidendy w 2021 roku. Zamiast tego zaproponował skup akcji (30.04.21) i zyskał do tego mandat na WZA 27.05.21. Upoważnienie zarządu do skupu akcji max. 3 mln akcji w przedziale 11-25 PLN/akcję jest ważne 3 lata. Zarząd utworzył na ten cel kapitał rezerwowy w wysokości 75 mln PLN. Uważamy, iż skup akcji będzie miał charakter stabilizacyjny dla kursu, a do dywidendy zarząd wróci w 2022 roku.

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 7 września 2021 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 979 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 42,9 PLN.

Model DCF

| | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P |
|--|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody ze sprzedaży [mln PLN] | 1 384,7 | 1 637,3 | 1 530,6 | 1 612,7 | 1 663,0 | 1 693,7 | 1 725,1 | 1 757,2 | 1 790,0 | 1 823,7 | 1 858,1 |
| EBIT [mln PLN] | 127,2 | 98,0 | 71,6 | 94,5 | 98,7 | 102,6 | 107,6 | 121,8 | 120,2 | 124,0 | 125,0 |
| Stopa podatkowa | 19,9% | 25,9% | 28,0% | 28,0% | 28,0% | 28,0% | 28,0% | 28,0% | 28,0% | 28,0% | 28,0% |
| Podatek od EBIT [mln PLN] | 25,3 | 25,4 | 20,0 | 26,5 | 27,6 | 28,7 | 30,1 | 34,1 | 33,7 | 34,7 | 35,0 |
| NOPLAT [mln PLN] | 101,9 | 72,6 | 51,5 | 68,1 | 71,1 | 73,9 | 77,5 | 87,7 | 86,6 | 89,3 | 90,0 |
| Amortyzacja [mln PLN] | 38,5 | 41,7 | 42,9 | 47,9 | 49,1 | 49,2 | 50,2 | 51,0 | 51,7 | 52,4 | 52,3 |
| CAPEX [mln PLN] | -33,2 | -35,8 | -60,0 | -60,0 | -50,0 | -50,0 | -60,0 | -50,0 | -60,0 | -52,0 | -52,0 |
| Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN] | -20,5 | -28,7 | -0,7 | -14,5 | -19,9 | -5,6 | -5,7 | -5,9 | -6,0 | -6,2 | -6,3 |
| FCF [mln PLN] | 86,7 | 49,8 | 33,8 | 41,5 | 50,3 | 67,5 | 61,9 | 82,8 | 72,2 | 83,5 | 84,0 |
| DFCF [mln PLN] | - | 48,7 | 30,6 | 34,8 | 39,1 | 48,6 | 41,2 | 51,0 | 41,2 | 44,2 | 41,1 |
| Suma DFCF [mln PLN] | | 420,5 | | | | | | | | | |
| Wartość rezydualna [mln PLN] | 1 207,9 | | | | | | | | | | |
| Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN] | 591,3 | | | | | | | | | | |
| Wartość firmy EV [mln PLN] | 1 011,9 | | | | | | | | | | |
| Dług netto [mln PLN]* | 32,2 | | | | | | | | | | |
| Udziały mniejszości [mln PLN] | 0,9 | | | | | | | | | | |
| Wartość kapitału [mln PLN] | 978,8 | | | | | | | | | | |
| Ilość akcji [mln szt.] | 22,8 | | | | | | | | | | |
| Wartość kapitału na akcję [PLN] | 42,9 | | | | | | | | | | |
| Przychody zmiana r/r | 18,2% | -6,5% | 5,4% | 3,1% | 1,8% | 1,9% | 1,9% | 1,9% | 1,9% | 1,9% | 1,9% |
| EBIT zmiana r/r | -22,9% | -27,0% | 32,1% | 4,4% | 4,0% | 4,8% | 13,2% | -1,2% | 3,1% | 0,8% | 0,8% |
| FCF zmiana r/r | -42,5% | -32,2% | 22,8% | 21,2% | 34,3% | -8,3% | 33,7% | -12,8% | 15,7% | 0,6% | 0,6% |
| Marża EBITDA | 8,5% | 7,5% | 8,8% | 8,9% | 9,0% | 9,1% | 9,8% | 9,6% | 9,7% | 9,5% | 9,5% |
| Marża EBIT | 6,0% | 4,7% | 5,9% | 5,9% | 6,1% | 6,2% | 6,9% | 6,7% | 6,8% | 6,7% | 6,7% |
| Marża NOPLAT | 4,4% | 3,4% | 4,2% | 4,3% | 4,4% | 4,5% | 5,0% | 4,8% | 4,9% | 4,8% | 4,8% |
| CAPEX / Przychody | 2,2% | 3,9% | 3,7% | 3,0% | 3,0% | 3,5% | 2,8% | 3,4% | 2,9% | 2,8% | 2,8% |
| CAPEX / Amortyzacja | 85,8% | 139,8% | 125,3% | 101,9% | 101,6% | 119,6% | 98,1% | 116,2% | 99,3% | 99,4% | 99,4% |
| Zmiana KO / Przychody | 1,8% | 0,0% | 0,9% | 1,2% | 0,3% | 0,3% | 0,3% | 0,3% | 0,3% | 0,3% | 0,3% |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | 11,4% | -0,6% | 17,6% | 39,5% | 18,3% | 18,3% | 18,3% | 18,3% | 18,3% | 18,3% | 18,3% |

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

| | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P |
|--|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Stopa wolna od ryzyka | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% |
| 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 | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% |
| Udział kapitału własnego | 89,5% | 96,9% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu | 3,3% | 3,2% | 3,2% | 3,2% | 3,2% | 3,2% | 3,2% | 3,2% | 3,2% | 3,2% |
| Udział kapitału obcego | 10,5% | 3,1% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| WACC | 7,5% | 7,9% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% |

Źródło: BDM S.A. *- bez uwzględnienia 40 mln PLN pożyczki do ELIS CONSULTING (spółki powiązanej z gł. właścicielem)- spłata styczeń'22.

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 | 39,1 | 41,8 | 45,2 | 49,7 | 55,8 | 64,6 | 78,4 | 103,2 | 161,3 |
| | 0,8 | 36,8 | 39,1 | 42,0 | 45,8 | 50,7 | 57,7 | 68,2 | 85,6 | 120,5 |
| | 0,9 | 34,7 | 36,7 | 39,2 | 42,4 | 46,5 | 52,1 | 60,3 | 73,1 | 96,1 |
| | 1,0 | 32,8 | 34,6 | 36,7 | 39,4 | 42,9 | 47,5 | 53,9 | 63,6 | 79,8 |
| | 1,1 | 31,1 | 32,6 | 34,5 | 36,8 | 39,7 | 43,5 | 48,8 | 56,3 | 68,1 |
| | 1,2 | 29,5 | 30,8 | 32,5 | 34,5 | 37,0 | 40,2 | 44,5 | 50,4 | 59,4 |
| | 1,3 | 28,0 | 29,2 | 30,7 | 32,4 | 34,6 | 37,3 | 40,8 | 45,7 | 52,6 |

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% | 41,7 | 44,9 | 48,9 | 54,3 | 61,8 | 73,2 | 92,0 | 129,7 | 242,8 |
| | 4,0% | 36,8 | 39,1 | 42,0 | 45,8 | 50,7 | 57,7 | 68,2 | 85,6 | 120,5 |
| | 5,0% | 32,8 | 34,6 | 36,7 | 39,4 | 42,9 | 47,5 | 53,9 | 63,6 | 79,8 |
| | 6,0% | 29,5 | 30,8 | 32,5 | 34,5 | 37,0 | 40,2 | 44,5 | 50,4 | 59,4 |
| | 7,0% | 26,7 | 27,8 | 29,0 | 30,6 | 32,4 | 34,7 | 37,7 | 41,7 | 47,2 |
| | 8,0% | 24,4 | 25,2 | 26,2 | 27,4 | 28,8 | 30,5 | 32,6 | 35,4 | 39,1 |
| | 9,0% | 22,4 | 23,0 | 23,8 | 24,7 | 25,8 | 27,1 | 28,7 | 30,7 | 33,3 |

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% | 76,5 | 70,9 | 66,1 | 61,8 | 58,1 | 54,7 | 51,7 | 49,0 | 46,5 |
| | 4,0% | 64,6 | 59,3 | 54,7 | 50,7 | 47,3 | 44,2 | 41,5 | 39,1 | 37,0 |
| | 5,0% | 55,8 | 50,7 | 46,5 | 42,9 | 39,7 | 37,0 | 34,6 | 32,4 | 30,5 |
| | 6,0% | 49,0 | 44,2 | 40,3 | 37,0 | 34,1 | 31,6 | 29,4 | 27,5 | 25,8 |
| | 7,0% | 43,5 | 39,1 | 35,5 | 32,4 | 29,8 | 27,5 | 25,6 | 23,8 | 22,3 |
| | 8,0% | 39,1 | 35,0 | 31,6 | 28,8 | 26,4 | 24,3 | 22,5 | 21,0 | 19,6 |
| | 9,0% | 35,5 | 31,6 | 28,5 | 25,8 | 23,6 | 21,7 | 20,1 | 18,6 | 17,4 |

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2021-2023 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 7 września 2021 roku.

Porównując wyniki Seleny ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 1,01 mld PLN, co odpowiada 45,7 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 28,0 PLN (bieżąca cena rynkowa) Selena handlowana jest z wyraźnym dyskontem do zagranicznych konkurentów i krajowych spółek notowanych na GPW.

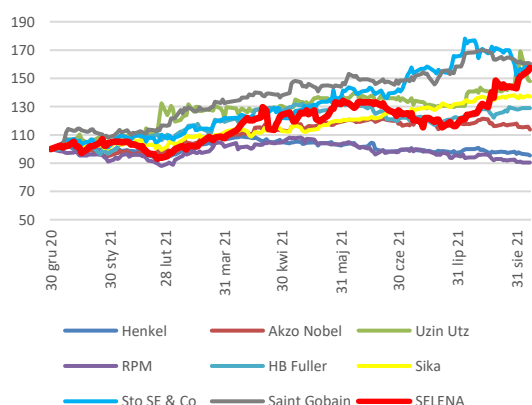
Wycena porównawcza

| | P/E | | | EV/EBITDA | | | EV/EBIT | | |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2021P | 2022P | 2023P | 2021P | 2022P | 2023P | 2021P | 2022P | 2023P |
| Polscy producenci mat. budowlanych (mediana) | 11,8 | 10,6 | 10,5 | 9,0 | 7,9 | 7,9 | 11,4 | 11,6 | 10,9 |
| Ferro | 8,3 | 10,0 | 9,2 | 9,0 | 7,4 | 7,3 | 9,9 | 8,2 | 8,2 |
| Śnieżka | 13,7 | 13,5 | 12,9 | 9,0 | 8,4 | 8,0 | 12,2 | 11,8 | 10,9 |
| Kęty | 12,9 | 14,1 | 14,1 | 9,0 | 9,6 | 10,4 | 11,1 | 12,2 | 13,5 |
| Forte | 12,1 | 11,2 | 11,8 | 7,9 | 7,4 | 7,8 | 11,7 | 11,5 | 10,8 |
| Pekabex | 11,5 | 9,7 | 8,8 | 10,9 | 9,3 | 8,4 | 19,5 | 14,8 | 12,8 |
| Rawplug | 8,1 | 9,3 | 8,5 | 5,1 | 5,4 | 5,0 | 6,7 | 7,3 | 6,7 |
| Zagraniczni producenci chemii budowlanej (mediana) | 18,5 | 15,7 | 14,5 | 10,4 | 9,2 | 8,6 | 14,3 | 12,4 | 11,3 |
| Henkel | 17,2 | 15,7 | 14,8 | 10,0 | 9,0 | 8,4 | 12,8 | 11,4 | 10,6 |
| Akzo Nobel | 22,5 | 19,8 | 17,8 | 13,1 | 11,8 | 10,8 | 16,8 | 14,9 | 13,6 |
| Uzin Utz | 13,5 | 15,5 | 14,1 | 7,3 | 7,9 | 7,1 | 9,7 | 11,0 | 10,0 |
| RPM | 19,7 | 20,5 | 17,7 | 13,4 | 13,6 | 12,1 | 16,0 | 16,3 | 14,3 |
| HB Fuller | 18,6 | 15,7 | 14,3 | 10,9 | 9,5 | 8,7 | 15,8 | 13,5 | 12,0 |
| Sika | 44,4 | 37,8 | 33,5 | 27,5 | 23,8 | 21,0 | 34,2 | 29,1 | 25,3 |
| Sto SE & Co | 18,3 | 15,0 | 13,9 | 8,1 | 6,8 | 6,0 | 12,0 | 9,5 | 8,5 |
| Saint Gobain | 12,3 | 11,8 | 11,1 | 6,4 | 5,9 | 5,5 | 9,0 | 8,3 | 7,6 |
| Mediana (ogółem) | 13,6 | 14,6 | 14,0 | 9,0 | 8,7 | 8,2 | 12,1 | 11,6 | 10,9 |
| SELENA FM | 9,5 | 13,5 | 9,3 | 4,5 | 4,9 | 3,8 | 6,3 | 7,9 | 5,7 |
| Premia/dyskonto grupa | -30% | -7% | -33% | -51% | -43% | -54% | -48% | -32% | -47% |
| Wycena wg wskaźnika | 39,8 | 30,1 | 42,1 | 55,8 | 46,9 | 55,4 | 52,7 | 39,7 | 49,2 |
| Waga roku | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% |
| Wycena wg wskaźników | | 37,3 | | | 52,7 | | | 47,2 | |
| Waga wskaźnika | | 33% | | | 33% | | | 33% | |
| Wycena końcowa [PLN] | 45,7 | | | | | | | | |

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 07.09.2021.

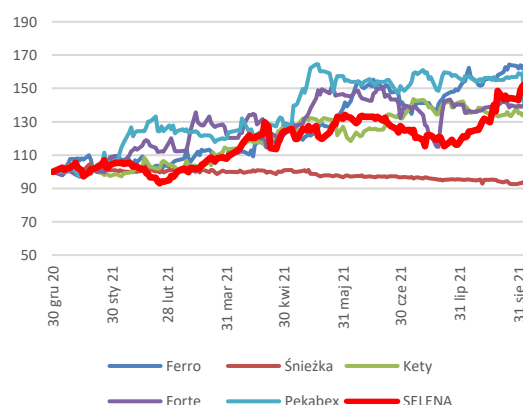
W 2021 roku YTD kurs spółki zachowywał się relatywnie silnie od średniej w grupie porównawczej czy WIG. Relatywna siła widoczna była od lipca. Wskazujemy, że przedłużenie pandemii wydłuża koniunkturę remontową i perspektywę wzrostu przychodów w 2H'21.

Zachowanie kursów akcji producentów chemii budowlanej w 2021 YTD*



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., Bloomberg. *- znormalizowane do 100 (31.12.2020=100)

Zachowanie kursów akcji spółek z branży mat. budowlanej w 2021 YTD*



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., Bloomberg. *- znormalizowane do 100 (31.12.2020=100)

MODEL BIZNESOWY

Podstawowe informacje o spółce

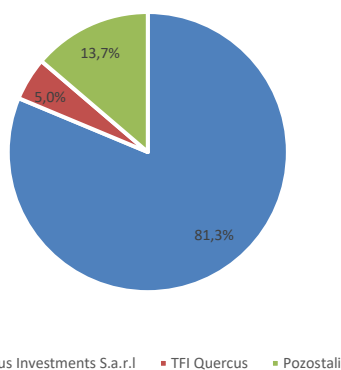
Spółka jest producentem i dystrybutorem chemii budowlanej (czwarty największy na świecie wytwórca pianki montażowej). Selena ma 19 fabryk rozlokowanych w Polsce (10), Brazylii, Korei Pd, Chinach (2 w tym jedna produkcyjna), Rumunii, Turcji, Hiszpanii, Włoszech i Kazachstanie. Selena prowadzi również działalność badawczą w Polsce, Chinach, Rumunii, Turcji, Hiszpanii i we Włoszech. Zatrudnia ok. 1900 ludzi. Firma istnieje od 1992 roku, a od 2008 jest notowana na GPW, skąd pozyskała 165 mln PLN wydając je gł. na rozbudowę zdolności i M&A (wówczas miała 0,5 mld PLN sprzedaży). Spółkę kontroluje Krzysztof Domarecki poprzez Sirius Investments S.a.r.l. (78,01% akcji, 81,29% głosów).

Struktura GK Selena FM na koniec 2020 roku

| | REGION | KRAJ | JEDNOSTKA | SIEDZIBA | DZIAŁALNOŚĆ | LUDZIA GRUPY | | WŁAŚCICIEL | |
|---------------------------|---|---|--|---|---|---|--------------------|------------|----|
| | | | | | | stan na 31.12.2020 | stan na 31.12.2019 | | |
| Ilnia Europejska | Polska | Polska | Selena FM S.A. | Wrocław | Centrala Grupy, dystrybutor | | | - | |
| | | | Selena S.A. | Wrocław | Dystrybutor | 100,00% | 100,00% | FM | |
| | | | Orion PU Sp. z o.o. | Dzierżonów | Producent pian i klejów | 99,95% | 99,95% | SIT 1 | |
| | | | Carina Silicones Sp. z o.o. | Siedlce | Producent uszczelniaczy, świadczenie usługi produkcji | 100,00% | 100,00% | SIT | |
| | | | Liana Sp. z o.o. | Dzierżonów | Producent uszczelniaczy i klejów | 100,00% | 100,00% | SIT | |
| | | | Isolacja Matzol Sp. z o.o. | Gorlice | Producent pokryć dachowych i hydroizolacji, dystrybutor | 100,00% | 100,00% | SIT | |
| | | | Tytan EOS Sp. z o.o. | Wrocław | Producent materiałów sypkich | 100,00% | 100,00% | SIT | |
| | | | Selena Labs Sp. z o.o. | Dzierżonów | Badania i rozwój | 99,65% | 99,65% | FM 1 | |
| | | | Selena Marketing International Sp. z o.o. | Wrocław | Zarządzanie własnością intelektualną | 100,00% | 100,00% | SA | |
| | | | Taurus Sp. z o.o. | Dzierżonów | Wynajem i dzierżawa maszyn i urządzeń | 100,00% | 100,00% | SIT | |
| | Carina Sealants Sp. z o.o. | Siedlce | Administracja | 100,00% | 100,00% | FM | | | |
| | Selena Industrial Technologies Sp. z o.o. | Dzierżonów | Producent uszczelniaczy, zarządzanie produkcją | 100,00% | 100,00% | FM | | | |
| | Olgo Sp. z o.o. | Dzierżonów | Badania i rozwój | 99,65% | 99,65% | SL | | | |
| | Europa Zachodnia | Hiszpania | Włochy | Selena Iberia slu | Madryt | Producent uszczelniaczy i klejów, dystrybutor | 100,00% | 100,00% | FM |
| | | | | Selena Italia srl | Padova | Dystrybutor | 100,00% | 100,00% | FM |
| Niemcy | | Czechy | Uniflex S.R.L. | Mezzocorona | Producent uszczelniaczy, dystrybutor | 100,00% | 100,00% | FM | |
| | | | Selena Deutschland GmbH | Hagen | Dystrybutor | 100,00% | 100,00% | FM | |
| | | | Selena Bohemia s.r.o. | Praga | Dystrybutor | 100,00% | 100,00% | FM | |
| Europa Środkowo-Wschodnia | Rumunia | Selena Romania SRL | Iltov | Dystrybutor | 100,00% | 100,00% | FM | | |
| | | ELIRO MGA Product SRL | Iltov | Producent klejów i tynków cementowych | 100,00% | 100,00% | RCM | | |
| | | Selena Hungaria Kft. | Pécs | Dystrybutor | 100,00% | 100,00% | FM | | |
| Europa Wschodnia i Azja | Węgry | Bułgaria | Selena Bulgaria Ltd. | Sofia | Dystrybutor | 100,00% | 100,00% | FM | |
| | | | Selena Vostok Moskwa | Moskwa | Dystrybutor | 100,00% | 100,00% | FM 2 | |
| | Europa Wschodnia | Kazachstan | TOO Selena CA-Cenena LJA | Almaty | Dystrybutor | 100,00% | 100,00% | FM | |
| | | | TOO Selena Insulations | Nur-Sultan | Producent systemów ociepleń i zapraw suchych | 100,00% | 100,00% | FM | |
| | | | Selena Ukraine Ltd. | Kijów | Dystrybutor | 100,00% | 100,00% | FM 2 | |
| Azja | Chiny | Weicze (Shanghai) Trading Co., Ltd. | Shanghai | Dystrybutor | 100,00% | 100,00% | FM 2 | | |
| | | Selena Nantong Building Materials Co., Ltd. | Nantong | Producent, dystrybutor | 100,00% | 100,00% | SA | | |
| | | Foshan Chinui-Selena Chemical Co. | Foshan | Producent uszczelniaczy, dystrybutor | 84,57% | 84,57% | SA 1 | | |
| Bliski Wschód | Turcja | House Selena Co.Ltd | Shanghai | Dystrybutor | 40,00% | 40,00% | NAN | | |
| | | Hamil - Selena Co. Ltd | Kimhae | Producent pian | 30,00% | 30,00% | SA 3 | | |
| | | Selena Matzemelen Yapı Sanayi Tic. Ltd. | Istanbul | Producent pian i uszczelniaczy, dystrybutor | 100,00% | 100,00% | FM | | |
| Ameryka Pn. i Pd. | Ameryka Pn. i Pd. | POLYFOAM Yatırım Sanayi ve Tic Ltd. | Istanbul | Dystrybutor | 100,00% | 100,00% | SA 2 | | |
| | | Selena Sulamerica Ltda | Caritiba | Producent, dystrybutor | 100,00% | 100,00% | FM 3 | | |
| | | Selena Mexico S. de R.L. de C.V. | Zapopan | Dystrybutor | 100,00% | - | FM 3 | | |
| | | USA | Selena USA, Inc. | Holland | Dystrybutor | 100,00% | 100,00% | FM | |

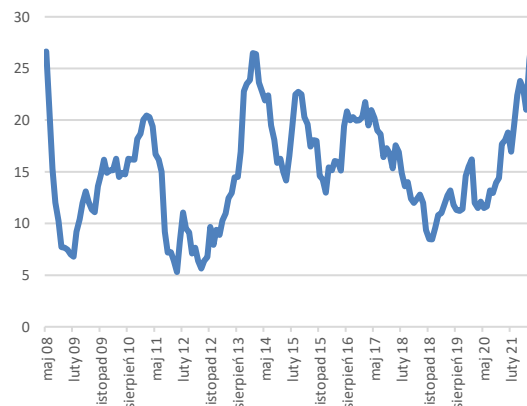
Źródło: spółka. * FM - właścicielem 100% udziałów jest Selena FM (SFM) SL - właścicielem 100% udziałów jest Selena Labs Sp. z o.o. FM 1 - właścicielem udziałów jest SFM, pozostałe udziały należą do Krzysztofa Domareckiego SA - właścicielem 100% udziałów jest Selena SA FM 2 - właścicielem udziałów jest Selena FM (99%) oraz Selena SA (1%) SA 1 - właścicielem udziałów jest Selena SA, pozostałe udziały poza Grupą FM 3 - właścicielem udziałów jest Selena FM (95%) oraz Selena SA (5%) SA 2 - właścicielem udziałów jest Selena SA (85%) i Carina Silicones Sp. z o.o. (15%) SIT - właścicielem 100% udziałów jest Selena Industrial Technologies Sp. z o.o. SA 3 - jednostka stowarzyszona - właścicielem udziałów jest Selena SA SIT 1 - właścicielem udziałów jest Selena Industrial Technologies Sp. z o.o. (99,95%), pozostałe udziały poza Grupą ROM - właścicielem 99,99% udziałów jest Selena Romania, pozostałe udziały w posiadaniu Selena FM NAN - wspólnie przedsięwzięcie - właścicielem udziałów jest Selena Nantong Building Materials Co., Ltd.

Główni akcjonariusze spółki*



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka. * - liczba głosów na WZA

Kurs akcji Selena od IPO na GPW- miesięczny [PLN/akcję]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., Bloomberg

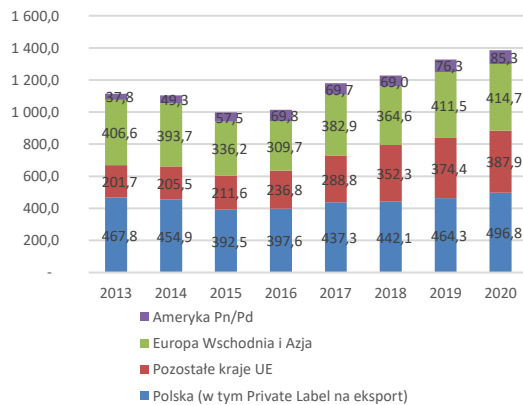
Przychody/produkty

W strukturze przychodów 93% to produkty (gł. piany PUR, kleje, uszczelniacze, systemy ociepleń, papy/gonty- Matizol, silikon- w Chinach), a 7% towary (dystrybucja). Marża na własnych produktach przekracza 30% (towary ok. 15%).

Popyt na produkty spółki zależy gł. od koniunktury na rynku budowlano-remontowym. Pandemia COVID-19 zatrzymała nowe inwestycje mieszkaniowe, ale istotnie przesunęła wydatki konsumenckie w kierunku remontów.

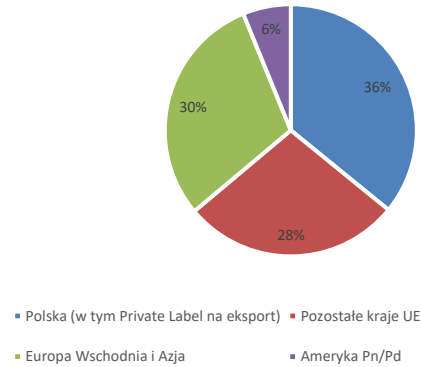
Grupa Seleno wyodrębnia 3 segmenty geograficzne działalności: Unię Europejską (m.in. Polska i Hiszpania), Europę Wschodnią i Azję (m.in. Rosja, Kazachstan i Chiny) oraz Amerykę Północną i Południową (głównie Stany Zjednoczone i Brazylia). Spółka raportuje segmenty geograficzne według lokalizacji sprzedawcy (ujęcie sprzedaży produktów private label od m.in. Europy Wschodniej w segmencie Polska/UE). W 2020 roku ok. 64% sprzedaży stanowiła UE w tym Polska (realnie) 28%. Segment Europy Wschodniej i Azji (ok. 30% sprzedaży) to głównie Rosja (ok. 20%). Istotną sprzedaż spółka realizuje również w Hiszpanii, Kazachstanie, Turcji czy Rumunii. Rynki obu Ameryk to przede wszystkim Brazylia i USA (łącznie ok. 6% sprzedaży). Wiodącymi markami Grupy Seleno są Tytan, Quilosa, Artelit, Cool-R i Matizol.

Przychody ze sprzedaży w podziale na segmenty [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Udział gł. segmentów w przychodach spółki [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Sezonowość sprzedaży

Działalność spółki zależy od sektora budowlanego. Tym samym sprzedaż podlega istotnej sezonowości. Najlepszy w roku jest okres 3Q, a najłagodniejszy 1Q. W 2Q'20 spółka doznała wyjątkowo słabego kwartału z uwagi na pandemię wirusa SARS-CoV-2 i czasowe zamknięcie gospodarek.

Udział poszczególnych kwartałów w przychodach grupy

| Min PLN | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | RAZEM |
|---------|-----|-----|-----|-----|-------|
| 2011 | 170 | 262 | 325 | 265 | 1 022 |
| 2012 | 187 | 289 | 329 | 256 | 1 061 |
| 2013 | 184 | 301 | 346 | 282 | 1 114 |
| 2014 | 200 | 303 | 337 | 263 | 1 103 |
| 2015 | 186 | 273 | 301 | 239 | 998 |
| 2016 | 179 | 277 | 301 | 257 | 1 014 |
| 2017 | 220 | 321 | 350 | 287 | 1 179 |
| 2018 | 248 | 332 | 347 | 300 | 1 228 |
| 2019 | 271 | 346 | 392 | 318 | 1 326 |
| 2020 | 283 | 319 | 433 | 349 | 1 385 |

| | | | | | |
|------|-----|-----|-----|-----|------|
| 2011 | 17% | 26% | 32% | 26% | 100% |
| 2012 | 18% | 27% | 31% | 24% | 100% |
| 2013 | 17% | 27% | 31% | 25% | 100% |
| 2014 | 18% | 27% | 31% | 24% | 100% |
| 2015 | 19% | 27% | 30% | 24% | 100% |
| 2016 | 18% | 27% | 30% | 25% | 100% |
| 2017 | 19% | 27% | 30% | 24% | 100% |
| 2018 | 20% | 27% | 28% | 24% | 100% |
| 2019 | 20% | 26% | 30% | 24% | 100% |
| 2020 | 20% | 23% | 31% | 25% | 100% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

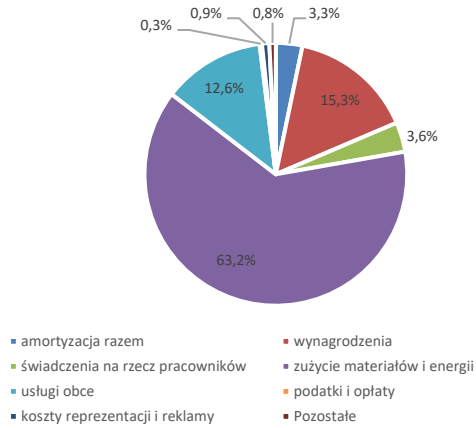
Koszty/surowce

W kosztach rodzajowych ok. 65% to zużycie materiałów i energii z czego ok. 40% to koszty MDI, a 25% poliole. Większość kosztów surowców w długim terminie zależy od zachowania cen ropy naftowej. Ok. 19,0% w strukturze kosztów to wynagrodzenia. W rezultacie spółkę charakteryzuje dość duża dźwignia operacyjna. Podstawowymi surowcami w grupie są MDI (najważniejszy surowiec; na bazie benzenu) oraz poliole (na bazie tlenu propylenu/etylenu z propylenu/etylenu), a w kategorii uszczelniaczy: silikon, polimer silikonowy, octan winylu. Wśród innych surowców można wymienić np. asfalty, kwas akrylowy, TCPP, DME, kauczuk. Ceny opakowań zależą od kosztu tworzyw sztucznych (m.in. polietylen).

Większość surowców zużywanych przez spółkę jest ropopochodna, a ruchy cenowe następują zwykle z kilkumiesięcznym opóźnieniem do notowań ropy naftowej. W ostatnich kwartałach na wysokie ceny

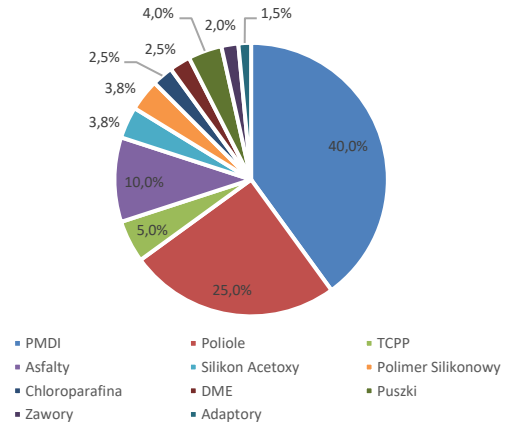
kluczowych surowców wpłynął nie tylko mocny popyt ale i ograniczona dostępność po awariach gł. producentów polioli i MDI. Dostawcami surowców są zazwyczaj duże koncerny chemiczne m.in. BASF, Covestro, Shell, Dow Chemical czy PCC Rokita, a kwotuje je się gł. w EUR.

Struktura kosztów rodzajowych w 2020 roku [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Szacunkowa struktura kluczowych surowców [%]



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

Konkurencja

Na rynkach, którym działa spółka istnieje silna konkurencja w postaci dużych, międzynarodowych firm oferujących szeroką gamę produktów, jak np. Henkel, Sika czy RPM. Selena na ich tle posiada mniej zdywersyfikowaną ofertę grup produktowych i przez to jest mocniej narażona na wahania rynkowe i nasilenie konkurencji. Spółkę charakteryzuje podobne tempo wzrostu przychodów (3-4% rocznie), ale znacznie mniejsza rentowność (o ok. 5 p.p.) i wyższa zmienność marży.

Do najbliższych konkurentów spółki zaliczamy polską firmę Atlas, belgijskiego Soudal czy włoskie Mapei. Najbliższym giełdowym odpowiednikiem jest szwajcarska Sika.

Selena na tle grupy porównawczej (dynamika sprzedaży i marża EBITDA)

| Dynamika sprzedaży r/r | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|-----------|-----------|
| Henkel | -1% | 11% | 3% | 7% | -1% | 1% | -4% | 3% | 3% | 3% |
| Akzo Nobel | -2% | 4% | -4% | 3% | -37% | 2% | -9% | 13% | 5% | 4% |
| Uzin Utz | 7% | 9% | 8% | 8% | 17% | 8% | 3% | 14% | 5% | 7% |
| RPM | 6% | 6% | 5% | 3% | 7% | 4% | -2% | 11% | 5% | 5% |
| HB Fuller | 3% | -1% | 0% | 8% | 37% | -6% | -5% | 16% | 5% | 4% |
| Sika | 8% | -1% | 5% | 7% | 14% | 15% | -2% | 16% | 8% | 8% |
| Sto SE & Co | 2% | 2% | 1% | 3% | 5% | 5% | 3% | 5% | 7% | 7% |
| Saint Gobain | -3% | -4% | -1% | 4% | 3% | 2% | -11% | 13% | 3% | 4% |
| Mediana | 2% | 3% | 2% | 5% | 6% | 3% | -3% | 13% | 5% | 4% |
| Selena FM | -1% | -10% | 2% | 16% | 4% | 8% | 4% | 18% | -7% | 5% |
| różnica | -3% | -13% | 0% | 11% | -2% | 5% | 8% | 5% | -11% | 1% |

| Marża EBITDA | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Henkel | 17,6% | 17,9% | 18,7% | 18,6% | 20,1% | 20,6% | 19,3% | 17,1% | 17,3% | 18,1% | 18,4% |
| Akzo Nobel | 10,5% | 12,0% | 14,2% | 15,0% | 14,6% | 11,4% | 14,1% | 16,5% | 16,6% | 17,5% | 18,1% |
| Uzin Utz | 10,6% | 10,3% | 10,8% | 12,3% | 11,2% | 8,7% | 11,9% | 14,3% | 14,1% | 12,6% | 12,9% |
| RPM | 12,3% | 13,4% | 13,2% | 13,8% | 13,6% | 13,8% | 12,4% | 13,8% | 15,6% | 14,5% | 15,5% |
| HB Fuller | 12,7% | 11,8% | 12,8% | 13,5% | 12,9% | 14,8% | 15,2% | 14,5% | 14,6% | 15,4% | 15,4% |
| Sika | 12,7% | 14,0% | 15,2% | 16,7% | 17,3% | 16,4% | 17,4% | 18,4% | 19,5% | 20,5% | 21,2% |
| Sto SE & Co | 10,7% | 9,8% | 8,6% | 8,4% | 9,3% | 8,7% | 10,0% | 13,2% | 11,4% | 11,7% | 12,0% |
| Saint Gobain | 10,0% | 10,1% | 9,8% | 10,2% | 10,5% | 10,4% | 11,8% | 12,3% | 14,2% | 14,2% | 14,2% |
| Mediana | 11,5% | 11,9% | 13,0% | 13,6% | 13,3% | 12,6% | 13,3% | 14,4% | 15,1% | 15,0% | 15,4% |
| Selena FM | 6,8% | 8,2% | 8,4% | 5,8% | 5,9% | 6,5% | 7,7% | 12,0% | 8,5% | 7,5% | 8,8% |
| różnica | -4,7% | -3,7% | -4,7% | -7,8% | -7,4% | -6,1% | -5,6% | -2,4% | -6,6% | -7,5% | -6,6% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółki. Prognoza po 2020 roku własna dla Selena i konsensus Bloomberg dla pozostałych spółek.

Budowa grupy kapitałowej/przejęcia

Przejęcia były wpisane w strategię spółki po IPO od 2008 roku, choć rynek do takich transakcji z reguły podchodzi negatywnie. Spółka zrealizowała ich co najmniej 7 o wartości ok. 74 mln PLN, a przejmowane podmioty były zazwyczaj w trudnej, bądź bardzo trudnej sytuacji finansowej. Od 2013 roku nastąpiło porządkowanie GK.

W wywiadzie prasowym z 01.12.2020 CEO wskazał, że spółka rozgląda się za dużymi akwizycjami, a budżet na takie transakcje to nawet 100 mln EUR. „(...) potencjalnych celów szukamy w trzech segmentach rynku kolejno: Hydroizolacja i dachy, Uszczelnianie okien i drzwi, Wykończenie wnętrz. Oprócz tego nastawiamy się na przejęcia firm młodych, małych o wysokim potencjale technologicznym – oferujących nowe rozwiązania dla budownictwa” – CEO. Do transakcji miało dojść w 2H’21.

W wywiadzie dla Parkiet 09.08.2021 CEO podtrzymywał plan M&A o wartości 100 mln EUR, do których może dojść w 2022 roku. Jeśli chodzi o rozwój organiczny, to spółka ma wolne zdolności produkcyjne (na ok. 2 lata) i może je zwiększać niewielkim nakładem finansowym.

Akwizycje Seleny od IPO w 2008 roku

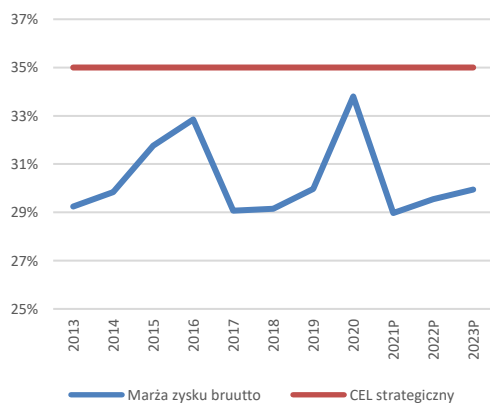
| Podmiot | Kraj | Produkt | Rok | MPLN |
|-------------------------------|-----------|---------------------|------|-------------|
| Polyfoam Yalitim Sanayi (85%) | Turcja | piany | 2008 | 2,9 |
| ZPC Krzeszowice i Lublin | Polska | systemy dociepleń | 2008 | 10,5 |
| Quilosa (51%) | Hiszpania | uszczelniacze/kleje | 2009 | 10,1 |
| OOO Kvadro | Rosja | dystrybucja pian | 2009 | 2,9 |
| Matizol | Polska | papy | 2009 | 18,5 |
| Quilosa (49% do 100%) | Hiszpania | uszczelniacze/kleje | 2011 | 22,2 |
| Uniflex S.p.A. (64%) | Włochy | uszczelniacze | 2017 | 7,0 |
| RAZEM | | | | 74,1 |

Źródło: BDM, Selenia

Cele strategiczne

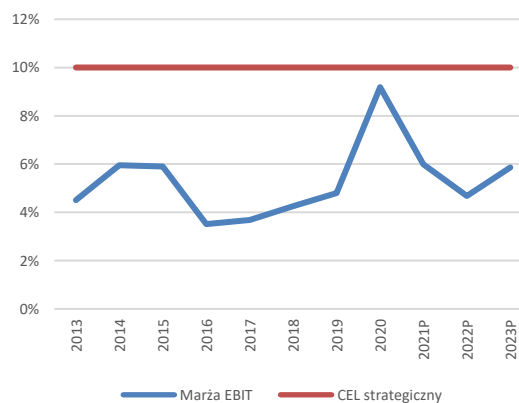
Celem strategicznym spółki jest utrzymywanie marży brutto na sprzedaży powyżej 35% i marży EBIT powyżej 10% w perspektywie po 2023 roku. Spółka oprócz rozwoju organicznego chce się rozwijać poprzez przejęcia, czego zapowiedzią są transakcje o wartości do 100 mln EUR (70-80% bieżącej kapitalizacji Seleny).

Marża brutto na sprzedaży historyczna/prognozowana vs cel [%]



Źródło: BDM, Selenia. Prognozy własne po 2020 roku

Marża EBIT historyczna/prognozowana vs cel [%]



Źródło: BDM, Selenia. Prognozy własne po 2020 roku

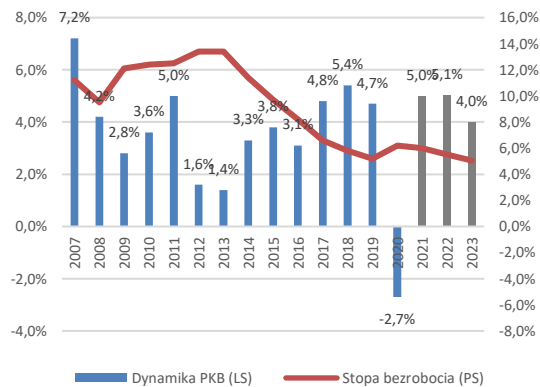
OTOCZENIE RYNKOWE

Otoczenie makroekonomiczne na gł. rynkach

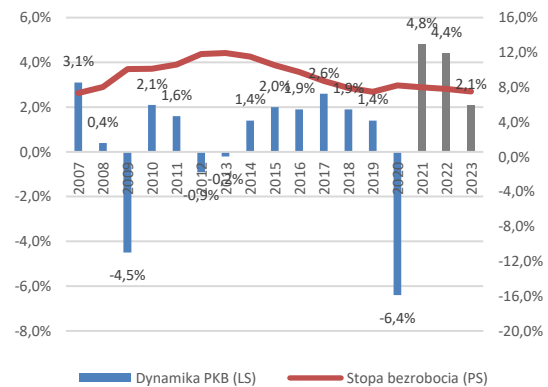
Otoczenie makroekonomiczne na gł. rynkach spółki w ostatnich latach było różne. W 2014-2016 spółce doskwierała słaba koniunktura w Rosji (ok. 20% sprzedaży GK), a rynek zaczął się tam poprawiać w 2017, ale bez dużej dynamiki. W 2015 roku spółka odczuła również załamanie budowlane w Polsce.

W 2Q'21 Polska/Rosja znalazły się w gronie najszybciej rosnących gospodarek po pandemii z tempem wzrostu odpowiednio +11,1% r/r i +10,3% r/r (najwyższa dynamika od 2000 roku). Kraje nie powtórzyły ścisłego lockdownu z kwietnia/maja'21, ograniczając restrykcje nawet przy niskich wskaźnikach szczepień w Rosji (26% vs 50% w PL). Liczba ofiar śmiertelnych Covid-19 jest tam jedną z najwyższych na świecie.

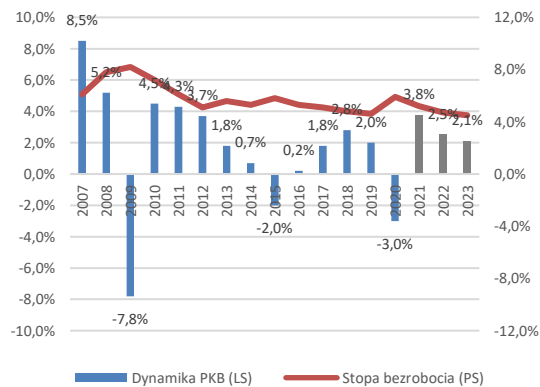
Dynamika PKB i bezrobocie w Polsce



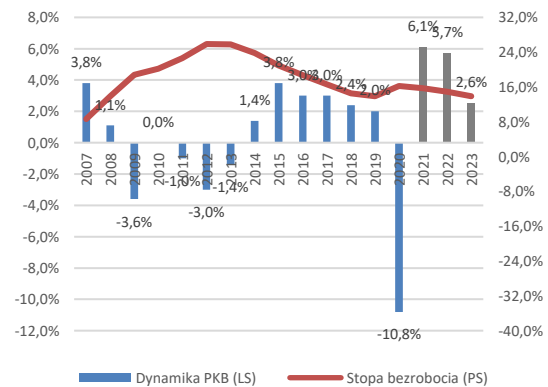
Dynamika PKB i bezrobocie w strefie euro



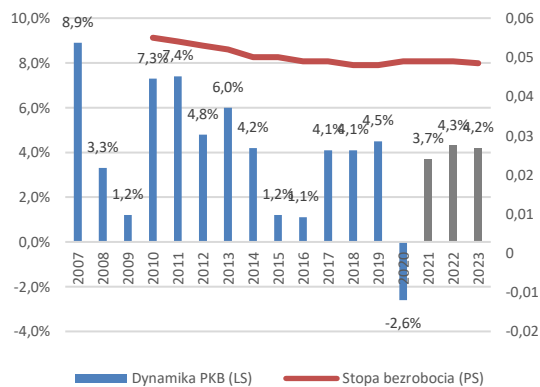
Źródło: DM BDM, Bloomberg. LS- PKB r/r, PS- stopa bezrobocia
Dynamika PKB i bezrobocie w Rosji



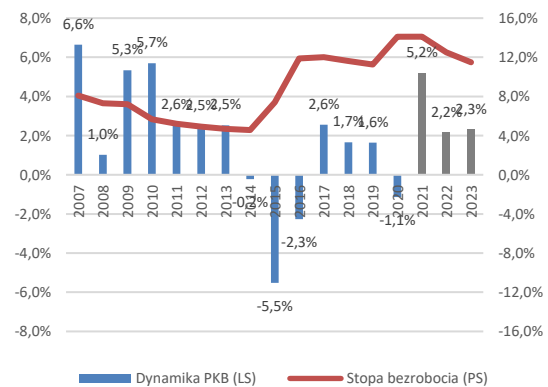
Źródło: DM BDM, Bloomberg. LS- PKB r/r, PS- stopa bezrobocia
Dynamika PKB i bezrobocie w Hiszpanii



Źródło: DM BDM, Bloomberg. LS- PKB r/r, PS- stopa bezrobocia
Dynamika PKB i bezrobocie w Kazachstanie



Źródło: DM BDM, Bloomberg. LS- PKB r/r, PS- stopa bezrobocia
Dynamika PKB i bezrobocie w Brazylii



Źródło: DM BDM, Bloomberg. LS- PKB r/r, PS- stopa bezrobocia

Źródło: DM BDM, Bloomberg. LS- PKB r/r, PS- stopa bezrobocia

Rynek budowlany w Polsce i Rosji

Pandemia wirusa SARS-CoV-2 w 2020 roku przyniosła nieoczekiwany wzrost wydatków na remonty, co szczególnie było widać na rynku polskim i Ameryki Pn. Dobre otoczenie w budownictwie utrzymuje się również w 2021 roku, a prognozy wzrostu PKB dla głównych rynków wskazują na znaczne odbicie gospodarek w 2021 roku i dobre perspektywy w kolejnych latach, gł. w Polsce, Hiszpanii/Kazachstanie.

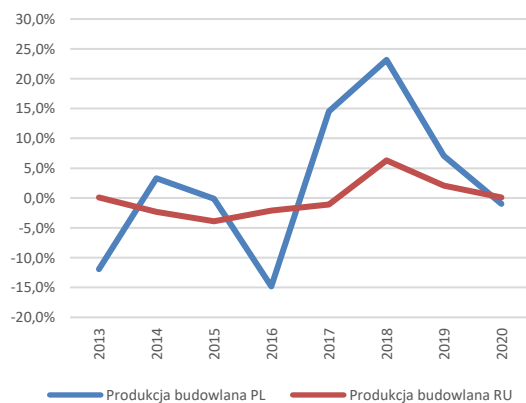
Krajowy sektor budowlany doświadczył niewielkiego spadku aktywności w okresie pandemii wirusa COVID-19 w 2020 roku, a w kolejnych miesiącach był beneficjentem boomu budowlanego i remontowego. W 2021 roku obserwowana była kontynuacja silnego popytu i bezprecedensowy wzrost kosztów surowców.

Obecnie najbardziej „rozgrzanym” segmentem rynku jest budownictwo mieszkaniowe, gdzie Polacy w 2Q'21 rozpoczęli budowę rekordowych ponad 80 tys. mieszkań. Teraz czekamy na rozpędzenie inwestycji w energetyce, a także przyśpieszenie inwestycji w kolejnictwie i drogownictwie.

Rosyjska produkcja budowlana nieoczekiwanie odnotowała zaskakujący wzrost w 2020 r., pomimo pandemii COVID-19 (+0,1%, po +2,1% wzroście w 2019 r. i +6,3% wzroście w 2018 r.). W 2021 roku wg raportu PMR przewidywany jest wzrost o ponad +2% r/r.

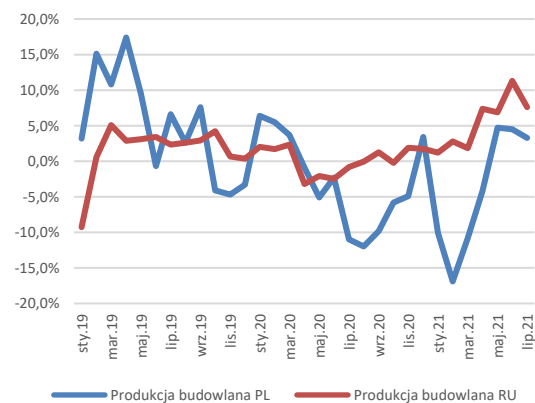
Obecnie dynamika produkcji budowlanej w Rosji po pandemii (+5/10% r/r) notuje wyższe tempo wzrostu niż w Polsce, co powinno się przełożyć na wzrost popytu na produkty spółki w kolejnych okresach (za rok/dwa).

Dynamika produkcji budowlanej Polska i Rosja 2013-2020 [% r/r]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Dynamika produkcji budowlanej Polska i Rosja 20119-2021YTD* [% r/r]

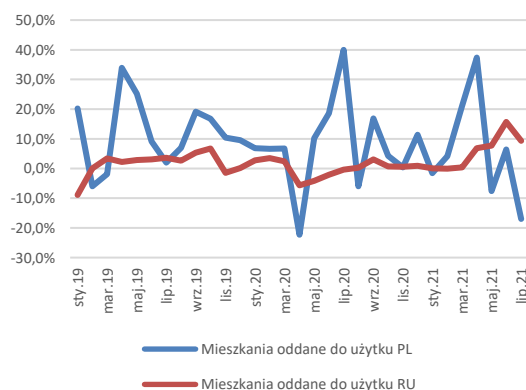


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg. *- miesięczna

Budownictwo mieszkaniowe w Polsce i Rosji

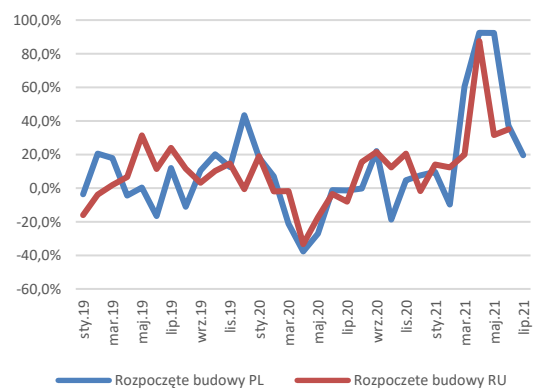
Budownictwo mieszkaniowe to obecnie najbardziej rozgrzany segment rynku budowlanego w Polsce. W 2020 roku w Polsce oddano rekordowe 221 tys. mieszkań, a 2Q'21 przyniósł rekordowy kwartał pod względem rozpoczętych budów (blisko 81 tys. nowych inwestycji). Powinno to istotnie wpłynąć na przychody spółki w perspektywie 1-2 lat.

Dynamika mieszkań oddanych do użytku w Polsce i Rosji* [% r/r]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg. *- miesięczna

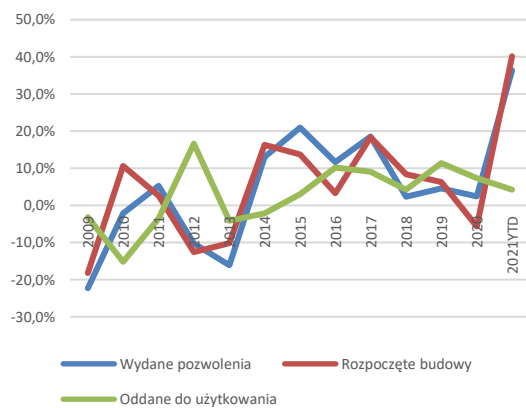
Dynamika rozpoczętych budów mieszkań w Polsce i Rosji* [% r/r]



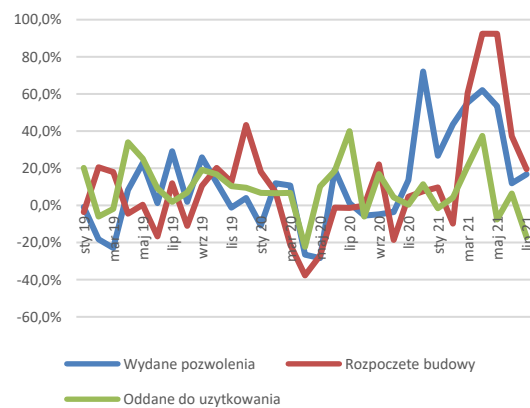
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg. *- miesięczna

Mimo pandemii wirusa SARS-CoV-2 2020 rok okazał się rekordowy dla krajowego budownictwa mieszkaniowego, a 2021 rok zapowiada się jeszcze lepiej. Najkrótsza w historii recesja, hojne programy fiskalne i monetarne, a także ograniczona dostępność usług spowodowała boom remontowy, który widoczny był też w innych krajach UE.

W 2020 roku liczba mieszkań oddanych do użytku wzrosła o 7% r/r do rekordowych 221 tys. Wydane pozwolenia na budowę wzrosły o 2% r/r do 275 tys. Jedynie rozpoczęte budowy spadły o 6% r/r do 224 tys., choć w tym przypadku rekordowy był 2Q'21 (81 tys. rozpoczętych budów, +71% r/r). W okresie styczeń-lipiec YTD dynamika oddanych mieszkań sięgnęła +4% YTD, nowych pozwoleń +36% r/r, a rozpoczętych budów aż o +40% r/r. Rynek mieszkaniowy jest na dobrej drodze do zanotowania kolejnego rekordowego poziomu. Zagrożeniem są obecnie wysokie koszty materiałów budowlanych w reakcji na rekordowe ceny surowców i ich ograniczoną dostępność.

Budownictwo mieszkaniowe w Polsce 2009-2021YTD* [r/r]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg. *- roczna

Budownictwo mieszkaniowe w Polsce 2019-2021YTD* [r/r]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg. *- miesięczna

Wydane pozwolenia na budowę ogółem [tys.]

| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | RAZEM |
|------|------|------|------|------|-------|
| 2006 | | | | | |
| 2007 | | | | | |
| 2008 | 50,6 | 64,4 | 65,5 | 49,6 | 230,1 |
| 2009 | 43,5 | 46,7 | 48,4 | 40,2 | 178,8 |
| 2010 | 35,4 | 46,7 | 50,2 | 42,6 | 174,9 |
| 2011 | 37,3 | 50,8 | 53,2 | 42,8 | 184,1 |
| 2012 | 38,2 | 49,9 | 40,0 | 37,2 | 165,3 |
| 2013 | 29,4 | 38,4 | 37,0 | 33,9 | 138,7 |
| 2014 | 33,9 | 42,6 | 43,8 | 36,5 | 156,8 |
| 2015 | 39,2 | 48,0 | 51,7 | 50,7 | 189,6 |
| 2016 | 42,2 | 56,0 | 56,2 | 57,3 | 211,6 |
| 2017 | 60,3 | 70,6 | 60,2 | 59,7 | 250,9 |
| 2018 | 67,0 | 65,3 | 60,6 | 63,8 | 256,7 |
| 2019 | 57,2 | 72,3 | 71,6 | 67,4 | 268,5 |
| 2020 | 59,1 | 62,9 | 69,5 | 83,5 | 275,0 |
| 2021 | 84,3 | 86,9 | | | |

Źródło: BDM, GUS

Rozpoczęte budowy ogółem [tys.]

| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | RAZEM |
|------|------|------|------|------|-------|
| 2006 | 16,8 | 43,5 | 41,3 | 36,4 | 138,0 |
| 2007 | 31,3 | 54,9 | 54,9 | 44,0 | 185,1 |
| 2008 | 38,1 | 56,6 | 49,6 | 30,4 | 174,7 |
| 2009 | 23,5 | 44,3 | 42,1 | 33,0 | 142,9 |
| 2010 | 27,2 | 53,9 | 46,6 | 30,4 | 158,1 |
| 2011 | 31,0 | 49,0 | 48,3 | 33,9 | 162,2 |
| 2012 | 31,4 | 49,3 | 36,1 | 25,0 | 141,8 |
| 2013 | 21,6 | 37,4 | 38,9 | 29,5 | 127,4 |
| 2014 | 32,2 | 40,1 | 42,3 | 33,6 | 148,1 |
| 2015 | 31,8 | 48,5 | 47,7 | 40,3 | 168,4 |
| 2016 | 34,3 | 52,0 | 46,8 | 40,9 | 174,0 |
| 2017 | 44,2 | 61,8 | 54,8 | 45,1 | 206,0 |
| 2018 | 48,0 | 66,3 | 61,1 | 47,9 | 223,2 |
| 2019 | 53,9 | 61,5 | 63,0 | 58,9 | 237,3 |
| 2020 | 52,5 | 47,4 | 67,4 | 56,5 | 223,8 |
| 2021 | 63,7 | 80,9 | | | |

Źródło: BDM, GUS

Mieszkania oddane do użytku ogółem [tys.]

| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | RAZEM |
|------|------|------|------|------|-------|
| 2006 | 28,3 | 22,1 | 26,2 | 38,8 | 115,4 |
| 2007 | 27,0 | 25,8 | 34,1 | 46,7 | 133,7 |
| 2008 | 34,9 | 32,8 | 39,8 | 57,7 | 165,2 |
| 2009 | 41,5 | 34,6 | 38,6 | 45,3 | 160,0 |
| 2010 | 34,0 | 29,7 | 33,9 | 38,0 | 135,7 |
| 2011 | 27,5 | 27,1 | 32,3 | 44,1 | 131,0 |
| 2012 | 36,3 | 31,9 | 36,5 | 48,1 | 152,7 |
| 2013 | 37,1 | 31,4 | 34,7 | 43,2 | 146,5 |
| 2014 | 35,7 | 30,7 | 33,8 | 43,2 | 143,4 |
| 2015 | 31,8 | 32,0 | 37,5 | 46,3 | 147,7 |
| 2016 | 37,3 | 36,2 | 38,6 | 50,6 | 162,7 |
| 2017 | 40,3 | 37,7 | 45,5 | 53,9 | 177,4 |
| 2018 | 44,9 | 38,4 | 46,7 | 55,0 | 185,0 |
| 2019 | 46,4 | 47,1 | 51,0 | 61,5 | 206,0 |
| 2020 | 49,5 | 47,4 | 59,2 | 65,0 | 221,1 |
| 2021 | 53,3 | 52,4 | | | |

Źródło: BDM, GUS

Wydane pozwolenia na budowę ogółem [% r/r]

| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | RAZEM |
|------|------|------|------|------|-------|
| 2006 | | | | | |
| 2007 | | | | | |
| 2008 | | | | | |
| 2009 | -14% | -27% | -26% | -19% | -22% |
| 2010 | -19% | 0% | 4% | 6% | -2% |
| 2011 | 5% | 9% | 6% | 0% | 5% |
| 2012 | 2% | -2% | -25% | -13% | -10% |
| 2013 | -23% | -23% | -8% | -9% | -16% |
| 2014 | 15% | 11% | 18% | 8% | 13% |
| 2015 | 16% | 13% | 18% | 39% | 21% |
| 2016 | 8% | 17% | 9% | 13% | 12% |
| 2017 | 43% | 26% | 7% | 4% | 19% |
| 2018 | 11% | -8% | 1% | 7% | 2% |
| 2019 | -15% | 11% | 18% | 6% | 5% |
| 2020 | 3% | -13% | -3% | 24% | 2% |
| 2021 | 43% | 38% | | | 36% |

Źródło: BDM, GUS

Rozpoczęte budowy ogółem [% r/r]

| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | RAZEM |
|------|------|------|------|------|-------|
| 2006 | | | | | |
| 2007 | 86% | 26% | 33% | 21% | 34% |
| 2008 | 22% | 3% | -10% | -31% | -6% |
| 2009 | -38% | -22% | -15% | 9% | -18% |
| 2010 | 16% | 22% | 11% | -8% | 11% |
| 2011 | 14% | -9% | 4% | 12% | 3% |
| 2012 | 1% | 1% | -25% | -26% | -13% |
| 2013 | -31% | -24% | 8% | 18% | -10% |
| 2014 | 49% | 7% | 9% | 14% | 16% |
| 2015 | -1% | 21% | 13% | 20% | 14% |
| 2016 | 8% | 7% | -2% | 1% | 3% |
| 2017 | 29% | 19% | 17% | 10% | 18% |
| 2018 | 9% | 7% | 11% | 6% | 8% |
| 2019 | 12% | -7% | 3% | 23% | 6% |
| 2020 | -3% | -23% | 7% | -4% | -6% |
| 2021 | 21% | 71% | | | 40% |

Źródło: BDM, GUS

Mieszkania oddane do użytku ogółem [% r/r]

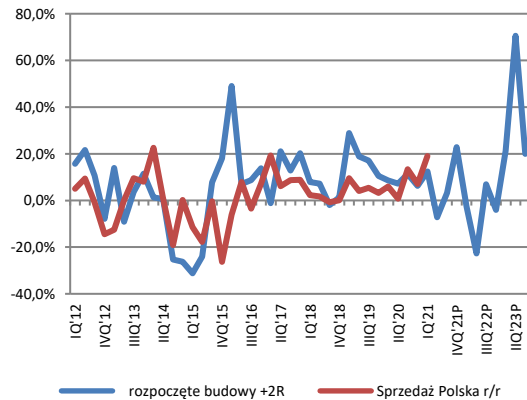
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | RAZEM |
|------|------|------|------|------|-------|
| 2006 | | | | | |
| 2007 | -5% | 17% | 30% | 21% | 16% |
| 2008 | 29% | 27% | 17% | 23% | 24% |
| 2009 | 19% | 6% | -3% | -22% | -3% |
| 2010 | -18% | -14% | -12% | -16% | -15% |
| 2011 | -19% | -9% | -5% | 16% | -4% |
| 2012 | 32% | 18% | 13% | 9% | 17% |
| 2013 | 2% | -2% | -5% | -10% | -4% |
| 2014 | -4% | -2% | -3% | 0% | -2% |
| 2015 | -11% | 4% | 11% | 7% | 3% |
| 2016 | 17% | 13% | 3% | 9% | 10% |
| 2017 | 8% | 4% | 18% | 6% | 9% |
| 2018 | 11% | 2% | 3% | 2% | 4% |
| 2019 | 3% | 23% | 9% | 12% | 11% |
| 2020 | 7% | 1% | 16% | 6% | 7% |
| 2021 | 8% | 11% | | | 4% |

Źródło: BDM, GUS

Estymatory sprzedaży

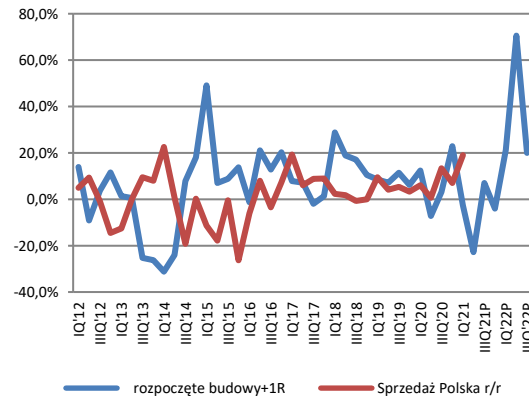
Produkty spółki znajdują zastosowanie w budownictwie mieszkaniowym mniej więcej rok/dwa po rozpoczęciu budowy. Po rekordowym odczycie nowych budów w 2Q'21 (blisko 81 tys. mieszkań, +71% r/r) spodziewamy się istotnego wzrostu popytu na produkty spółki w 2023 roku. Z drugiej strony w 2022 roku kończone będą inwestycje rozpoczęte w 2020, których było mniej przez pandemię, co może zaowocować spadkiem sprzedaży i zapowiada trudniejszy 2022 rok. W przypadku rynku rosyjskiego sprzedaż również dobrze koreluje z dynamiką rozpoczętych budów mieszkań z 2-letnim przesunięciem, jak również z bieżącym odczytem przemysłowego PMI.

Dynamika rozpoczętych budów mieszkań PL vs przychodów SEL PL*



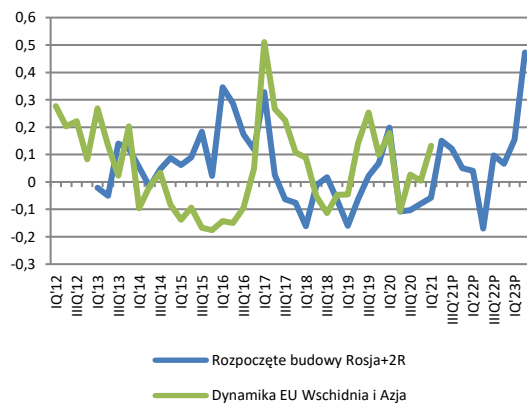
Źródło: BDM, GUS, Selena. *- dynamika rozpoczętych budów przesunięta o 2 lata [r/r].

Dynamika rozpoczętych budów mieszkań PL vs przychodów SEL PL*



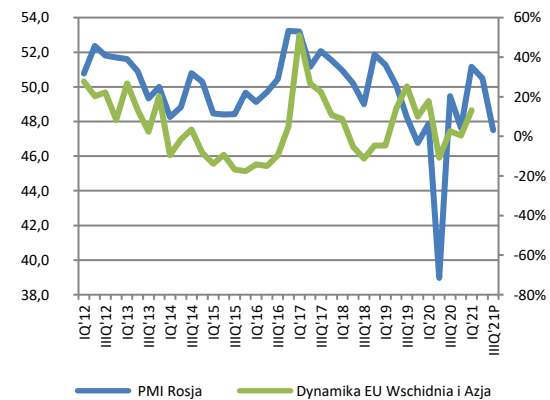
Źródło: BDM, GUS, Selena. *- dynamika rozpoczętych budów przesunięta o 1 rok [r/r]

Dynamika rozpoczętych budów mieszkań RU vs przychodów SEL RU*



Źródło: BDM, Bloomberg, Selena. *- dynamika rozpoczętych budów przesunięta o 2 lata. Dynamika sprzedaży dla segmentu Europa Wschodnia i Azja [r/r]

PMI Rosja vs dynamika przychodów SEL na rynkach wschodnich



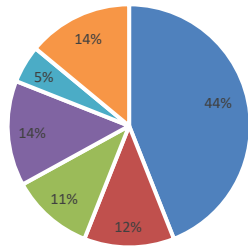
Źródło: BDM, Bloomberg, Selena. LS- PMI [pkt.], PS- dynamika sprzedaży EU Wschodnia i Azja [r/r]

Surowce

Diizocyjanian difenylometanu (MDI) jest podstawowym związkiem chemicznym do produkcji sztywnych pianek poliuretanowych (ponad 80% MDI jest wykorzystywane w przemyśle PU). MDI to największy obszar w produkcji izocyjanów (>60%). Surowiec trafia głównie do produkcji budowlanych pian (wraz z polioliami) wykorzystywanych w budownictwie (izolacje, kleje). Światowy popyt kształtuje trend ograniczenia energochłonności (budownictwo odpowiada za ok. 40% zużywanej energii) i w konsekwencji rozwój wydajnych materiałów izolacyjnych.

Poliole są podstawowymi surowcami w syntezie poliuretanów obok izocyjanianów (MDI/TDI). Stanowią około 2/3 składu poliuretanów (650kg polioli/t pianki PUR). Generalnie rynek można podzielić na poliole do pianek elastycznych (flexible standard/HR, VISCO) znajdujących zastosowanie przede wszystkim w meblarstwie (materace, meble tapicerowane) oraz w automotive (siedziska), a także do pianek sztywnych (CASE&Rigid) wykorzystywanych w budownictwie (termoizolacje, chemia budowlana: piany PUR, uszczelniacze, kleje, wypełnienia).

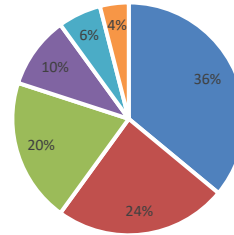
Globalne zastosowanie PUR (MDI) [%]



- Izolacje (budownictwo)
- Kleje, powłoki i elastomery
- Kompozyty
- Automotive
- Obuwie
- Inne

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Huntsman

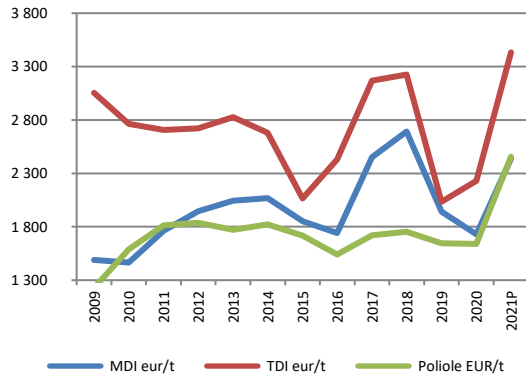
Globalne zastosowanie polioli polieterowych [%]



- Budownictwo
- Automotive
- Meblarstwo
- Opakowania
- Elektronika
- Inne

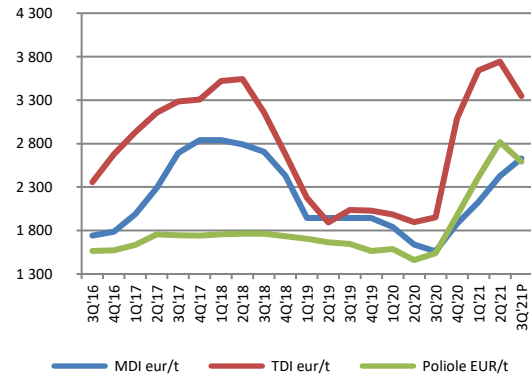
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Notowania MDI/TDI* oraz polioli 2009-2021P- roczne [EUR/t]



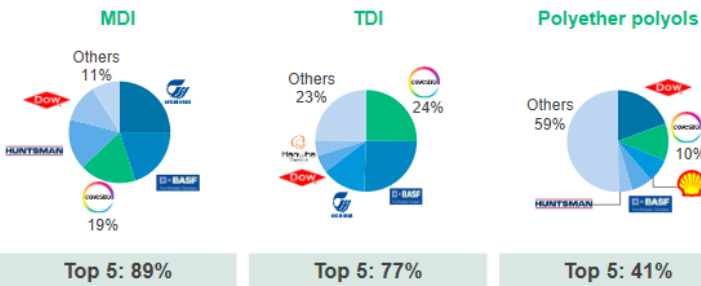
Źródło: DM BDM., Bloomberg. *-MDI do budownictwa, TDI do meblarstwa.

Notowania MDI/TDI* oraz polioli 2016-3Q'21P- kwartalne [EUR/t]

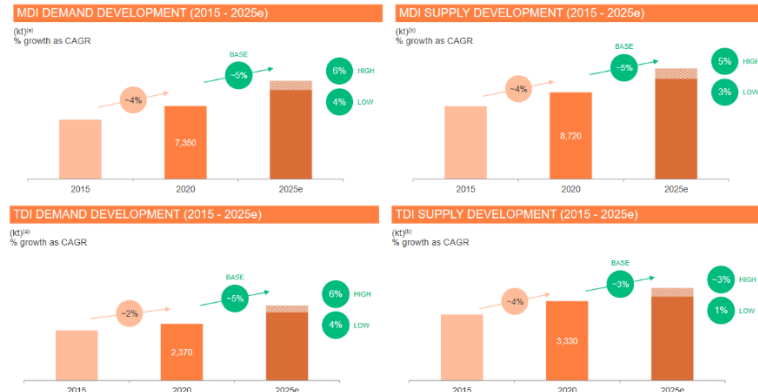


Źródło: DM BDM., Bloomberg. *-MDI do budownictwa, TDI do meblarstwa

Najwięksi na świecie producenci MDI/TDI oraz polioli w 2020 roku



Szacowany popyt/podaż MDI/TDI do 2025 roku



Źródło: Covestro 2Q'21

PROGNOZA WYNIKÓW NA 2Q'21

Spółka opublikuje wyniki za 2Q'21 w piątek 17.09.21 przed sesją. Tego samego dnia zaplanowana jest konferencja z zarządem.

W 1Q'21 spółka pozytywnie zaskoczyła wynikami. Skorygowana EBITDA w 1Q'21 wyniosła blisko 29 mln PLN i była wyższa o 43% od naszych oczekiwań. Był to efekt przede wszystkim wyższych przychodów (+12% vs oczek, +24% r/r) potwierdzających „koniunkturę remontową”. Niemniej dynamiczny wzrost cen surowców odbił się na marży brutto, która spadła <30%. Efekt surowcowy będzie silniej widoczny w 2Q'21 i może być największy. Średnie kontraktowe ceny MDI w 2Q'21 wzrosły o 48% r/r, a polioli o 93% r/r. Obecnie widać stabilizację kosztów gł. surowców na wysokim poziomie. Przyjmujemy ich spadek najwcześniej w 4Q'21.

Zarząd na konferencji po dobrych wynikach za 4Q'20 (dn. 23.04.2021) wskazywał, że efekt wzrostu cen surowców nie będzie jeszcze widoczny w 1Q'21 z uwagi na posiadane zapasy, ale stanie się to w 2Q'21. Spółka musi podnieść ceny produktów, a ich wzrost w tempie nawet >10% nie będzie w stanie zatrzymać erozji marży.

W 1Q'21 spółka pozytywnie zaskoczyła poziomem sprzedaży. W czerwcowym wywiadzie ([link](#)) prezes podtrzymywał pozytywne trendy również w 2Q'21, a spółki z obszaru materiałów budowlanych pozytywnie zaskakiwały pod tym względem. Spodziewamy się więc przychodów ok. 450 mln PLN czyli z blisko 40% r/r dynamiką (baza przychodowa bardzo niska z uwagi na wybuch pandemii w marcu'20). Niewiadomą z kolei pozostaje „sprzedaż po pandemii” w 2H'21. W tym okresie przyjmujemy wolumenowy spadek sprzedaży, a kilkuprocentowy wzrost r/r będzie wynikał z wyższych cen sprzedaży. Niemniej wydłużenie COVID-19 i wciąż ograniczona dostępność usług będzie pozytywnie wpływać na wyniki sprzedaży w 2H'21.

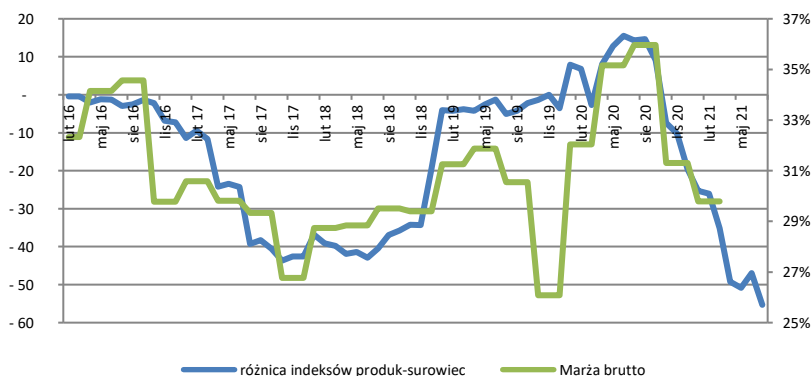
Reasumując, w 2Q'21 efekt wysokich przychodów połączony ze spadkiem marży brutto w rejonie 28% powinien prowadzić do EBITDA w wysokości 35-40 mln PLN, czyli lepiej q/q. Ubiegłoroczne wyniki będą trudne do pobicia, kiedy spółka korzystała z wyjątkowo tanich surowców, a w PDO księgowała przychody z tarcz rządowych (+4,5 mln PLN w 2Q'20 i +8,2 mln PLN w 3Q'20).

Prognozy wyników na 2Q'21 [mln PLN]

| | 2Q'20 | 2Q'21P 23.07.21 | 2Q'21P | r/r | 1H'20 | 1H'21P | r/r | 2019 | 2020 | r/r | 2021P | r/r |
|---------------------------------|-------|--------------------|--------|--------|-------|--------|-------|---------|---------|--------|---------|--------|
| Przychody | 319,5 | 412,2 | 445,6 | 39,5% | 602,2 | 795,1 | 32,0% | 1 326,5 | 1 384,7 | 4,4% | 1 637,3 | 18,2% |
| Wynik brutto na sprzedaży | 112,3 | 114,0 | 126,5 | 12,6% | 202,9 | 230,6 | 13,6% | 397,5 | 468,1 | 17,7% | 474,4 | 1,3% |
| EBITDA | 43,8 | 29,3 | 36,3 | -17,3% | 62,6 | 66,6 | 6,3% | 101,8 | 165,7 | 62,7% | 139,2 | -16,0% |
| EBITDA adj. | 39,3 | 29,3 | 36,3 | -7,7% | 59,9 | 64,5 | 7,7% | 106,7 | 160,9 | 50,8% | 137,1 | -14,8% |
| EBIT | 34,9 | 18,8 | 25,8 | -26,1% | 44,1 | 46,1 | 4,7% | 63,6 | 127,2 | 100,1% | 98,0 | -22,9% |
| Zysk brutto | 31,5 | 15,9 | 23,6 | -25,0% | 36,9 | 45,2 | 22,5% | 56,9 | 95,3 | 67,4% | 90,3 | -5,2% |
| Zysk netto | 26,1 | 11,3 | 17,0 | -34,8% | 31,3 | 34,5 | 10,3% | 39,5 | 76,2 | 93,0% | 67,0 | -12,2% |
| Marża zysku brutto ze sprzedaży | 35,2% | 27,7% | 28,4% | | 33,7% | 29,0% | | 30,0% | 33,8% | | 29,0% | |
| Marża EBITDA adj. | 12,3% | 7,1% | 8,1% | | 9,9% | 8,1% | | 8,0% | 11,6% | | 8,4% | |
| Marża EBIT | 10,9% | 4,6% | 5,8% | | 7,3% | 5,8% | | 4,8% | 9,2% | | 6,0% | |
| Marża zysku netto | 8,2% | 2,7% | 3,8% | | 5,2% | 4,3% | | 3,0% | 5,5% | | 4,1% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

Różnica między indeksem chemii budowlanej PSB a indeksem MDI/polioli (LS) vs marża brutto (PS)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, PSB, Bloomberg

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Okres 3Q to sezonowo najlepszy kwartał pod względem sprzedaży spółki, w którym realizuje ona ponad 30% rocznych przychodów. Z drugiej strony spółce wciąż będą doskwierać drogie surowce, które ustabilizowały się na wysokich poziomach. Niemniej miniony 2Q'21 powinien wyznaczyć już dotek rentowności i każde kolejne kwartały powinny być pod tym względem lepsze.

Dynamikę przychodów spółki w kolejnych okresach uzależniamy od tempa rozpoczynania nowych budów mieszkań, które w Polsce/Rosji wyprzedzają popyt na produkty spółki o 1-2 lata. Tym samym w 2022 roku kończone będą inwestycje rozpoczynane w pandemii, kiedy widoczne było ich wyraźne zahamowanie, a 2022 rok może przynieść spadek sprzedaży grupy.

Wyraźnego powrotu do wzrostowej tendencji oczekujemy w 2023 roku przy lepszych marżach (ok. 30% zysku brutto na sprzedaży), co jest poziomem konserwatywnym (celem zarządu jest marża >35% w perspektywie po 2023 roku).

Perspektywy kolejnych kwartałów [mln PLN]

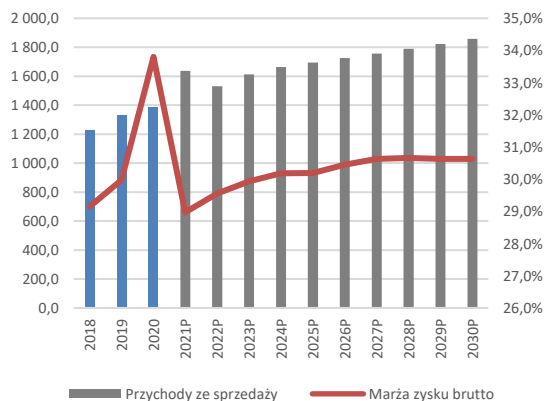
| | IQ'19 | IIQ'19 | IIIQ'19 | IVQ'19 | IQ'20 | IIQ'20 | IIIQ'20 | IVQ'20 | IQ'21 | IIQ'21P | IIIQ'21P | IVQ'21P | IQ'22P | IIQ'22P | IIIQ'22P | IVQ'22P |
|--------------------------------|--------|--------|---------|--------|-------|--------|---------|--------|-------|---------|----------|---------|--------|---------|----------|---------|
| Przychody ze sprzedaży | 271,1 | 346,1 | 391,8 | 317,6 | 282,7 | 319,5 | 433,3 | 349,2 | 349,5 | 445,6 | 476,4 | 365,8 | 345,7 | 374,8 | 443,4 | 366,7 |
| UE | 189,2 | 219,6 | 240,0 | 189,9 | 188,9 | 205,0 | 275,6 | 215,2 | 239,4 | 295,3 | 298,1 | 226,4 | 235,0 | 248,5 | 282,9 | 222,2 |
| w tym Polska* | 98,0 | 127,7 | 140,4 | 98,1 | 103,9 | 128,6 | 159,3 | 105,0 | 123,6 | 180,1 | 167,3 | 110,2 | 120,3 | 139,1 | 158,9 | 105,7 |
| Europa Wschodnia i Azja | 61,9 | 111,0 | 130,2 | 108,4 | 73,0 | 99,1 | 133,8 | 108,9 | 82,5 | 128,9 | 147,1 | 114,3 | 85,9 | 107,0 | 132,4 | 121,9 |
| Ameryka Pn. i Pd. | 20,0 | 15,5 | 21,6 | 19,3 | 20,8 | 15,3 | 24,0 | 25,2 | 27,5 | 21,4 | 31,2 | 25,2 | 24,8 | 19,3 | 28,1 | 22,7 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 84,7 | 110,3 | 119,7 | 82,8 | 90,6 | 112,3 | 155,9 | 109,3 | 104,1 | 126,5 | 136,6 | 107,1 | 98,7 | 111,9 | 132,9 | 108,9 |
| koszty sprzedaży | 49,1 | 53,6 | 56,5 | 57,6 | 52,2 | 51,6 | 60,9 | 64,2 | 58,1 | 71,9 | 66,9 | 67,2 | 60,9 | 64,2 | 66,7 | 71,0 |
| koszty zarządu | 24,4 | 28,2 | 26,1 | 29,4 | 27,6 | 28,7 | 28,5 | 29,3 | 27,9 | 28,7 | 28,5 | 29,3 | 28,7 | 29,6 | 29,3 | 30,2 |
| pozostałe przychody operacyjne | 1,7 | 1,0 | 1,1 | 2,5 | 1,1 | 4,1 | 5,9 | 2,9 | 2,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 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 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 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 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 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 | 36,3 | 51,6 | 21,0 | 19,5 | 28,7 | 47,7 | 18,7 |
| EBITDA adj. | 20,3 | 35,1 | 43,6 | 7,6 | 20,6 | 39,3 | 74,4 | 26,6 | 28,2 | 36,3 | 51,6 | 21,0 | 19,5 | 28,7 | 47,7 | 18,7 |
| EBIT | 10,2 | 24,5 | 29,8 | -0,9 | 9,1 | 34,9 | 66,2 | 17,0 | 20,3 | 25,8 | 41,2 | 10,6 | 9,0 | 18,1 | 36,8 | 7,7 |
| przychody finansowe | 3,4 | 0,0 | 4,9 | -2,7 | 6,0 | -3,2 | 1,3 | 3,2 | 5,0 | 1,6 | 0,1 | 0,5 | 2,5 | 2,2 | 1,6 | 0,5 |
| koszty finansowe | 4,4 | 3,2 | 1,8 | 3,2 | 9,7 | 0,8 | 8,4 | 21,8 | 3,1 | 3,8 | 3,8 | 3,6 | 3,5 | 3,3 | 3,1 | 3,0 |
| Zysk brutto | 9,1 | 21,7 | 32,9 | -6,8 | 5,4 | 31,5 | 59,1 | -0,7 | 21,6 | 23,6 | 37,6 | 7,5 | 8,1 | 17,0 | 35,3 | 5,2 |
| podatek | 3,0 | 7,1 | 6,6 | 0,5 | 0,2 | 5,4 | 14,7 | -1,4 | 4,1 | 6,6 | 10,5 | 2,1 | 2,3 | 4,8 | 9,9 | 1,4 |
| 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 | 0,0 | 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 | 17,0 | 27,1 | 5,4 | 5,8 | 12,2 | 25,4 | 3,7 |
| <i>Dynamika przychodów</i> | 9,2% | 4,2% | 12,9% | 5,7% | 4,3% | -7,7% | 10,6% | 10,0% | 23,6% | 39,5% | 9,9% | 4,8% | -1,1% | -15,9% | -6,9% | 0,2% |
| UE | 12,8% | 1,0% | 6,2% | 3,6% | -0,1% | -6,6% | 14,8% | 13,3% | 26,7% | 44,0% | 8,2% | 5,2% | -1,8% | -15,8% | -5,1% | -1,8% |
| w tym Polska* | 9,5% | 4,1% | 5,4% | 3,3% | 6,0% | 0,7% | 13,4% | 7,0% | 19,0% | 40,0% | 5,0% | 5,0% | -2,7% | -22,8% | -5,0% | -4,1% |
| Europa Wschodnia i Azja | -4,6% | 14,1% | 25,4% | 10,0% | 17,9% | -10,7% | 2,7% | 0,4% | 13,1% | 30,0% | 10,0% | 5,0% | 4,1% | -17,0% | -10,0% | 6,6% |
| Ameryka Pn. i Pd. | 28,3% | -11,8% | 25,5% | 3,2% | 4,1% | -0,9% | 11,3% | 30,8% | 32,3% | 40,0% | 30,0% | 0,0% | -10,0% | -10,0% | -10,0% | -10,0% |
| <i>Dynamika EBITDA adj.</i> | 131,5% | 24,7% | 16,0% | -63,5% | 1,2% | 12,1% | 70,6% | 247,9% | 37,0% | -7,7% | -30,6% | -21,0% | -31,0% | -20,9% | -7,7% | -11,1% |
| <i>Marża zysku brutto</i> | 31,3% | 31,9% | 30,5% | 26,1% | 32,0% | 35,2% | 36,0% | 31,3% | 29,8% | 28,4% | 28,7% | 29,3% | 28,5% | 29,9% | 30,0% | 29,7% |
| <i>Marża EBITDA</i> | 7,1% | 9,9% | 10,1% | 2,8% | 6,6% | 13,7% | 17,5% | 7,7% | 8,7% | 8,1% | 10,8% | 5,7% | 5,6% | 7,7% | 10,7% | 5,1% |
| <i>Marża EBITDA adj.</i> | 7,5% | 10,1% | 11,1% | 2,4% | 7,3% | 12,3% | 17,2% | 7,6% | 8,1% | 8,1% | 10,8% | 5,7% | 5,6% | 7,7% | 10,7% | 5,1% |
| <i>Marża EBIT</i> | 3,8% | 7,1% | 7,6% | -0,3% | 3,2% | 10,9% | 15,3% | 4,9% | 5,8% | 5,8% | 8,7% | 2,9% | 2,6% | 4,8% | 8,3% | 2,1% |
| <i>Marża netto</i> | 2,2% | 4,2% | 6,7% | -2,3% | 1,8% | 8,2% | 10,2% | 0,2% | 5,0% | 3,8% | 5,7% | 1,5% | 1,7% | 3,3% | 5,7% | 1,0% |
| OCF | 12,1 | 23,4 | 35,5 | 65,0 | -5,5 | 8,6 | 60,9 | 48,2 | -9,5 | -59,8 | 33,8 | 135,4 | -12,4 | 9,8 | -1,4 | 106,4 |
| w tym zmiany KON | 0,4 | -12,5 | -11,0 | 66,5 | -16,5 | -28,4 | 4,5 | 14,8 | -46,2 | -91,1 | -7,4 | 116,0 | -32,1 | -16,4 | -40,8 | 88,7 |
| CAPEX | -4,5 | -4,0 | -6,7 | -11,1 | -7,4 | -6,9 | -6,8 | -12,1 | -7,6 | -9,0 | -9,0 | -10,2 | -15,0 | -15,0 | -15,0 | -15,0 |
| FCF | 7,6 | 19,3 | 28,8 | 53,9 | -12,8 | 1,7 | 54,1 | 36,1 | -17,1 | -68,8 | 24,8 | 125,2 | -27,4 | -5,2 | -16,4 | 91,4 |
| %kapitalizacji (12m) | 7,2% | 13,2% | 14,2% | 17,2% | 14,0% | 11,2% | 15,2% | 12,4% | 11,7% | 0,7% | -3,9% | 10,0% | 8,4% | 18,4% | 11,9% | 6,6% |
| 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 | -13,7 | 0,0 |
| DPS | - | 0,30 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 0,60 | - |
| DY | 0,0% | 1,1% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 2,1% | 0,0% |
| Zadłużenie netto | 137,7 | 126,4 | 98,7 | 72,8 | 74,6 | 73,8 | 24,5 | 32,2 | 52,2 | 124,9 | 103,8 | -17,8 | -26,9 | -18,4 | 14,8 | -73,5 |
| /EBITDA | 1,5 | 1,2 | 0,9 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,7 | 0,7 | -0,1 | -0,2 | -0,2 | 0,1 | -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 | 4,54 | 4,52 | 4,53 | 4,55 | 4,53 | 4,58 |
| Kurs USD/PLN | 3,79 | 3,81 | 3,89 | 3,87 | 3,92 | 4,09 | 3,80 | 3,78 | 3,77 | 3,76 | 3,85 | 3,80 | 3,80 | 3,81 | 3,79 | 3,82 |
| MDI [EUR/t] | 1 943 | 1 943 | 1 943 | 1 943 | 1 842 | 1 638 | 1 561 | 1 878 | 2 128 | 2 428 | 2 628 | 2 561 | 2 528 | 2 504 | 2 486 | 2 469 |
| Poliiole [EUR/t] | 1 706 | 1 663 | 1 646 | 1 566 | 1 586 | 1 460 | 1 538 | 1 975 | 2 417 | 2 817 | 2 592 | 2 000 | 2 000 | 2 000 | 2 000 | 2 000 |

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).

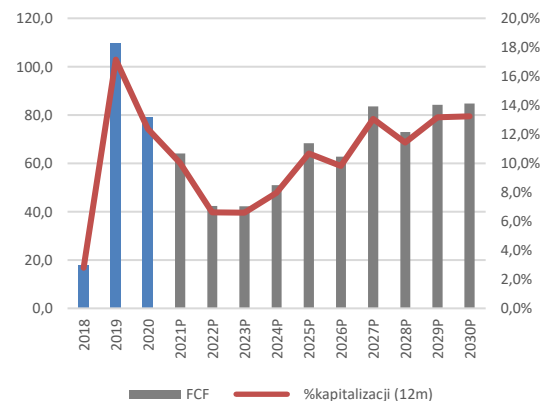
Perspektywa ogólna na lata 2021-2030P [mln PLN]

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody ze sprzedaży | 1 228,0 | 1 326,5 | 1 384,7 | 1 637,3 | 1 530,6 | 1 612,7 | 1 663,0 | 1 693,7 | 1 725,1 | 1 757,2 | 1 790,0 | 1 823,7 | 1 858,1 |
| UE | 794,4 | 838,7 | 884,7 | 1 059,1 | 988,6 | 1 055,4 | 1 090,0 | 1 104,4 | 1 119,1 | 1 134,1 | 1 149,3 | 1 164,8 | 1 180,6 |
| w tym Polska* | 442,1 | 464,3 | 496,8 | 581,2 | 524,0 | 576,4 | 605,2 | 617,3 | 629,7 | 642,3 | 655,1 | 668,2 | 681,6 |
| Europa Wschodnia i Azja | 364,6 | 411,5 | 414,7 | 472,8 | 447,2 | 460,6 | 474,4 | 488,6 | 503,3 | 518,4 | 533,9 | 549,9 | 566,4 |
| Ameryka Pn. i Pd. | 69,0 | 76,3 | 85,3 | 105,4 | 94,8 | 96,7 | 98,7 | 100,6 | 102,6 | 104,7 | 106,8 | 108,9 | 111,1 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 357,9 | 397,5 | 468,1 | 474,4 | 452,3 | 482,8 | 501,9 | 511,4 | 525,3 | 538,2 | 548,8 | 558,7 | 569,2 |
| koszty sprzedaży | 193,6 | 216,9 | 228,8 | 264,2 | 262,9 | 277,0 | 285,7 | 291,0 | 296,3 | 301,9 | 307,5 | 313,3 | 319,2 |
| koszty zarządu | 99,4 | 108,0 | 114,1 | 114,4 | 117,8 | 111,2 | 117,5 | 117,8 | 121,3 | 114,6 | 121,0 | 121,3 | 125,0 |
| pozostałe przychody operacyjne | 11,8 | 6,3 | 13,9 | 2,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| pozostałe koszty operacyjne | 9,2 | 8,1 | 8,9 | 0,7 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| utrata wartości aktywów | 15,2 | 7,2 | 3,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBITDA | 80,3 | 101,8 | 165,7 | 139,2 | 114,5 | 142,4 | 147,8 | 151,9 | 157,8 | 172,7 | 171,9 | 176,4 | 177,3 |
| EBITDA adj. | 95,5 | 106,7 | 160,9 | 137,1 | 114,5 | 142,4 | 147,8 | 151,9 | 157,8 | 172,7 | 171,9 | 176,4 | 177,3 |
| EBIT | 52,3 | 63,6 | 127,2 | 98,0 | 71,6 | 94,5 | 98,7 | 102,6 | 107,6 | 121,8 | 120,2 | 124,0 | 125,0 |
| przychody finansowe | 5,8 | 5,6 | 7,4 | 7,2 | 6,9 | 1,0 | 1,0 | 1,1 | 1,2 | 1,1 | 1,1 | 1,0 | 0,9 |
| koszty finansowe | 21,3 | 12,7 | 40,8 | 14,3 | 12,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zysk brutto | 37,3 | 56,9 | 95,3 | 90,3 | 65,6 | 95,6 | 99,7 | 103,7 | 108,8 | 122,8 | 121,3 | 125,0 | 125,9 |
| podatek | 10,6 | 17,2 | 18,9 | 23,4 | 18,4 | 26,8 | 27,9 | 29,0 | 30,5 | 34,4 | 34,0 | 35,0 | 35,3 |
| udziały mniejszości | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zysk netto j. dom. | 26,6 | 39,5 | 76,2 | 67,0 | 47,2 | 68,8 | 71,8 | 74,7 | 78,3 | 88,4 | 87,4 | 90,0 | 90,7 |
| Dynamika przychodów | 4,2% | 8,0% | 4,4% | 18,2% | -6,5% | 5,4% | 3,1% | 1,8% | 1,9% | 1,9% | 1,9% | 1,9% | 1,9% |
| UE | 9,4% | 5,6% | 5,5% | 19,7% | -6,7% | 6,8% | 3,3% | 1,3% | 1,3% | 1,3% | 1,3% | 1,3% | 1,4% |
| w tym Polska* | 1,1% | 5,0% | 7,0% | 17,0% | -9,8% | 10,0% | 5,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% |
| Europa Wschodnia i Azja | -4,8% | 12,9% | 0,8% | 14,0% | -5,4% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% |
| Ameryka Pn. i Pd. | -1,0% | 10,6% | 11,9% | 23,5% | -10,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% |
| Dynamika EBITDA adj. | 38,0% | 11,7% | 50,8% | -14,8% | -16,5% | 24,4% | 3,8% | 2,8% | 3,9% | 9,5% | -0,5% | 2,6% | 0,5% |
| Marża zysku brutto | 29,1% | 30,0% | 33,8% | 29,0% | 29,6% | 29,9% | 30,2% | 30,2% | 30,5% | 30,6% | 30,7% | 30,6% | 30,6% |
| Marża EBITDA | 6,5% | 7,7% | 12,0% | 8,5% | 7,5% | 8,8% | 8,9% | 9,0% | 9,1% | 9,8% | 9,6% | 9,7% | 9,5% |
| Marża EBITDA adj. | 7,8% | 8,0% | 11,6% | 8,4% | 7,5% | 8,8% | 8,9% | 9,0% | 9,1% | 9,8% | 9,6% | 9,7% | 9,5% |
| Marża EBIT | 4,3% | 4,8% | 9,2% | 6,0% | 4,7% | 5,9% | 5,9% | 6,1% | 6,2% | 6,9% | 6,7% | 6,8% | 6,7% |
| Marża netto | 2,2% | 3,0% | 5,5% | 4,1% | 3,1% | 4,3% | 4,3% | 4,4% | 4,5% | 5,0% | 4,9% | 4,9% | 4,9% |
| OCF | 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 |
| w tym zmiany KON | -28,8 | 43,5 | -20,5 | -28,7 | -0,7 | -14,5 | -19,9 | -5,6 | -5,7 | -5,9 | -6,0 | -6,2 | -6,3 |
| CAPEX | -26,6 | -26,3 | -33,2 | -35,8 | -60,0 | -60,0 | -50,0 | -50,0 | -60,0 | -60,0 | -60,0 | -52,0 | -52,0 |
| FCF | 17,9 | 109,7 | 79,1 | 64,1 | 42,4 | 42,2 | 51,0 | 68,3 | 62,8 | 83,5 | 73,0 | 84,2 | 84,7 |
| %kapitalizacji (12m) | 2,8% | 17,2% | 12,4% | 10,0% | 6,6% | 6,6% | 8,0% | 10,7% | 9,8% | 13,1% | 11,4% | 13,2% | 13,2% |
| Dywidenda | -6,9 | -6,9 | 0,0 | 0,0 | -13,7 | -18,9 | -41,3 | -57,4 | -74,7 | -78,3 | -88,4 | -87,4 | -90,0 |
| DPS | 0,30 | 0,30 | - | - | 0,60 | 0,83 | 1,81 | 2,51 | 3,27 | 3,43 | 3,87 | 3,83 | 3,94 |
| DY | 1,1% | 1,1% | 0,0% | 0,0% | 2,1% | 3,0% | 6,5% | 9,0% | 11,7% | 12,2% | 13,8% | 13,7% | 14,1% |
| Zadłużenie netto | 119,4 | 72,8 | 32,2 | -17,8 | -73,5 | -96,9 | -106,6 | -117,4 | -105,5 | -110,8 | -95,3 | -92,2 | -86,9 |
| /EBITDA | 1,5 | 0,7 | 0,2 | -0,1 | -0,6 | -0,7 | -0,7 | -0,8 | -0,7 | -0,6 | -0,6 | -0,5 | -0,5 |
| Kurs EUR/PLN | 4,26 | 4,30 | 4,44 | 4,53 | 4,55 | 4,58 | 4,58 | 4,58 | 4,58 | 4,58 | 4,58 | 4,58 | 4,58 |
| Kurs USD/PLN | 3,61 | 3,84 | 3,90 | 3,79 | 3,80 | 3,77 | 3,71 | 3,65 | 3,65 | 3,65 | 3,65 | 3,65 | 3,65 |
| MDI [EUR/t] | 2 692 | 1 943 | 1 730 | 2 436 | 2 497 | 2 450 | 2 432 | 2 431 | 2 412 | 2 398 | 2 397 | 2 398 | 2 398 |
| Poliole [EUR/t] | 1 754 | 1 645 | 1 640 | 2 456 | 2 000 | 1 970 | 1 958 | 1 958 | 1 945 | 1 937 | 1 936 | 1 937 | 1 937 |

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:
Krystian Brymora

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

Michał Fidelus

Analityk rynku akcji
tel. (+48) 666 073 972
e-mail: michal.fidelus@bdm.pl
[banki, finanse](#)

Adrian Górniak

Analityk rynku akcji
tel. (+48) 668 516 977
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
[deweloperzy, handel, media](#)

Krzysztof Tkocz

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

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

Historia rekomendacji na temat spółki:

| zalecenie | cena docelowa | poprzednia rekomendacja | poprzednia cena docelowa | data | godzina publikacji | kurs | WIG |
|--------------|---------------|-------------------------|--------------------------|--------------------|--------------------|--------------|---------------|
| 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 3Q'21*: | , 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 | 9 | 90% | 3 | 100% |
| Akumuluj | 1 | 10% | 0 | 0% |
| Trzymaj | 0 | 0% | 0 | 0% |
| Redukuj | 0 | 0% | 0 | 0% |
| Sprzedaj | 0 | 0% | 0 | 0% |

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy 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.

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 uwzględnił 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 poszczególne instrumenty przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa dnia 07.09.2021 roku (17:30 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 dostępnych 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 07.09.2021 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 garantem lub współgarantem 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 I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
 - BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
 - Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane.
 - Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
 - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
 - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
 - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w 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.
- 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 zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.